© LEXISNEXIS SA - REVUE DE DROIT BANCAIRE ET FINANCIER - N° 5 - SEPTEMBRE-OCTOBRE 2018

18 Brexit : les dérivés prennent-ils la tangente ?

Gilles KOLIFRATH,
avocat associé, Kramer Levin

Jérôme BLANCHET,
avocat, Kramer Levin

La sortie du Royaume-Uni va soulever de nombreuses problématiques relatives à la poursuite des relations contractuelles existantes entre le Royaume-Uni et les États membres de l'Union européenne (l'« UE »). En matière de dérivés, le Brexit sera l'occasion pour les acteurs de marché des États membres, plus particulièrement les sociétés commerciales et les sociétés de gestion de renégocier certains portefeuilles de contrats avec leurs contreparties bancaires anglaises. Ces renégociations nécessiteront une analyse approfondie et méthodique de l'ensemble de la documentation contractuelle des Conventions-Cadres existantes.

1 - À la veille de la sortie du Royaume-Uni de l'Europe (*the UK is leaving the Union* ou Brexit [1]), nombreux sont les acteurs de marché (banques, sociétés de gestion, prestataires de services d'investissement, assureurs) à envisager les problématiques liées au futur statut de pays tiers du Royaume-Uni, qui ne permettra plus l'utilisation du passeport européen pour prester les différents services bancaires et d'investissement du Royaume-Uni vers un État membre de l'UE et inversement. Qu'en sera-t-il plus spécifiquement pour les contrats de dérivés (ou sur instruments financiers à terme, utilisés dans les Conventions-Cadres de place de type ISDA [2] ou FBF [3]), emblématiques des marchés de capitaux et conclus entre une contrepartie sise dans un État membre, notamment en France, avec des entités de la réputée place londonienne ? Dans ces conditions nous allons étudier, quelles seront les conséquences de l'absence de passeport européen (1). Quelles solutions pourront être mises en œuvre pour les contrats de dérivés et quelles nouvelles difficultés soulèveront-elles (2) ?

1. Quelles seront les conséquences de l'absence de passeport européen ?

2 - À ce jour, une entité agréée au Royaume-Uni peut prester des services dans un autre État membre, qu'ils soient bancaire, d'investissement, de paiement, de gestion d'actifs ou encore d'assurance, sans avoir besoin d'obtenir un agrément de l'autorité de surveillance et de contrôle du pays où les prestataires souhaitent exercer lesdits services (règle dite du « *passeport-in* », le « *passeport-out* » étant la réciproque). Comme nous le savons, pour bénéficier du passeport, l'entité souhaitant prester ses services dans un État d'accueil doit fournir un dossier à son autorité de contrôle nationale qui est chargée de le transférer à l'autorité compétente de l'État d'accueil. En cas de suite favorable, l'entité pourra librement, notamment par l'intermédiaire de la création d'une succursale, ou directement, prester ses services.

Après le retrait du Royaume-Uni, il ne sera plus possible de bénéficier de cette procédure de passeportage, les prestations de services ne pourront donc plus être réalisées. Néanmoins, il sera toujours possible de solliciter un agrément local pour exercer une activité réglementée dans l'État d'accueil. Mais cette procédure risquera d'être beaucoup plus lourde.

Notons d'ailleurs, que les contrats de dérivés stipulent comme cas de résiliation anticipée des relations contractuelles, le retrait d'agrément d'une contrepartie. Les contrats de dérivés ne sont pas les seuls à prévoir ce type de mécanisme contractuel. L'ensemble des contrats de marché stipule, de façon quasi-systématique, que le retrait d'agrément et/ou l'absence d'autorisation pour exercer une activité visée au contrat constitue une cause de rupture anticipée du contrat.

Dans ce contexte, le Royaume-Uni élabore actuellement un projet de régime temporaire qui pourrait permettre à certaines entités bénéficiant du passeport européen, de se prévaloir pour certaines activités d'un régime ne nécessitant pas d'agrément (nouveau). Il n'existe pas toutefois pour l'instant de proposition similaire pour l'UE qui attend le résultat des négociations pour statuer, même si d'autres possibilités pourraient être envisagées au regard des textes existants pour que le Royaume-Uni puisse exercer dans l'UE. Tout dépendra du résultat des négociations en cours qui pourraient aboutir soit à un *Soft Brexit* soit à un *Hard Brexit* [4].

Bien que ces termes ne soient pas réellement définis de façon stricte et uniforme, dans le cas d'un *Soft Brexit*, le Royaume-Uni sortirait de l'Europe et serait considéré comme un pays tiers. Mais en fonction des négociations, le Royaume-Uni, devenu pays tiers, pourrait bénéficier de certains accords lui permettant d'accéder au marché unique européen.

En revanche, dans le cas d'un *Hard Brexit*, le Royaume-Uni sortirait de l'Europe et serait considéré comme un pays tiers mais sans accord. L'une des solutions serait alors de recourir à la notion d'équivalence, qui permet à la Commission européenne sur le fondement d'un texte précis (généralement une directive ou un règlement européen) de reconnaître comme équivalent un régime de pays tiers dans un domaine donné [5]. Cette reconnaissance de l'équivalence permettrait ensuite de bénéficier d'un régime similaire au régime de l'UE et donc d'être traité de façon quasi-identique dans le domaine en question.

1. Référendum du 23 juin 2016 sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne.
2. *International Swaps and Derivatives Association*.
3. Fédération Bancaire Française.
4. *www.gov.uk/government/publications/handling-civil-legal-cases-that-involve-eu-countries-if-theres-no-brexit-deal/handling-civil-legal-cases-that-involve-eu-countries-if-theres-no-brexit-deal*.
5. *Briefing Third-country equivalence in EU banking legislation, European Parliament, 12 July 2017, PE 587.369*.

Enfin le Royaume-Uni pourrait aussi conclure comme la Norvège un accord de participation à l'Espace Economique Européen qui implique la participation au marché commun.

L'incontournable réalité pratique est que le temps court et qu'il convient se préparer au pire des scénarii : l'impossibilité de poursuivre les relations financières existantes.

2. Quelles solutions pourront être mises en œuvre pour les contrats de dérivés et quelles nouvelles difficultés soulèveront-elles ?

3 - Rappelons rapidement que toutes les opérations sur dérivés (confirmations) sont des contrats se rattachant à une Convention-Cadre, contrat cadre au sens de l'article 1111 (nouveau depuis 2016) du Code civil, conclue entre les parties. La Convention-Cadre utilisée le plus couramment à « l'international » est la Convention-Cadre ISDA. Ce contrat est régi le plus souvent (en Europe) par le droit anglais (ou aussi par le droit de l'état de New York – ce qui est moins le cas entre parties européennes – ou le droit japonais – réservé aux relations avec les clients de ce pays).

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, le défaut d'agrément pouvant constituer un cas de rupture anticipée au titre des Conventions-Cadres signées par les parties, il convient de se poser la question du transfert des opérations (et donc de ces Conventions-Cadres) d'une entité au Royaume-Uni vers une autre entité dans l'UE (Royaume-Uni exclu). Cette question se pose bien sûr pour les opérations nouvelles comme pour les opérations en cours.

Nous ne développerons donc pas dans cet article d'arguments sur la continuité des opérations en cours qui ont été valablement conclues dans le passé... car ils pourraient, comme nous l'avons précisé, ne pas résister à certaines stipulations du contrat, prévoyant la résiliation du contrat en l'absence d'autorisation pour exercer les activités mentionnées au contrat [6].

On notera d'ailleurs que depuis quelques semaines, les grandes banques sises à Londres ont commencé à contacter leurs clients pour leur proposer de transférer leur portefeuille vers une autre entité de leur groupe dans l'UE (Royaume-Uni exclu) [7].

En pratique, ces banques ont pris l'initiative de transmettre à leurs clients européens (et donc français) des « accords de transfert » ou de « *Novation Agreement* » de droit anglais qui ont été préparés sur la base de modèles standards publiés par l'ISDA. Ces contrats prévoient en général de transférer les obligations existantes et futures d'une entité anglaise (et ses succursales) vers une entité située dans un des États membres de l'UE.

Il conviendra de s'interroger sur les conséquences juridiques et fiscales avant de signer un *Novation Agreement* et sur la qualification juridique de ce contrat au regard du droit français.

Ces *Novation Agreements* ont pour but notamment de substituer une partie (la partie anglaise) par une autre (entité dans un pays d'accueil) afin de bénéficier au niveau du groupe des effets des contrats conclus avec l'entité d'un État membre, tout en se conformant aux impératifs du *Brexit*.

En droit français, la notion de novation, qui est différente de la notion de novation de droit anglais, existe sous trois formes : la novation par changement de créancier, la novation par changement de débiteur et la novation par changement d'obligation. La notion de cession, quant à elle, existe aussi sous trois formes : la cession de créances, la cession de dettes et la cession de contrat. Ces deux mécanismes emportent des conséquences fondamentalement différentes. En effet, la novation éteint les obligations existantes et crée de nouvelles obligations. Les obligations étant distinctes, il y a discontinuité des contrats. La cession, en revanche, ne crée aucune discontinuité et les obligations continuent donc d'exister mais entre des parties différentes.

En pratique, on devrait pouvoir soutenir que les effets de la signature d'un *Novation Agreement* soumis au droit anglais seraient reconnus par le juge français si les effets induits par la signature d'un tel contrat produisent des effets similaires à ceux existants en droit français [8].

La problématique pourrait être plus simple pour les contreparties qui auraient soumis leurs Conventions-Cadres au droit français. En effet, les conséquences du transfert des opérations devraient dès lors être analysées à la lumière du droit français qui serait sans doute utilisé et non plus par rapport au droit anglais. Les régimes de la novation et la cession de droit français [9], pourront être utilisés de manière simple sans nécessiter d'analyse juridique approfondie de leurs conséquences sur l'ensemble de la documentation contractuelle des dérivés, sauf celle du choix bien sûr entre l'utilisation d'un contrat de novation ou de cession !

On peut donc recommander, dans les discussions qui ne manqueront pas d'avoir lieu lors du transfert des opérations et lorsque les contrats de *Novation Agreement* seront utilisés avec des Conventions-Cadres ISDA de droit anglais, qu'une négociation ait lieu aussi sur le futur droit applicable à la Convention-Cadre qui sera utilisée après le *Brexit*. Historiquement, l'application du droit anglais était négociée concomitamment avec le choix des juridictions anglaises [10]. Les litiges internationaux étaient donc plaidés au Royaume-Uni, à Londres, et il était alors nécessaire de faire reconnaître la décision rendue par les juges anglais dans le pays de la contrepartie. L'exequatur de ces décisions est aujourd'hui facilité par le règlement Bruxelles I bis. Post *Brexit*, une telle procédure simplifiée n'existera plus et il sera alors nécessaire de faire reconnaître les décisions conformément au droit international privé de droit commun. C'est dans ce contexte que l'ISDA a publié en 2018 deux nouvelles Conventions-Cadres ISDA qui sont régies pour l'une par le droit irlandais et pour l'autre par le droit français.

D'où l'opportunité, lors des négociations pour le transfert des opérations de « basculer » les opérations existantes sous un autre droit (continental) !

On peut noter également que dans le cadre du *Brexit* et des transferts d'opérations, le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, mandaté pour réfléchir à ce sujet, a proposé de mettre en place un contrat de « réplication » des opérations existantes dont nous comprenons qu'il a pour vocation de « répliquer » les relations contractuelles existantes en concluant une nouvelle Convention-Cadre (entre des parties différentes). On pourra s'interroger d'ailleurs sur l'efficacité d'un tel contrat pour transférer des opérations régies par une Convention-Cadre FBF ou ISDA (quel que soit le droit applicable).

Dans les tous cas développés ci-avant (sans pouvoir ici être exhaustif), il est clair que le transfert d'opérations au titre de *Brexit* nécessitera :

- d'auditer les portefeuilles d'opérations en cours et à venir,
- dresser la typologie de la documentation contractuelle utilisée,
- d'analyser les impacts règlementaires, comptables et fiscaux [11] liés au choix du mode de transfert,

6. *Les Sections 3(a)(iv) et 5(a)(iv) de la Convention-Cadre ISDA 2002*
7. Cette entité bénéficiant d'un ou de plusieurs agréments nécessaires à la continuité des activités.
8. Il conviendra de noter tout de même que le juge de l'exequatur pourra examiner lors de la procédure d'exequatur pour reconnaître les effets du contrat anglais, en France par exemple, que ce jugement est conforme à l'ordre public français.
9. On pourra noter le nouveau mécanisme de cession de contrat tel que prévu à l'article 1216 du Code civil permettant à un contractant, le cédant, de céder sa qualité de partie au contrat à un tiers, le cessionnaire, avec l'accord de son cocontractant.
10. En effet, les Conventions-Cadres ISDA qui sont régies par le droit anglais prévoient une clause attributive de juridiction non exclusive des juridictions anglaises (qui peut être modifiée).
11. V. travaux de l'ISDA sur la fiscalité lors du Brexit.

- d'analyser les conditions de reconnaissances (reconnaissance des accords de compensation – *netting* et d'accord d'échange des suretés - *collateral*) et d'exécution des contrats à l'étranger, et
- d'allouer les ressources matérielles et humaines nécessaires à la renégociation de ces contrats.

Enfin, dans l'hypothèse où le transfert des opérations pourrait être effectué « sans problème », il conviendra, alors, d'aborder deux autres points essentiels : la renégociation de certaines clauses et l'obligation de compensation en chambre telle que prévue par le règlement EMIR (qui concerne le marché des dérivés négociés de gré à gré ou *over-the-counter* « OTC » en anglais).

Concernant la renégociation de certaines clauses lors du transfert d'opérations, la demande de transfert sera très certainement l'occasion pour les parties de renégocier la Convention-Cadre et comme déjà évoqué de pouvoir ou vouloir changer de modèle de Convention-Cadre, de droit ou de juridiction applicable. Outre les paramètres purement juridiques liés à la renégociation de certaines clauses du fait du *Brexit* (régime de marge applicable, définition de l'UE, matrices de collatéral, etc. qui ne seront pas abordés ici), les paramètres financiers pourraient aussi être modifiés.

Dans le cas de ces renégociations de clauses, il conviendra d'être attentif à la qualification juridique, celle-ci pouvant s'analyser non pas en une simple cession, mais pouvant être requalifiée en la conclusion d'une nouvelle opération ! Ce débat est loin d'être théorique.

Concernant les obligations de compensation en chambre de compensation, appelées aussi contreparties centrales ou *central counterparties* « CCP », les solutions à mettre en œuvre relèvent non seulement d'un nœud gordien à trancher rapidement, mais plus encore, témoignent d'une véritable schizophrénie juridique, économique et politique. Pour rappel, au titre du règlement EMIR, certains dérivés de taux et de crédit (les instruments les plus liquides et donc les plus négociés dans l'univers de l'OTC) sont soumis à des obligations de compensation en chambre de compensation, appelées *clearing*. C'est-à-dire que les contreparties ont l'obligation de faire compenser par la CCP leurs opérations sur lesdits dérivés. Ce procédé implique aussi, selon les modalités du règlement de la CCP auquel les contreparties adhèrent, le versement ou la collecte de sûretés financières (marges initiales et/ou de variation) afin de sécuriser les expositions. Les autres dérivés de gré à gré sont traités bilatéralement entre les parties.

Or, à ce stade et en l'absence d'accord post *Brexit*, les CCP anglaises ne disposeront plus d'agrément pour réaliser leurs services dans l'UE.

Le règlement EMIR reconnait toutefois un régime d'équivalence des CCP de pays tiers sous certaines conditions. Certaines CCP américaines en bénéficient d'ores et déjà. On peut donc penser que les CCP anglaises pourraient également se prévaloir de ce régime d'équivalence après la sortie de l'UE.

Cependant, une proposition de règlement européen relatif aux CCP [12] établit une distinction entre trois catégories de CCP : les CCP d'importance non systémique (« *systematically important* »), les CCP d'importance systémique et les CCP d'importance systémique dont l'ampleur est jugée trop importante pour être soumises aux conditions des autres CCP d'importance systémique (« *substantially systematically important* »). Les CCP jugées d'importance systémique ne pourront prester leurs services dans l'UE qu'en respectant des conditions très strictes définies par la proposition de règlement. On peut noter que, même dans le respect de ces conditions, les CCP dont l'importance systémique sera jugée trop importante ne pourront bénéficier des conditions de reconnaissance prévues pour les CCP d'importance systémique, mais qu'elles pourront solliciter une demande d'agrément. Or, nous comprenons qu'il pourrait être possible, pour des raisons économiques et politiques plus que juridiques, de ne pas octroyer cet agrément à de telles CCP, qui aujourd'hui sont basées à Londres. Les enjeux sont colossaux et en pratique nous n'avons toujours pas de vision précise sur le traitement des opérations post *Brexit*.

3. Conclusion

4 - En conclusion, contrairement aux messages rassurants de certains gouvernements et institutions européennes, les problématiques afférentes aux plus gros volumes d'opérations financières au monde, qui représentent plus de 700 000 milliards d'euros d'échange par an [13], nécessiteront d'être traitées en urgence dans les mois qui viennent !

Mots-Clés : Brexit - Dérivés - Contrats - Convention-cadre

12. *PE et Cons. UE, prop. régl., 13 juin 2017, modifiant le règlement (UE) n° 1095/2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 en ce qui concerne les procédures d'agrément des contreparties centrales et les autorités qui y participent, ainsi que les conditions de reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers.*
13. *Bank for international Settlement : Statistical release, mai 2014.*