



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

AVIS

*du Haut Comité Juridique de la Place financière
de Paris (HCJP) sur la faisabilité juridique du
développement d'une offre de compensation des
dérivés de taux à Paris*

17 octobre 2017



AVIS DU HAUT COMITÉ JURIDIQUE DE LA PLACE FINANCIÈRE DE PARIS (HCJP) SUR LA FAISABILITÉ JURIDIQUE DU DÉVELOPPEMENT D'UNE OFFRE DE COMPENSATION DES DÉRIVÉS DE TAUX À PARIS

Dans le présent Avis, et conformément aux usages de la législation de l'Union, les chambres de compensations centrales sont de manière générale désignées par l'acronyme «CCPs», et celles d'entre elles autorisées dans l'Union Européenne et reconnues comme contreparties éligibles au sens du Règlement CRR¹ sur les exigences de fonds propres, le sont par l'acronyme «QCCPs» (pour «*qualifying central counterparties*»).

RÉSUMÉ DES RECOMMANDATIONS ET AVIS DU HCJP

De manière générale, le HCJP considère qu'une obligation de localisation de la compensation des opérations de taux d'intérêt dans l'UE serait opportune et qu'il est de l'intérêt de la Place de favoriser la création à Paris d'une telle offre de compensation.

1/ Si une telle règle devait être édictée, il serait cependant souhaitable qu'elle soit assortie d'une clause de «grand-père» (*grandfathering*) qui pourrait concorder avec la sortie effective du Royaume-Uni de l'Union,

2/ Plutôt qu'une date d'entrée unique pour toute la classe d'actif, un calendrier progressif de mise en œuvre de l'obligation (*phasing*) devrait être préféré en définissant, en consultation avec l'industrie, des critères fonction, par exemple, des statuts juridiques contreparties, des caractéristiques des produits et/ou de leur maturité.

3/ Le maintien de la compensation des positions existantes au sein de CCPs *off-shore* en application du *grandfathering* requiert l'aménagement d'un régime transitoire afin de ne pas pénaliser les intervenants européens du marché assurant la conformité réglementaire aux prescriptions du Règlement EMIR et la performance prudentielles en application du Règlement CRR.

4/ Hormis les conditions trop restrictives d'adhésion à une CCP françaises, le HCJP n'a pas identifié d'obstacles juridiques s'opposant ni à l'édition d'une telle obligation de localisation, ni aux transferts des positions existantes compensées hors de l'UE vers la France. La France doit cependant engager rapidement une réflexion sur l'assouplissement de sa réglementation de ces conditions d'adhésion à une CCP.

¹ Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissements et modifiant le règlement (UE) n°648/2012.



5/ Le contexte du Brexit et la nature des opérations de dérivés de taux d'intérêt constituent des éléments favorables à la promotion du Droit français comme droit applicable à la compensation de ces opérations dans une CCP française. À défaut, le schéma mis en place par LCH SA pour son offre CDS, recourant de manière duale au droit anglais et au Droit français, pourrait constituer un précédent utile.

6/ S'agissant de la compétence des juridictions françaises, le HCJP réaffirme les analyses et conclusions du Rapport sur les implications du Brexit dans le domaine de la coopération judiciaire en matière civile et commerciale du 30 janvier 2017. Les recommandations qui y sont faites pour moderniser les juridictions françaises doivent être mises en œuvre et serviront utilement à faire la promotion de la compétence exclusive des tribunaux français pour trancher les litiges relatifs à cette compensation lorsqu'elle est assurée par une QCCP française, et ce quel que soit le Droit applicable.

NB. L'ensemble de ces recommandations et avis sont sujets à révision en fonction de l'évolution des discussions entre le Royaume-Uni et l'Union sur les conditions du Brexit.

Le marché des dérivés de taux d'intérêt dans l'Union européenne («UE»), est aujourd'hui dominé par le Royaume Uni. La Place financière de Londres concentre ainsi plus de 80% du volume des 1500 milliards de dollars d'encours de dérivés de taux d'intérêt échangés dans l'UE².

Concernant les dérivés de taux d'intérêt négociés de gré à gré (ou «OTC»)³, la quasi-totalité des opérations de compensation sont aujourd'hui effectuées par LCH Limited à Londres⁴. Son service SwapClear compense ainsi près de 99% des swaps de taux d'intérêt OTC dans l'UE⁵. Sur le continent, Eurex Clearing AG, au sein d'Eurex à Francfort, BME Clearing en Espagne, Nasdaq Clearing AB en Suède et KDPW en Pologne assurent la compensation d'une part résiduelle de cette catégorie de produits⁶.

2 Banque des Règlements Internationaux (BIS), « *Trenial Central Bank Survey, OTC interest rate derivatives turnover in April 2016* », p. 11

3 Les négociations de gré à gré représentent près de 90% du marché de la négociation de dérivés en Europe (Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), « *Risk assessment on temporary exclusion of exchange traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR* », 4 avril 2016, pages 7 et suivantes). En conséquence, le présent avis se concentre essentiellement sur cette catégorie de produits.

4 Les statistiques relatives aux volumes d'opérations compensées par SwapClear sont disponibles à l'adresse suivante : <http://www.lch.com/fr/asset-classes/otc-interest-rate-derivatives/volumes/daily-volumes-swapclear-global>.

5 Vivien Levy-Garboua, *L'organisation des infrastructures de marché en Europe, Rapport à la Directive Générale du Trésor*, Octobre 2016, page 24.

6 ESMA, « *Risk assessment on temporary exclusion of exchange traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR* », précité, page 12 ; « *Public Register for the Clearing Obligation under EMIR* », mis à jour au 8 février 2017 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/public_register_for_the_clearing_obligation_under_emir.pdf.



À l'heure actuelle 20 banques allemandes et 15 banques françaises sont adhérentes de QCCPs localisées à Londres⁷.

Plus de 30 % des volumes des opérations sur dérivés de taux d'intérêt OTC compensées par SwapClear sont libellés en euros⁸, contre seulement 9,1% pour la livre sterling. Les autres devises européennes représentent un montant résiduel des volumes.

En ce qui concerne le cadre réglementaire applicable au sein de l'UE à la compensation de dérivés de taux d'intérêt OTC, celui-ci résulte aujourd'hui essentiellement de la mise en œuvre du règlement européen n°648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR), publié au Journal Officiel de l'UE le 27 juillet 2012 et entré en vigueur le 16 août 2012 (le «**Règlement EMIR**» ou «**EMIR**») et de ses textes d'application. En particulier, la compensation de dérivés de taux d'intérêt OTC libellés en euros⁹, au sein de QCCPs est obligatoire¹⁰ pour les instruments suivants¹¹: (i) les *swaps* de taux d'intérêt fixes contre variable, (ii) les *swaps* de base, (iii) les contrats à terme de taux (dits «**FRAs**» pour *forward rate agreements*), et (iv) les *swaps* indexés sur taux à un jour¹².

Quant aux QCCPs autorisées à compenser ces catégories de produits, elles doivent être agréées par une autorité compétente dans un État Membre de l'UE et sont soumises à des exigences opérationnelles (actionnariat, gouvernance...), de bonne conduite (obligation de transparence et de ségrégation des actifs et positions...) et prudentielles (gestion des expositions, gestion des appels de marge, exigences en matière de collatéral, fonds de garantie...) harmonisées au sein de l'UE par le Règlement EMIR¹³. L'European securities and markets authority («**ESMA**») tient un registre à jour de ces QCCPs, sur laquelle figure notamment LCH Limited¹⁴.

⁷ International Regulatory Strategy Group (IRSG), « *CCPs post-Brexit, Implications for the users of financial markets in the UK and EU 27* », pages 3 et 14.

⁸ Les données sont disponibles sur le site de la LCH, section SwapClear à l'adresse précitée.

⁹ L'obligation de compensation de dérivés de taux d'intérêts s'applique également à des produits libellés en livres sterling, en yen japonais, en dollar, en devises polonaises, norvégienne et suédoises selon les modalités prévues par le Règlement (UE) 2015/2205 précité et par le Règlement (UE) 2016/1178 de la Commission du 10 juin 2016 complétant le Règlement (UE) 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne l'obligation de compensation.

¹⁰ L'obligation de compensation auprès d'une chambre centrale de compensation agréée s'applique aux contreparties non financières au-delà d'un certain seuil de compensation et aux contreparties financières situées dans l'UE mais également aux contreparties établies dans des pays tiers lorsque le contrat concerné a un effet direct, substantiel et prévisible dans l'Union (articles 4 et 10 du Règlement EMIR).

¹¹ Le calendrier de mise en œuvre de cette obligation est progressif et s'échelonne depuis le 21 juin 2016 au 21 décembre 2018.

¹² Règlement Délégué (UE) 2015/2205 de la Commission du 6 août 2015 complétant le règlement (UE) 648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne l'obligation de compensation, Annexe.

¹³ Articles 14 à 50 d du Règlement EMIR.

¹⁴ Article 22 §4 du Règlement EMIR.



Mais le statut de QCCP n'est pas réservé aux seules CCPs de l'UE. L'ESMA est habilitée à reconnaître dans l'UE des CCPs *off-shore*, c'est-à-dire établies dans un pays tiers¹⁵, dès lors que la Commission européenne a adopté une décision d'équivalence concernant le régime réglementaire des contreparties centrales du pays tiers concerné. La Commission a pris de telles décisions d'équivalence d'ores et déjà pour les États-Unis, le Canada, la Suisse, l'Afrique du Sud, le Mexique et la Corée du Sud. Dès cette reconnaissance, ces CCPs *off-shore* peuvent fournir des services de compensation sur le territoire de l'UE. Les acteurs du marché peuvent alors faire appel à elles pour compenser leurs opérations de dérivés OTC, comme l'exige la législation de l'Union, mais sans que ces CCPs n'aient à se soumettre à une autre réglementation et à une autre supervision que celles de leur juridiction d'origine. Les contreparties centrales reconnues dans le cadre du processus EMIR obtiennent également le statut de contreparties éligibles «QCCP» dans toute l'UE en vertu du Règlement CRR relatif aux exigences de fonds propres¹⁶. Cela signifie que les établissements de l'UE peuvent appliquer à leurs expositions sur ces QCCPs une pondération de risque moins élevée lors du calcul de leurs fonds propres réglementaires.

La perspective de la sortie du Royaume-Uni de l'UE («**Brexit**») programmée d'ici le mois de mars 2019, est susceptible d'engendrer de profondes modifications dans le fonctionnement actuel du marché de la compensation des produits dérivés.

En effet, dans la mesure où le Royaume-Uni ne sera plus membre de l'UE, et sous réserve d'éventuels accords transitoires et modalités de coopération futures négociées entre les autorités britanniques et européennes, il est possible qu'à l'issue du Brexit les CCPs situées à Londres ne soient plus reconnues en qualité de QCCPs au sens des Règlements EMIR et CRR. Indépendamment de la question de savoir si la réglementation anglaise est, ou sera, jugée par la Commission européenne «équivalente» à celle de l'Union, en l'absence d'un accord transitoire, le Royaume-Uni ne sera pas avant un Brexit formel en position de bénéficier des régimes d'équivalence. Ce régime n'est ouvert qu'aux pays tiers. Aucune des CCPs londoniennes ne sera non plus en mesure avant un Brexit formel de solliciter de l'ESMA une reconnaissance conditionnant l'octroi du statut de QCCP.

Les enjeux juridiques de la perte du statut de QCCPs pour les CCPs situées à Londres, et plus particulièrement pour LCH Limited, sont probablement difficiles à cartographier de manière complète. Mais il est au moins acquis que cette situation entraînerait l'obligation pour les participants de marché soumis au Règlement EMIR de déplacer la compensation des dérivés de taux d'intérêt, pour lesquels une obligation de compensation centrale est édictée par la réglementation européenne, au sein de QCCP, européennes ou étrangères (par exemple américaines puisque certaines se sont vues accorder ce statut par l'ESMA). Au-delà des risques réglementaires liés à la violation des

¹⁵ Article 25 du Règlement EMIR. L'ESMA a ainsi reconnu l'équivalence d'une quarantaine de chambres de compensation de pays tiers dont la liste peut être consultée à l'adresse suivante : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/list_of_applicants_tc-CCP.pdf.

¹⁶ Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissements et modifiant le règlement (UE) n°648/2012.



prescriptions du Règlement EMIR le défaut d'un tel transfert soumettrait les établissements de crédit et les entreprises d'investissement à des règles prudentielles très défavorables au regard du Règlement CRR, au titre de leurs expositions sur ces CCPs, s'ils continuaient à compenser leurs opérations sur dérivés de taux d'intérêt au sein d'une CCP n'ayant pas le statut de QCCP¹⁷. Cette situation à elle seule, indépendamment de la prescription d'une compensation obligatoire dans l'UE, devrait les inciter à relocaliser la compensation de leurs opérations sur le territoire de l'UE ou au sein d'une QCCP américaine.

Il convient cependant, pour être complet, de préciser que le Règlement CRR (article 497) prévoit un régime de transition dont bénéficient les CCPs d'État tiers et qui leur permet de bénéficier du traitement de QCCPs pour les besoins du CRR ce alors même qu'elles ne sont pas encore reconnues. Ce régime de « transition » qui ne vaut que pour le CRR, était initialement censé être de 15 mois, mais a déjà été renouvelée 4 fois par la Commission...

Sans hypothéquer les termes d'un éventuel accord de transition entre le Royaume-Uni et l'UE, la compensation hors de l'UE a récemment attiré l'attention de nombreux commentateurs se faisant l'écho des enjeux importants de souveraineté et de sécurité attachés à la localisation de ces services dans l'Union. Au plan de la souveraineté c'est essentiellement vrai pour la compensation des opérations sur titres souverains de l'UE, et en particulier du marché des repos y relatif. Et s'agissant de la sécurité, il s'agit de relever que les CCPs opérant en monnaie banque centrale (plutôt qu'en monnaie banque commerciale) présentent une supériorité indéniable au regard de la gestion du risque systémique. En effet, une CCP dans cette hypothèse est en mesure de dénouer l'ensemble des «jambes» monétaires de toutes les opérations compensées en son sein, et peut bénéficier, en cas d'urgence, et sur décision du Conseil des Gouverneurs, au refinancement auprès de la banque centrale d'émission (dans la limite de son collatéral éligible disponible)¹⁸; en revanche une CCP opérant hors de la zone monétaire de la devise des instruments financiers qu'elle compense ne peut en principe se procurer cette devise que via des accords commerciaux avec des établissements de crédit de la zone concernée qui demeurent potentiellement sujets à résolution ou faillite. Ce double constat a amené à une réflexion de plusieurs régulateurs européens sur la question de savoir s'il serait utile de modifier la réglementation européenne pour imposer la compensation de certaines opérations dans des QCCPs localisées dans l'UE ou présentant des caractéristiques susceptibles de répondre de manière satisfaisante aux enjeux décrits ci-dessus.

Dans les deux cas (perte de statut de QCCP et/ou règle prescrivant la compensation dans l'UE des dérivés de taux d'intérêt¹⁹), il est donc envisageable que les marchés et leurs opérateurs soient conduits post Brexit

¹⁷ Voir en particulier les articles 300 et suivants du Règlement CRR.

¹⁸ Par ailleurs, seules les CCP ayant le statut d'établissement de crédit peuvent bénéficier de facilités de crédit «de routine» auprès de la banque centrale, contre remise de collatéral éligible. Les deux choses ne sont pas nécessairement liées.

¹⁹ La perte du statut de QCCPs par toutes les CCPs anglaises est, au moins temporairement dès l'entrée en vigueur du Brexit et sauf accord de transition, un fait a priori inéluctable. Mais cette perte est sans lien avec la question de savoir si, par ailleurs, l'UE décidait de mettre en œuvre ou pas une obligation de localisation de la compensation.



à procéder à des transferts massifs de flux d'opérations actuellement compensées à Londres, vers l'UE.

Il n'entrerait pas dans les missions du HCJP de se prononcer sur l'opportunité ou le caractère adéquat de l'édiction d'une telle règle. Il est de même prématuré à ce stade, alors que le chantier de la révision du Règlement EMIR est en cours et que le projet de Règlement sur le rétablissement et la résolution des CCPs est encore en consultation, d'évaluer les chances d'une telle règle d'être édictée. On se contentera par conséquent pour les besoins de ces travaux de considérer qu'une telle règle est possible et, en la prenant pour hypothèse, d'examiner (i) si l'imposition du transfert de toutes les opérations en cours compensées hors de l'UE vers des QCCP localisées dans l'UE, est une condition nécessaire à l'édiction de cette règle; et (ii) si de tels transferts sont possibles juridiquement, et (iii) s'ils sont réalisables en pratique et, si oui, de quelle manière.

Dans ce contexte, la Banque de France, dans le cadre de l'animation du Groupe Infrastructures de Place, a confié, le 12 janvier 2017, au HCJP le soin d'examiner une liste de questions juridiques qui lui paraissaient essentielles pour évaluer la faisabilité juridique du développement de cette nouvelle activité sur le continent et plus particulièrement à Paris. La Banque de France a exprimé le souhait de recevoir un avis du HCJP sur ces questions d'ici fin mars 2017.

Les questions posées au HCJP portaient sur trois axes : (i) l'examen de la faisabilité juridique du rapatriement sur le continent, et plus particulièrement à Paris, de transactions sur les dérivés de taux compensés aujourd'hui à Londres, (ii) la possibilité de promouvoir l'utilisation du Droit français dans les transactions sur dérivés de taux, et (iii) l'opportunité d'imposer le recours à une juridiction française dans le cadre de litiges sur la compensation des dérivés de taux.



1 - Gestion de la phase de transition	11
1.1 - Première question : Dans quelle mesure, d'un point de vue juridique, un transfert des positions d'une chambre de compensation <i>off-shore</i> à une autre chambre de compensation située dans l'UE constitue un corollaire à une obligation de localisation de la compensation, si elle était édictée ?	11
1.2 - Deuxième question : Existe-t-il un enjeu juridique qui motiverait qu'un transfert des positions compensées soit opéré si une obligation de localisation de la compensation des transactions était édictée ?	12
1.3 - Troisième question : Existe-t-il ou non d'éventuels obstacles juridiques pour procéder à un tel transfert de Londres à Paris, entre ceux CCPS ?	14
1.4 - Quatrième question : Existe-t-il des obstacles juridiques qui pourraient entraver la participation dans une CCP française des membres compensateurs actuellement actifs dans une CCP londonienne ?	21
1.5 - Cinquième question : Existe-t-il d'éventuels obstacles fiscaux au transfert des positions des membres compensateurs ?	23
1.6 - Sixième question : Le dispositif juridique français comporte-t-il des dispositions spécifiques problématiques, qui constitueraient un obstacle au transfert sur la Place de Paris (quand de tels obstacles n'existeraient pas notamment dans d'autres droits européens, dont le droit allemand et le droit néerlandais) ?	24
1.7 - Septième question : Autres sujets que le HCJP a jugé opportun d'analyser sur le sujet de la phase de transition dans la perspective du développement d'une offre de dérivés de taux à Paris ?	24
2 - Utilisation du droit français sur les marchés dérivés	25
2.1 - Première question : Quels sont les avantages apportés par l'introduction du droit français dans les contrats-cadres portant sur les dérivés de taux ?.....	25
2.2 - Deuxième question : Existe-il un enjeu stratégique à promouvoir l'usage du droit français dans le cadre de ces contrats-cadres ?.....	28
2.3 - Troisième question : En ce qui concerne les transactions listées, quelle est la pratique en termes d'usage du droit français ? Est-elle systématique ou fait-elle l'objet d'exceptions ? Quelle stratégie juridique promouvoir en la matière ?	29



2.4 - Quatrième question : Est-il réaliste de faire valoir l'usage du droit français pour les contrats-cadres pour les contreparties françaises comme pour les contreparties européennes et internationales ?.....	29
2.5 - Cinquième question : Le droit français est-il adapté pour un tel usage ou comporte-il des dispositions qui entravent son usage à l'international ?.....	30
2.6 - Sixième question : Quelle pourrait être la stratégie adoptée par la Place de Francfort en la matière ?.....	30
2.7 - Septième question : Quels seraient les avantages/inconvénients à offrir une possibilité de choix entre le droit français et le droit anglais, notamment à l'intention des clients corporate ?.....	30
2.8 - Huitième question : Autres sujets que le HCJP a jugés opportun d'analyser sur le sujet d'utilisation du droit français dans les transactions sur dérivés dans la perspective du développement d'une offre de dérivés de taux à Paris.....	30
3 - Opportunité d'imposer le recours à une juridiction française dans le cadre des litiges	31
3.1 - Première question : Dans quelle mesure la compétence des tribunaux français revêt-elle un caractère stratégique ?.....	31
3.2 - Deuxième question : Existe-il des obstacles à instaurer la compétence des tribunaux de Paris dans les litiges sur la compensation et la négociation de contrats de dérivés de taux notamment dans l'hypothèse où ces contrats restaient sous droit étranger ?.....	32
3.3 - Troisième question : Une telle disposition a-t-elle des précédents, au-delà de celui des CDS compensés à Paris ?.....	33
3.4 - Quatrième question : Doit-on envisager une double compétence, celles des tribunaux parisiens et de Londres ? Pourquoi ?.....	34
3.5 - Cinquième question : Quelle pourrait-être la stratégie de Francfort en la matière ? Celle d'Amsterdam ?.....	34
3.6 - Sixième question : Quelle serait la capacité des Tribunaux de Paris, Francfort et Amsterdam à analyser les contrats en droit anglais des CCPS ? Les Tribunaux de Paris sont-ils confrontés à des problématiques particulières, notamment au regard de l'usage de la langue anglaise ? Quel serait le moyen de lever ces obstacles le cas échéant ?.....	34
3.7 - Septième question : Autres sujets que le HCJP a jugés opportun d'analyser sur le sujet du recours à une juridiction française dans la perspective du développement d'une offre de dérivés de taux à Paris?.....	35



Le HCJP a constitué un groupe de travail «**Brexit et infrastructures de marché**» présidé par Alban CAILLEMER DU FERRAGE (composition en [Annexe 1](#)), afin d'examiner les questions posées par la Banque de France dans sa note de saisine.

Le groupe de travail a tenu quatre réunions, les 19 janvier, 1^{er} février, 23 février et 8 mars 2017.

Il a auditionné, le 23 février 2017, plusieurs membres des directions juridiques des établissements financiers français et étrangers actifs sur la Place de Paris (liste des personnes auditionnées en [Annexe 1](#)). Celles-ci ont accepté de présenter leurs points de vue sur les questions qui leur ont été posées (liste en [Annexe 3](#)). Ces opinions sont restituées dans le présent avis.

Les juristes auditionnés ont souhaité faire part du fait, et que soit consigné dans ce rapport, que leurs réponses étaient faites sous la réserve des incertitudes planant encore sur les conditions du Brexit et sur le périmètre d'une éventuelle obligation de compensation dans l'UE. Ils ont par exemple fait valoir que si l'obligation de compensation dans l'UE devait ne concerner que les établissements établis dans l'Union, ces établissements pourraient être défavorisés par une telle règle si leurs concurrents étrangers concluant ces mêmes opérations étaient en mesure d'offrir à leurs clients des conditions de négociation plus favorables car intégrant des coûts de compensation moindres hors de l'UE. Il leur paraissait donc nécessaire qu'une clarification soit apportée rapidement sur les *scénarii* envisagés par les autorités européennes.

Les personnes auditionnées ont également exprimé le souhait que, dans la mesure du possible au regard de ses contraintes de calendrier, la Banque de France dans le cadre de ses consultations puissent recevoir ensemble les acteurs opérationnels et les juristes. Il a également été convenu de leur en donner acte dans ce rapport.

Les réponses apportées aux questions posées par la Banque de France traitent ici uniquement des enjeux juridiques et n'abordent pas les aspects économiques, financiers ou politiques de cette question complexe.

À l'issue de ses travaux, le groupe de travail a soumis au HCJP réuni en formation plénière le 27 mars 2017, ses propositions de réponses.

Un résumé des recommandations du groupe de travail figure à la fin du présent avis.

Le HCJP a approuvé l'avis préparé par le groupe de travail lors de sa réunion plénière du 27 mars 2017.



1 - Gestion de la phase de transition

1.1 - Première question : Dans quelle mesure, d'un point de vue juridique, un transfert des positions d'une chambre de compensation *off-shore* à une autre chambre de compensation située dans l'UE constitue un corollaire à une obligation de localisation de la compensation, si elle était édictée ?

À l'issue de leurs travaux il ne semble pas aux membres du HCJP que le transfert des opérations en cours soit un corollaire nécessaire à une obligation de localisation de la compensation dans l'UE, même si un tel transfert est concevable au plan juridique.

L'obligation de localisation de la compensation des opérations sur dérivés de taux d'intérêt libellés en devises de l'UE, peut théoriquement prendre deux formes principales alternatives²⁰.

- Il pourrait tout d'abord être envisagé que l'obligation de compensation au sein de l'UE soit imposée pour toutes les opérations sur dérivés de taux d'intérêt libellées en Euros (existantes et nouvelles) à compter d'une date donnée ou dans le cadre d'un séquençage ou « *phasing* » prévoyant un calendrier progressif de mise en œuvre selon des critères à définir (en fonction, par exemple, des catégories de contreparties, des catégories de contrats et/ou des dates de maturité des opérations, etc.). Si l'obligation de compensation était édictée par les autorités européennes substantiellement dans ces termes, quelle que soit sa date d'entrée en vigueur, il serait obligatoire pour les intervenants de marché de procéder à un transfert de toutes leurs positions existantes compensées dans une CCP *off-shore* vers une ou plusieurs autres QCCPs situées dans l'UE.

À l'issue d'un tel transfert, l'ensemble des opérations de dérivés de taux d'intérêt des assujettis à l'obligation se trouveraient soumises aux mêmes règles de compensation d'une QCCP de l'Union soumise au Règlement EMIR et surveillée de manière adéquate par les régulateurs de l'UE. Ainsi qu'il est exposé au point 1.3 ci-après, il existe en Droit deux manières de transférer ainsi des positions «ouvertes» de produits dérivés d'une CCP à une autre.

- Alternativement, il pourrait être envisagé que l'obligation de compensation au sein de l'UE ne soit imposée que pour les opérations nouvelles conclues à compter d'une date donnée, ou d'une série de dates séquençées dans le temps selon le même type de critères que ceux évoqués ci-dessus. Une disposition de la loi prévoyant une clause de grand-père (ou « *grandfathering* ») pourrait laisser subsister, définitivement (c'est-à-dire jusqu'à leur maturité) ou pour une certaine période donnant

²⁰ Le groupe de travail a considéré que les deux options détaillées ci-après sont celles qui devraient le plus vraisemblablement être explorées par les autorités européennes. Ceci étant dit, il ne peut être exclu que d'autres schémas soient envisagés dans le cadre de la négociation de la sortie du Royaume Uni de l'UE.



aux intervenants de marché le temps de s'organiser, les opérations en cours dans la CCP où elles sont actuellement valablement compensées, et ce en dépit de la survenance du Brexit. Un transfert de ces positions au sein d'une QCCP de l'UE ne serait donc pas rendu obligatoire.

Dans ce schéma évidemment, deux régimes juridiques distincts de compensation des opérations sur dérivés de taux d'intérêt libellés en devises de l'UE coexisteraient. Les opérations en cours à la date d'entrée en vigueur de la règle continueraient d'être compensées dans la CCP *off-shore* jusqu'à leur maturité ou leur liquidation. En revanche, la compensation de toute opération conclue après la date d'entrée en vigueur de l'obligation, devrait obligatoirement être effectuée au sein d'une QCCP de l'Union.

Le HCJP n'a pas identifié de problématique juridique liée à cette coexistence de deux régimes de compensation pour une même catégorie d'instruments financiers, selon leur date de conclusion.

L'arrivée progressive à maturité des opérations existantes entraînera mécaniquement l'attrition du portefeuille des opérations compensées hors de l'Union. On objectera que s'agissant d'opérations long terme²¹, les choses pourraient prendre très longtemps. Il semble cependant aux membres du HCJP que cette situation n'aura pas, dans les faits, vocation à perdurer. En effet, les opérateurs de marché ont une très forte incitation à regrouper au sein d'une même CCP le plus grand nombre de leurs opérations. Par le jeu de la compensation des valeurs de marchés négatives de certaines d'entre elles, avec les valeurs de marché positives des autres, leurs exigences nettes de collatéral se trouvent nécessairement réduites par cette concentration au sein d'une même CCP. Il est donc anticipé qu'à terme plus ou moins rapproché, en fonction de ses activités nouvelles, chaque professionnel atteigne ce point d'équilibre où il deviendra antiéconomique de maintenir deux *books* distincts de compensation dans deux CCP pour la même classe d'actifs, et ce même considération prise du coût associé au transfert des positions vers la nouvelle CCP.

1.2 - Deuxième question : Existe-il un enjeu juridique qui motiverait qu'un transfert des positions compensées soit opéré si une obligation de localisation de la compensation des transactions était édictée ?

Sans revenir ici sur les enjeux de souveraineté et de contrôle du risque de liquidité évoqués plus haut, il semble aux membres du HCJP que les enjeux juridiques, entendu au sens large du mot, sont de deux ordres, selon que l'on considère cette question sous l'angle du régulateur ou des utilisateurs, c'est à dire (i) de la supervision, ou (ii) de la reconnaissance d'équivalence et du traitement prudentiel.

- **Au plan de la supervision.** L'examen de cette question est compliqué par le fait que les conditions du Brexit soient encore incertaines. Considérons seulement l'état actuel de la réglementation.

²¹ La durée de certains contrats peut dépasser 10 ans.



Une entité établie dans un État Membre ne peut aujourd'hui fournir de services de compensation qu'à la condition d'être autorisée et supervisée dans l'UE. L'autorisation et la supervision des QCCPs de l'Union ressortent des compétences des autorités nationales. En France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution («ACPR»), l'Autorité des marchés financiers («AMF») et la Banque de France assurent ces missions. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre est le régulateur compétent.

En outre, il existe aujourd'hui au sein de l'UE, notamment via l'ESMA, un système général de coopération de la surveillance QCCPs de l'Union, entre régulateurs nationaux. En particulier, le Règlement EMIR a instauré la création de collèges de supervision composés de plusieurs régulateurs nationaux qui fournissent un avis sur l'agrément des CCP dans chacun des États membres de l'UE²². Des normes techniques de réglementation ont été adoptées afin d'organiser le fonctionnement de ces collèges²³. Le Règlement EMIR prévoit enfin une obligation de coopération entre les régulateurs de chacun des États Membres avec l'ESMA concernant la supervision des QCCPs²³.

Dans l'hypothèse d'un scénario de Brexit «dur», c'est-à-dire non assorti d'accord entre le Royaume-Uni et l'UE, il apparaît difficilement envisageable que ces formes de coopération soient maintenues. Or, les CCPs font peser sur nos économies un risque systémique qui justifie les contraintes de leur régime de supervision et l'importance de ces contrôles. Sauf à ce que les CCPs anglaises s'y soumettent volontairement, à supposer qu'elles le puissent et n'en soient pas empêchées par des dispositions du type «loi de blocage», les régulateurs de l'UE perdront tout accès, non seulement, à la supervision des CCP anglaises mais également à l'information sur la nature exacte, le contenu précis et la taille des flux pourtant systémiques pour l'UE qu'elles compensent.

- ***Au plan de la reconnaissance d'équivalence et du traitement prudentiel.*** Considérée cette fois sous l'angle des utilisateurs, cette question requiert elle aussi de repartir de l'état de la réglementation actuelle.

Dans l'hypothèse d'un Brexit «non coordonné», il n'est pas non plus déraisonnable d'anticiper que toutes les CCPs du Royaume-Uni perdront le statut de QCCPs, au moins temporairement, le temps que le Royaume-Uni sollicite et obtienne sa reconnaissance d'équivalence de la Commission européenne puis qu'ensuite l'ESMA reconnaisse individuellement la CCP. Dans l'intervalle, tous les établissements de l'Union assujettis aux prescriptions des Règlements EMIR et CRR feront face à un risque considérable puisque l'ensemble des opérations compensées au Royaume-Uni ne pourront plus (i) ni être considérées comme conformes aux prescriptions du Règlement EMIR, (ii) ni permettre de bénéficier des économies de fonds propres considérables réservées au traitement des expositions sur les seules QCCPs. S'en suivent essentiellement deux types de conséquences.

²² Articles 17 et 19 du Règlement EMIR.

²³ Règlement Délégué (UE) N° 876/2013 de la Commission du 28 mai 2013 complétant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes techniques de réglementation régissant les collèges pour contreparties centrales.



Les établissements non conformes s'exposent à des sanctions pour violation de l'obligation de compensation et à des demandes en comblement de fonds propres.

La conséquence prudentielle pourrait cependant être atténuée si le régime « transitoire » de l'article 497 de CRR décrit plus haut, et permettant aux CCPs *off-shore* de bénéficier du traitement des QCCPs pour les besoins du CRR, était à nouveau prolongé.

1.3 - Troisième question : Existe-il ou non d'éventuels obstacles juridiques pour procéder à un tel transfert de Londres à Paris, entre deux CCPs ?

Le HCJP n'a, sous réserve de la question des règles d'adhésion à une CCP française²⁴, relevé aucun obstacle juridique majeur, sur le plan théorique, pour effectuer un transfert de positions existantes de Londres à Paris entre deux CCPs.

Il n'existe que deux manières de procéder au transfert d'une position « ouverte » sur dérivé d'une CCP à une autre. La spécificité des instruments financiers dérivés réside dans le fait qu'il s'agit de contrats synallagmatiques à exécution successive, donnant donc lieu à des paiements réciproques ou des échanges réguliers entre les deux contreparties et ce sur des horizons souvent très longs²⁵.

1.3.1 - Il peut tout d'abord être envisagé d'effectuer une cession de contrats. Le Droit français connaît ce concept de transfert combiné de droits et d'obligations.

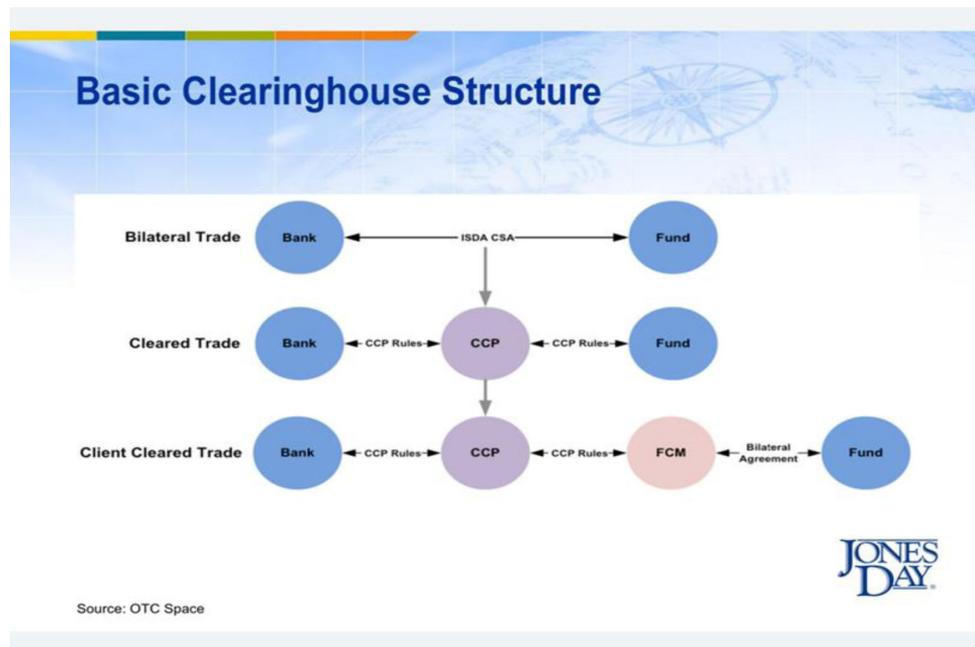
Sur cette question, le HCJP s'est attaché à identifier ce que devraient être les principales étapes de mise en œuvre d'un tel transfert et les problématiques juridiques associées.

Un projet de transfert d'une telle ampleur n'a pas de précédent connu sur le marché. L'expérience des membres du HCJP et les travaux de certains sur des projets approchant, conçus pour des opérateurs de la Place, amènent à estimer à deux ans au moins le délai de réalisation d'une telle opération, en prenant pour hypothèse la coopération intégrale de toutes les parties en présence. On peut détailler les principales étapes d'un transfert de ce type de la manière suivante :

1/ « Mapping » des adhésions. Il est impossible d'imaginer de transférer des opérations de produits dérivés d'une CCP à une autre sans que les deux CCPs concernées – celle expéditrice des flux et celle destinataire – aient des adhérents compensateurs identiques ou à tout le moins se recoupant très largement (la compensation indirecte dite « *indirect clearing* » étant concevable sur le plan théorique mais moins performante au plan économique). On se représentera sans doute mieux cette contrainte avec le schéma qui suit :

²⁴ Se référer sur ce point à la réponse à la question quatre ci-dessous.

²⁵ En pratique, les contrats peuvent être conclus sur de longues durées (10 ans et plus).



Sauf cas très particulier des opérations de produits dérivés conclues sur des marchés organisés, une opération de produit dérivé sur taux d'intérêt est initialement le plus souvent conclue de manière bilatérale de gré à gré, c'est-à-dire entre deux contreparties convenant librement des modalités de leurs contrats. Lorsque leur opération présente certaines caractéristiques (relatives à son sous-jacent, à sa standardisation, à sa liquidité, etc.), la réglementation européenne impose qu'elle soit, dans un délai quasi-immédiat après sa conclusion, soumise à une CCP pour admission à ses opérations de compensation. Si aucune CCP n'accepte l'opération – et elles sont souveraines pour les accepter ou non – l'opération devra alors être résiliée et la loi européenne interdit sa survie dans la forme bilatérale OTC. Lorsqu'une CCP en revanche accepte à la compensation une opération de produit dérivé qui, jusque-là, était bilatérale, l'opération est intégrée à la CCP par novation. C'est-à-dire que la CCP s'interpose entre les deux contreparties initiales, pour devenir le vendeur de l'acheteur et l'acheteur du vendeur. Appliqué à la matière des opérations de produits dérivés de taux d'intérêt, la CCP devient le payeur du taux variable pour la contrepartie payant le taux fixe et elle devient le payeur du taux fixe pour celle payant le taux variable. Une fois «novée» dans la CCP, l'opération initiale quant à elle disparaît purement et simplement.

Selon que les contreparties initiales à l'opération sont adhérentes de la CCP acceptant l'opération ou non (c'est souvent le cas pour les opérations conclues entre les plus grands établissements bancaires par exemple), elles deviendront donc contreparties directes de la CCP ou bien devront au contraire recourir aux services d'une autre personne, adhérent-



compensateur de cette CCP (cette personne est désignée comme le «FCM», pour *futures commission merchant*, dans le schéma ci-dessus) qui se chargera moyennant rémunération de procéder pour leur compte à l'ensemble des opérations nécessaires à l'admission de la transaction dans la CCP. On comprend de qui précède qu'une CCP ne peut compenser des opérations de produits dérivés de taux que s'il existe deux parties, l'une payant le taux fixe et l'autre le taux variable, entre lesquelles elle s'interpose. Pour qu'une opération soit transférée d'une CCP à une autre, il faut donc que ces deux parties ou leurs adhérents-compensateurs respectifs, selon le cas, soient tous deux membres de chacune des deux CCPs pour expédier et recevoir la transaction.

Or, les conditions d'adhésion à une CCP en France sont plus restrictives que celles régissant l'adhésion à une CCP en Allemagne ou aux Pays-Bas.

En Allemagne, il n'y a pas de critères imposés par la loi et chaque CCP est à titre principal responsable de la fixation de ses conditions d'adhésion. C'est notamment le cas d'Eurex qui dispose dans l'UE d'une offre de compensation des dérivés de taux. Eurex distingue plusieurs catégories de membres, selon les opérations compensées et les risques importés dans la CCP. Elle admet notamment l'adhésion directe des compagnies d'assurance et de réassurance ou des OPCVM (UCITS) et autres fonds.

Aux Pays-Bas, la loi impose seulement que les critères d'admission soient clairs, objectifs et connus de tous.

On ne peut exclure que compte tenu du caractère plus restrictif des conditions imposées par la réglementation française, les transferts soient beaucoup plus difficiles à opérer d'une CCP du Royaume-Uni vers la France que vers l'Allemagne ou les Pays-Bas. Le HCJP identifie donc là un premier obstacle juridique à traiter.

On objectera que cet obstacle n'est pas incontournable. Certes, on pourrait imaginer que le membre adhérent de la CCP expéditrice au Royaume-Uni qui ne serait pas / ne pourrait pas être membre de la CCP destinataire en France, recoure au service d'un FCM adhérent de cette dernière pour accepter ses opérations. Ce serait cependant négliger la complexité associée à la négociation des conventions de compensation entre les FCMs et leurs clients. Il semble dès lors indispensable aux membres du HCJP que, dans l'optique où cette obligation serait mise en œuvre, la France engage en parallèle un chantier sur l'élargissement des conditions d'admission au *membership* des CCPs françaises.

2/ La question des adhésions traitée, le transfert nécessitera ensuite de procéder aux informations et autorisations réglementaires nécessaires auprès de l'ensemble des superviseurs concernés. Le lancement d'une nouvelle offre de compensation sur une classe d'actifs nouvelle par une CCP française nécessitera l'écriture d'un nouveau «*rule book*» qui devra être approuvé par son collègue de superviseurs. Ces processus d'approbation sont difficilement envisageables en moins de 6 à 9 mois, une fois le «*rule book*» entièrement écrit et l'offre finalisée. S'agissant de dérivés de taux, la CCP devra acquérir les outils de gestion de risques et de valorisation de ces nouveaux instruments. Elle devra également sécuriser la



participation à sa plateforme des principaux *dealers* du marché. À l'instar de ce qui s'est fait pour l'offre CDS de LCH.SA, ces *dealers* assurent la liquidité, la pertinence des prix et la solidité des mécanismes de liquidation des positions en marche normale et en cas de défaillance d'un membre de la CCP.

3/ Il conviendra ensuite d'engager avec les adhérents-compensateurs et les établissements assujettis à l'obligation nouvelle un dialogue individuel et de procéder aux ajustements nécessaires de l'ensemble de **la documentation contractuelle** les unissant à la CCP ou à leur FCM, de sorte à s'assurer que les modalités de ces contrats, en ce compris celles relatives à la collatéralisation des opérations, répondent de manière adéquate aux risques nouveaux créés par l'importation de ces opérations. Même si les conventions d'adhésion aux CCP ne font en principe pas l'objet de négociation et constituent *de facto* une quasi-norme, la technicité et les délais de cette étape ne sont pas à sous-estimer.

4/ Il faut ensuite rédiger un **plan de migration** détaillant toutes les étapes du processus concret des transferts et de la contractualisation entre les deux CCPs et les membres concernés des cessions de contrats et de dettes. En Droit français il existe des instruments juridiques spécifiques aux produits dérivés, prévus aux articles L.211-36 et suivant du Code monétaire et financier, qui seraient dans un univers domestique disponibles pour procéder à de tels transferts. En revanche en Droit anglais, il est impossible de procéder à des cessions de dettes et il faudra recourir à deux novations simultanées pour transférer une opération de produit dérivé. En effet, lorsqu'un dérivé OTC est admis à la compensation par une CCP nous avons dit plus haut qu'il disparaissait et donnait naissance à deux opérations nouvelles : (i) l'une entre la contrepartie payant le taux fixe et la CCP, et (ii) l'autre entre la contrepartie payant le taux variable et la même CCP. Il faut donc bien pour que la CCP d'origine soit remplacée par une nouvelle, que l'on procède non seulement à la novation de la première «jambe» de l'opération, mais également à celle de la seconde. Aucune CCP en effet n'acceptera de ne se faire assigner qu'une des deux jambes de l'opération. Ce reviendrait pour elle à prendre un engagement de payer un taux fixe à l'un de ses membres, sans être assurée de le recevoir simultanément d'un autre de ses membres. À ne pas confondre avec la novation initiale par laquelle les opérations OTC ont été intégrées dans la CCP, ces deux novations devront être mises en œuvre par la conclusion, nécessairement simultanée, de deux contrats tripartites de novation entre les membres des CCP et ces dernières. Ces contrats devront concerner à la fois les obligations financières des membres au titre des opérations elles-mêmes que leurs obligations de collatéralisation relatives auxdites opérations au titre du *rule book* des CCP concernées – il ne peut être exclu que les conditions de collatéralisation n'étant pas exactement identiques d'une CCP à l'autre, les transferts commandent des ajustements significatifs des collatéraux en place. Cette contractualisation devra être standardisée, et les processus de conclusion précisément organisés.



Ces quatre premières étapes peuvent, pour une part, être sans doute réalisées en temps masqué. En revanche, elles devront toutes les trois être achevées pour que commence la migration proprement dite. Il faut estimer à environ un an le délai de mise en place des quatre premières étapes.

5/ La migration elle-même devra commencer par des phases successives de **tests** sur des échantillons d'opérations. Les tests devront également être effectués sur les transferts de collatéraux.

6/ Une fois la phase de tests effectuée et validée par le régulateur et l'ensemble de la documentation contractuelle en place, les **positions pourront être transférées**.

Le HCJP a relevé que si des transferts de positions d'une CCP à une autre ont déjà été effectués par le passé, ils l'ont toujours été dans des contextes très particuliers de fusions / absorptions de CCP entre elles. En conséquence, à aucun moment ne se sont posées les questions nouvelles que le groupe de travail du HCJP a tenté d'aborder ici, puisque dans ces précédents les transferts avaient lieu par transfert universel de patrimoine. Cela ne signifie pas que les étapes réglementaires s'en trouvaient nécessairement simplifiées ou raccourcies ; en revanche ne se posaient ni les problèmes d'adhésion, ni les questions de contractualisation de la novation, ni ceux du transfert des collatéraux. Dans ces précédents, par construction, l'ensemble des parties agissait de concert et l'ensemble des «books» de compensations (et non certaines opérations seulement) étaient transférés. En outre, les transferts opérés concernaient des dérivés négociés sur des marchés financiers, et non des contrats OTC²⁶. Les volumes en cause étaient également significativement inférieurs à ceux en jeu concernant le marché des dérivés de taux d'intérêt qui sont la classe d'actifs représentant aujourd'hui les plus gros encours de tous les marchés financiers confondus, crédits y compris. Enfin, un transfert par novation tel qu'il est décrit ci-dessus suppose une contractualisation tripartite volontaire. C'est-à-dire que la CCP «expéditrice» devra consentir à la conclusion de ces transferts et plus généralement coopérer de la manière la plus totale à l'ensemble des étapes de la migration²⁷.

1.3.2 - Alternativement, il s'agirait d'opérer simultanément (ou en séquence très rapide afin d'éviter toute variation de *mark-to-market*) une «liquidation/conclusion» des opérations en cours.

Concrètement, cela requiert (i) de liquider le contrat initial au sein de la première CCP, et (ii) d'en conclure un nouveau, identique, que l'on fait admettre à la compensation au sein de la nouvelle CCP.

²⁶ Pour un aperçu de précédents se référer au rapport « CCPs post-Brexit - Implications for the users of financial markets in the UK and EU27 », IRSG précité, page 8.

²⁷ Ce qui serait envisageable dans le cas de figure où LCH SA resterait filiale du groupe LSEG.



1/ La ***liquidation de l'opération initiale*** peut théoriquement être effectuée en concluant une opération symétrique (c'est-à-dire «en sens inverse»). Le payeur du taux fixe accepte de conclure une nouvelle opération dans laquelle il paye le taux variable, et le payeur du taux variable accepte de se porter contrepartie à cette nouvelle opération et d'y payer le taux fixe. Si cette nouvelle opération est bien conclue entre les mêmes deux contreparties, dans la forme OTC, une fois novée dans la CCP *off-shore* initiale, ses flux devraient, par compensation, «éteindre» économiquement la première opération et réduire les consommations de collatéral relatives. Au plan juridique, et sauf «compression» du portefeuille par la CCP *off-shore*, il y a bien deux opérations distinctes. Mais au plan économique, plus aucun flux.

2/ Si de manière simultanée à la liquidation de l'opération initiale dans la première CCP, les deux même contreparties concluent ***une nouvelle opération OTC*** dont les modalités sont identiques à celle qu'elles avaient initialement conclue et qu'elles présentent cette nouvelle opération à une QCCP qui l'accepte, elle se trouveront *in fine* parties à une opération de *swap* de taux identique à la présente mais novée dans une QCCP de l'UE supervisée comme telle.

Cette solution nécessitera de trouver un accord ligne à ligne de toutes les contreparties initiales pour réaliser les nouvelles opérations symétriques de liquidation, d'identifier des membres compensateurs au sein de la nouvelle QCCP et de mobiliser les flux financiers nécessaires à la réalisation des opérations.

1.3.3 - La question spécifique du collatéral. Comme l'a identifié la Banque de France dans sa note de saisine, quelle que soit la forme des transferts, leur mise en œuvre impliquerait, au moins de manière temporaire, une double collatéralisation des positions par les participants de marché en raison du fait que les délais de transfert du collatéral seraient plus longs que ceux applicables aux transferts des positions elles-mêmes.

En effet, le collatéral immobilisé au sein de la CCP expéditrice et relatif aux positions existantes, ne pourrait être immédiatement transféré à la QCCP destinataire en raison des contraintes liées aux délais de transferts des marges, alors que les participants de marchés seraient dans le même temps tenus de constituer le collatéral nécessaire à la compensation de leurs opérations d'ores et déjà transférées ou conclues dans la QCCP en application de ses règles de fonctionnement.

Le HCJP a examiné deux hypothèses ou pistes de travail pour pallier cette difficulté. Elles consistent dans la mise en œuvre de deux schémas alternatifs : (i) un système similaire au système de banque centrale correspondante, et (ii) une fiducie.

1/ Sur la mise en œuvre d'un système équivalent au modèle de banque centrale correspondante. Ce système viserait à reconnaître la faculté pour la CCP destinataire des positions existantes d'être valablement couverte par un collatéral constitué auprès de la CCP



expéditrice, selon un schéma similaire au modèle de banque centrale correspondante (en anglais «*correspondent central banking model*» - CCBM)²⁸. La CCP destinataire ne serait alors pas tenue d'appeler du collatéral auprès des participants de marché, ce qui éviterait la double collatéralisation évoquée plus haut. Le collatéral existant au sein de la CCP expéditrice pourrait ensuite être transféré progressivement à la CCP destinataire.

Après réflexion, les membres du HCJP ont cependant identifié des obstacles dirimants à la mise en place d'un tel schéma. Le principal d'entre eux consiste dans le fait que le Règlement EMIR n'autorise pas une QCCP à accepter de compenser des opérations sans détenir elle-même le collatéral associé²⁹. En conséquence, la mise en place du système équivalent au CCBM pour la détention du collatéral nécessiterait de modifier le Règlement EMIR. La modification paraît en outre d'autant plus difficile à concevoir qu'il s'agirait ici de faire détenir le collatéral d'une QCCP de l'UE par une CCP *off-shore* sur lesquels les contrôles seraient par construction limités. Au seul plan pratique, le temps nécessaire à l'entrée en vigueur d'une telle modification du Règlement EMIR apparaît difficilement conciliable avec le calendrier anticipé du Brexit et les délais nécessaires à la mise en place du schéma pour rapatrier les positions sur dérivés de taux d'intérêt au sein de l'Union.

Par ailleurs, le HCJP a relevé que si la CCP expéditrice conservait le collatéral, il serait certainement exigé par les autorités européennes, au regard de l'importance systémique des montants concernés, que le calcul des appels de marges et les modalités de gestion du collatéral soient effectuées conformément au Règlement EMIR. Or, dans la mesure où cette CCP aurait cessé par l'effet du Brexit d'être une QCCP³⁰, cette soumission ne pourrait qu'être volontaire et devrait probablement passer par la situation d'un MoU³¹ avec les superviseurs européens dans lequel des engagements seraient pris au moins pour une période transitoire. Autant de choses qui semblent bien incertaines dans le contexte actuel.

²⁸ Le CCBM précise les conditions dans lesquelles les banques centrales nationales de la zone euro, en coordination avec la Banque Centrale Européenne, ont mis en place un mécanisme de création d'une sûreté éligible aux opérations de crédit de l'Eurosystème détenue par une banque centrale nationale européenne (BCN) pour le compte d'une autre BCN amenée à financer une contrepartie de l'Eurosystème (par exemple, une banque commerciale) établie dans la juridiction du lieu d'établissement de cette autre BCN. Ce mécanisme a été mis en place afin de faciliter l'accès des contreparties de l'Eurosystème aux opérations de refinancement.

Le CCBM est présentée dans un document de la BCE de janvier 2017 intitulé « *Correspondent central banking model (CCBM), Procedures for Eurosystem counterparties* », <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ccbmprocedureeurosystemcounterparties201701.en.pdf>.

²⁹ En particulier, l'article 41 du Règlement EMIR prévoit qu'il appartient à la QCCP d'appeler, de collecter et de gérer les marges.

³⁰ Le groupe de travail a pris pour hypothèse que les transferts ne pourraient être effectués que post-Brexit au regard des contraintes de temps liées à la mise en place des opérations de transferts.

³¹ Memorandum of understanding.



2/ Sur la mise en place d'un schéma de fiducie. Le HCJP a également envisagé la possibilité de recourir à la fiducie. L'idée consisterait à procéder en deux étapes : (i) en transférant le collatéral détenu par la CCP *off-shore* dans une fiducie dont la QCCP de l'UE serait fiduciaire et dont la CCP *off-shore* serait initialement seul bénéficiaire ; puis (ii) en modifiant le bénéficiaire du collatéral au bénéfice de la QCCP de l'UE lors du transfert ou de la conclusion des nouvelles opérations.

L'avantage de cette structure permettait à la CCP *off-shore* et QCCP de l'UE de définir contractuellement de manière très souple, et avec un formalisme minimum, la qualité de bénéficiaire de la fiducie, en fonction du calendrier de transfert des positions – le bénéficiaire étant à tout moment celle des deux CCPs assurant la compensation des opérations collatéralisées.

Ce schéma du point de vue des membres et utilisateurs n'est certes pas neutre en ce que les effets de compensation avec le reste de leurs opérations compensées dans la CCP *off-shore* seront perdus (mais on peut prendre pour hypothèse qu'ayant par ailleurs des opérations compensées dans la QCCP de l'UE, cet impact pourrait être partiellement neutralisé) et que les exigences de collatéral dans la QCCP pourront être plus strictes que dans la CCP *off-shore*. Il évite cependant le risque de double collatéralisation évoqué plus haut puisque par la souplesse du régime de la fiducie et des modalités de modification de son destinataire, le collatéral pourra être transféré à la même vitesse que les opérations auxquelles il se rapporte.

Ceci étant dit, les membres du HCJP ont considéré que les mêmes obstacles que ceux identifiés pour la mise en place d'un système équivalent au modèle de banque centrale correspondante s'opposaient à la fiducie qui semble en l'état du droit positif incompatible avec les prescriptions du Règlement EMIR sur la détention du collatéral par les QCCPs et requiert en toute hypothèse des accords contractuels.

1.4 - Quatrième question : Existe-il des obstacles juridiques qui pourraient entraver la participation dans une CCP française des membres compensateurs actuellement actifs dans une CCP londonienne ?

Le HCJP a relevé que, à l'issue du Brexit, les règles légales et réglementaires d'adhésion des membres compensateurs à une CCP française pourraient empêcher des membres compensateurs actifs dans LCH Limited de devenir membres compensateurs d'une CCP française. Cette observation a déjà été faite plus haut. Il s'agit ici d'en donner le détail des raisons.

L'article L.440-1 du Code monétaire et financier dresse une liste limitative des entités autorisées à adhérer à une CCP française. Parmi celles-ci, sont principalement visés les établissements de crédit et les entreprises d'investissement ayant leur siège social en France, intervenant sur le territoire



français dans le cadre d'un passeport européen, ou dont le siège social ou la direction effective est située dans un État Membre de l'UE ou de l'Espace Économique Européen.

En revanche, l'adhésion des établissements de crédit et des entreprises d'investissement dont le siège social est situé dans un État non partie à l'Espace Économique européen ainsi que celle des personnes morales ayant pour objet principal ou unique la compensation d'instruments financiers et non établies sur le territoire de la France métropolitaine et d'outre-mer est soumise à l'autorisation préalable de l'AMF. Celle-ci s'assure que les organismes concernés sont soumis dans leur État d'origine à des règles d'exercice de l'activité de compensation et de contrôle équivalentes à celles en vigueur en France. L'AMF doit également conclure des accords d'échanges d'informations avec les autorités compétentes de l'État d'origine³².

En application de ces textes, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement britanniques, aujourd'hui membres compensateurs de LCH Limited et intervenant dans la compensation des dérivés de taux d'intérêt libellés en devises de l'UE, seraient tenus d'obtenir une autorisation préalable de l'AMF pour devenir adhérents compensateurs d'une CCP française à l'issue du Brexit. Un accord de coopération spécifique devrait également être conclu entre l'AMF et les autorités britanniques.

En conséquence, les entreprises d'investissement britanniques et les établissements de crédit qui interviennent aujourd'hui comme membres compensateurs d'une CCP britannique dans la compensation des positions existantes sur dérivés de taux d'intérêt libellés en devises de l'UE devront, pour ceux qui ne disposent pas d'une succursale ou d'une filiale dans l'Espace Économique Européen, obtenir une autorisation de l'AMF pour poursuivre cette activité à Paris dans l'hypothèse d'un transfert de ces positions à l'issue du Brexit. À tout le moins, la procédure d'autorisation et de négociation d'un accord entre les autorités françaises et britanniques serait susceptible d'engendrer des délais de nature à retarder la mise en place des transferts des positions existantes si ceux-ci étaient rendus obligatoires par la réglementation européenne.

Par ailleurs, le HCJP souligne qu'une analyse détaillée des règles d'adhésion contractuelles fixées dans les règles de compensation de LCH SA et dans le *rule book* de LCH Limited devrait être menée afin de déterminer si les critères d'adhésion (capital minimum, organisation interne, obligations d'information et d'audit...) prévues pour LCH SA ne contiennent pas d'obstacle qui empêcherait un adhérent compensateur valablement admis par LCH Limited de devenir adhérent compensateur de LCH SA.

³² Article 541-16 et 541-17 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.



Au vu de ces éléments, le HCJP recommande que les conditions légales d'adhésion à une CCP française puissent être unilatéralement assouplies, sous le contrôle de la Banque de France et de l'AMF, afin d'autoriser plus facilement des établissements situés en dehors de l'UE ou de l'Espace Économique Européen à devenir membres compensateurs dans une CCP française. Cette mesure peut être décidée au seul niveau national.

En conclusion, le HCJP estime que le sujet des règles d'adhésion des membres compensateurs doit faire l'objet d'une attention particulière afin de ne pas entraver le développement d'un nouveau marché de compensation de dérivés de taux d'intérêt à Paris. Le HCJP a déjà relevé que ces conditions étaient moins restrictives sur d'autres Places européennes qui pourraient donc bénéficier de cet avantage de compétitivité réglementaire pour attirer les flux actuellement localisés à Londres.

Cette observation vaut que l'obligation de localisation soit assortie d'un *grandfathering* ou pas.

1.5 - Cinquième question : Existe-il d'éventuels obstacles fiscaux au transfert des positions des membres compensateurs ?

La réponse à cette question est complexe en ce que les conséquences fiscales d'un transfert sont susceptibles de varier selon le statut juridique et l'État d'origine des participants. Il n'était donc pas possible dans le temps imparti pour rendre son avis au HCJP d'aborder cette question dans le détail. En première analyse, le HCJP considère cependant que ce risque ne pouvait pas être écarté. Il a donc été convenu avec la Banque de France d'en reporter l'examen à plus tard en associant à ces réflexions des fiscalistes britanniques.

La Fédération bancaire française («**FBF**») qui participait aux travaux du groupe du HCJP a indiqué que les questions suivantes devraient notamment faire l'objet de cet approfondissement :

- (i) en matière d'impôt sur les sociétés, le transfert peut-il être considéré comme une cession d'activité ou de fonds de commerce ?
- (ii) à quelle valeur les transactions seront-elles évaluées ? Quelles seront les conséquences de cette évaluation pour les banques notamment s'il y a novation ?
- (iii) en matière de TVA, les conséquences seront différentes selon que le Royaume-Uni est ou non toujours membre de l'UE au moment du transfert. Comment sera qualifiée la cession du portefeuille ?

Est annexé au présent avis, une note produite par la FBF avec des premiers éléments d'analyse sur le traitement comptable et fiscal actuellement applicable aux opérations de taux d'intérêt en France pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement ([Annexe 5](#)).



1.6 - Sixième question : Le dispositif juridique français comporte-il des dispositions spécifiques problématiques, qui constitueraient un obstacle au transfert sur la Place de Paris (quand de tels obstacles n'existeraient pas notamment dans d'autres droits européens, dont le droit allemand et le droit néerlandais) ?

Hormis la question des conditions d'adhésion aux CCPs françaises évoquée plus haut, le HCJP n'a pas identifié de problématiques spécifiques de Droit français qui constitueraient un obstacle aux transferts des positions ouvertes.

Les obstacles tenant aux dispositions des Règlements EMIR et CRR seront identiques en Allemagne et aux Pays-Bas où les Règlements sont d'application directe comme en France.

Quant aux difficultés de mise en œuvre contractuelles elles semblent devoir se poser dans les mêmes termes en Allemagne ou aux Pays Bas. Il faut mentionner cependant sur cette dernière question l'existence en Angleterre et aux Pays Bas de régimes permettant d'accommoder, sans recueil des accords individuels de contreparties, des transferts ayant les mêmes effets qu'une transmission universelle de patrimoine mais sans avoir à porter sur une branche autonome d'activité. Ces mécanismes connus en Angleterre sous le nom de *FISMA Part 7 Schemes*, sont organisés sous le seul contrôle du juge qui valide le «détournage» actifs/passifs transmis. Il existe un proche équivalent en Droit hollandais. Leur mise en œuvre dans des contextes transnationaux sont cependant extrêmement complexes – la doctrine est partagée en France sur les effets extraterritoriaux de ces arrangements - et leurs conditions d'application sont très restrictives – réservés en principe aux établissements de crédit ce qu'est en France LCH SA mais pas les CCPs londoniennes. Cette question mériterait à elle seule une étude de droit comparé que le HCJP n'était pas en mesure de mener.

1.7 - Septième question : Autres sujets que le HCJP a jugés opportun d'analyser sur le sujet de la phase de transition dans la perspective du développement d'une offre de dérivés de taux à Paris.

La Banque de France a soumis au cours des travaux une question complémentaire au HCJP.

À l'issue du Brexit et de la perte de son statut de QCCP par une CCP londonienne, quelle est la capacité juridique des adhérents compensateurs européens membres de cette CCP à participer à des enchères en cas de défaut d'un de ses membres? Ces enchères servent dans un scénario de crise à redistribuer les positions d'un membre défaillant d'une QCCP à d'autres membres de cette même QCCP. Ces enchères ne peuvent être effectuées que s'il existe un minimum d'enrichisseurs.

Faute de temps pour y travailler il a également convenu de traiter cette question plus tard sans retarder la production du présent avis.

Pour le reste, le HCJP n'a pas identifié d'autres questions à examiner à ce stade.



2 - Utilisation du droit français sur les marchés dérivés

2.1 - Première question : Quels sont les avantages apportés par l'introduction du Droit français dans les contrats-cadres portant sur les dérivés de taux ?

Lorsqu'une opération de produit dérivé, initialement conclue dans la forme OTC, fait l'objet d'une admission aux opérations de compensation d'une CCP, elle le fait, comme il a été rappelé plus haut, par novation de cette opération dans la chambre. Cette novation crée deux rapports de droits nouveaux, la CCP s'interposant entre les contreparties initiales. L'opération OTC «primaire» quant à elle disparaît purement et simplement. Une fois «novée» dans la CCP, cette opération n'est donc plus régie par les termes de la convention-cadre qui la gouvernaient jusqu'à lors, mais par les seules modalités du «rules book» de la CCP concernée et des lois du pays dans lequel cette dernière est localisée. En accord avec la Banque de France, le HCJP a donc considéré que si la question du droit applicable aux conventions-cadre OTC, et le recours au Droit français dans ces conventions de place, étaient des questions essentielles, il convenait sans doute ici de concentrer nos travaux sur l'usage du Droit français par les CCP, et plus particulièrement par celle qui en France pourrait organiser l'offre de compensation des dérivés de taux d'intérêt dont il est principalement question dans cet avis.

Conscient de la prééminence de l'usage du Droit anglais, compte tenu de l'importance actuelle de la Place de Londres sur le marché de la compensation des produits dérivés, le groupe de travail du HCJP a tout d'abord examiné la manière dont LCH SA avait organisé son offre de compensation des CDS (*credit default swap*). Il n'est pas contesté que cette offre soit un succès et que les intervenants de marché aient suivi. Il demeure que la question du Droit applicable à ces opérations post novation a fait, lors de la création de cette offre, l'objet d'importants débats et travaux sur lequel il faut rapidement revenir pour (i) comprendre les équilibres trouvés à la satisfaction du marché, et (ii) considérer si ces équilibres sont modifiés (a) par le Brexit et (b) pour les opérations sur taux d'intérêt.

Une présentation détaillée du droit applicable à la compensation des CDS au sein de CDSClear par LCH SA figure en Annexe 3 du présent avis.

En résumé, cette offre repose sur une technique juridique autorisée en droit international et consistant à opérer un rattachement «dual», à deux ordres juridiques distincts, de deux sous-ensembles clairement détachables d'un même contrat. En l'occurrence pour l'offre de LCH SA sur les CDS, ce rattachement dual consiste à considérer que les règles générales de fonctionnement de la CCP (adhésion, gestion des comptes et des positions, gestion des appels de marge, gestion des cas de défaut, etc.) restent soumises au Droit français, tandis que les obligations issues des opérations elles-mêmes le sont par le Droit anglais.

Le groupe de travail du HCJP s'est interrogé sur les raisons ayant déterminé ce choix. Il en a identifié deux principales aux cours de ses auditions :



- Il lui a tout d'abord été rapporté qu'il était important pour les banques internationales, et en particulier pour leurs directions des risques, que les transactions soient régies par le Droit anglais afin d'éviter une fragmentation de la gestion des risques juridiques. Le Droit anglais domine la compensation des produits dérivés. Les établissements disposent d'opinions juridiques solides sur la validité et le caractère opposables aux tiers, y compris en faillite, des dispositions des *rules books* relatives au *netting*, au collatéral et à la portabilité des positions en cas de défaillance d'un membre. Il est efficace, au plan de l'organisation, de mutualiser le bénéfice de ces opinions. Le Droit anglais bénéficie par ailleurs d'une réputation de qualité, d'attachement aux stipulations contractuelles et de faveur aux intérêts commerciaux qui, associée à la réputation de qualité et de technicité financière des tribunaux anglais, sert sa diffusion sur les marchés.

- Il a ensuite été observé - et cet argument emporte la conviction - que les CDS, à l'inverse des autres produits dérivés sont d'un type très particulier. En effet, leurs profils de paiement ne sont pas «commandés» par la variation de valeur d'un sous-jacent particulier. Bien sûr, certains dérivés de crédit, comme les *total return swaps* ou les opérations sur *spreads* de crédit, dérivent eux de telles valeurs, en l'occurrence le spread de crédit d'une ou plusieurs entités juridiques sous-jacentes. Mais ce n'est pas le cas des CDS. Les mots sont trompeurs et un *credit default swap* est en réalité une forme d'option. L'une des contreparties à l'opération achète, moyennant le paiement d'une prime, une protection crédit contre la défaillance d'un ou plusieurs tiers, appelé(s) «entité(s) de référence». Sa contrepartie s'engage à lui faire un paiement, convenu selon des modalités variables, lorsque survient un des trois événements juridiques suivants : (i) un défaut de paiement par l'entité de référence, (ii) sa faillite, au sens large, et (iii) la restructuration d'une de ses dettes. Comme on le comprend, ce qui déclenche une obligation de paiement au titre d'un CDS n'est donc pas une variable statistique, le cours d'un actif, le niveau d'un taux d'intérêt ou de change ou une donnée objective et observable, mais des concepts avant tout juridiques : «*payment default*», «*insolvency*» et «*restructuring*». La question de leur contenu intellectuel, de leur qualification, de la jurisprudence et de la doctrine qui se développent autour d'eux est donc essentielle au marché puisque c'est autour de ces notions et de leur interprétation que ces instruments sont valorisés. La stabilité, l'uniformité et la prévisibilité de leur interprétation sont des prérequis. Or le marché des CDS OTC est dominé par l'usage de la documentation de marché publiée en Droit anglais et en Droit de l'État de New York par l'International Swaps and Derivatives Association («*ISDA*»). Il y a bien eu quelques tentatives allemandes et françaises à la fin des années 90 pour développer une documentation vernaculaire de ces opérations. Elles n'ont pas prospéré. Cela signifie très concrètement que c'est en application des Droit anglais et de l'État de New York uniquement et selon les seules définitions que ceux-ci donnent à ces trois concepts (leurs définitions ne sont d'ailleurs pas identiques dans ces deux droits et les marchés anglais et américaines de CDS sont, pour une part, non fongibles) que les CDS sont conclus et valorisés sur le marché.

Il était dans ces conditions difficilement concevable pour LCH SA à Paris de faire abstraction de ces éléments et de proposer au marché un mode opératoire qui post-novation aurait soumis au Droit français les CDS initialement conclus en Droit anglais ou de l'État de New York en ISDA. Les opérations elles-mêmes et leur prix de marché en eurent été intrinsèquement modifiés.



Les choses cependant, de l'avis des membres du groupe de travail du HCJP, ont pour une part évolué et la caractéristique décrite plus haut des marchés de CDS est sans résonance dans celui des dérivés de taux d'intérêt. Ces derniers ne présentent en effet pas la même caractéristique d'avoir un profil de paiement définis par des concepts juridiques. Le groupe de travail du HCJP s'est donc interrogé sur la question de savoir si s'agissant de ces opérations et dans le contexte du Brexit, les raisons qui avaient guidé le choix de LCH SA pour les CDS demeuraient pertinentes aujourd'hui et pour les dérivés de taux d'intérêt. Les membres du groupe de travail n'en sont pas convaincus.

En cohérence avec les travaux précédemment menés par le HCJP et les conclusions de son *Rapport sur les implications du Brexit dans le domaine de la coopération judiciaire en matière civile et commerciale* publié le 30 janvier 2017, il est observé que le Brexit risque de modifier en profondeur l'effet des décisions des juridictions britanniques sur le territoire de l'UE. Le Royaume-Uni ne pourra en effet plus, sauf accord de transition éventuel, bénéficier de la procédure de reconnaissance automatique au sein de l'UE des décisions rendues par ses tribunaux (ce point est discuté plus avant dans la troisième partie du présent avis). Or, en pratique, juridiction compétente et droit applicable sont intimement liés. Dans l'hypothèse raisonnable où les juridictions britanniques seraient moins fréquemment désignées par les parties comme juridictions compétentes pour trancher leurs litiges lorsque l'une d'entre elles est localisée dans l'UE, il devrait s'en suivre que le Droit anglais soit moins souvent désigné comme applicable à ces contrats. L'argument tiré de la fragmentation des analyses risque devrait logiquement perdre de son poids.

Il n'a pas échappé au HCJP que la Place de Londres, consciente de ce danger, multiplie actuellement les initiatives pour contourner cette difficulté. La plus significative d'entre elles consiste dans la promotion de la création d'un instrument international, sous égide de la Convention de La Haye, destiné à assurer la reconnaissance immédiate mutuelle des décisions judiciaires entre États signataires.

Le HCJP relève en outre que depuis la fin des années 90, le Droit français des opérations financières, et singulièrement le droit spécial des produits dérivés a fait d'immenses progrès. La jurisprudence a validé à maintes reprises les solutions mises en œuvre par les articles L.211-36 et suivants du Code monétaire et financier sur le *netting* et les garanties financières. Le Droit français valide expressément les accords globaux de compensation («*global netting*»). Et les dernières améliorations du régime, opportunément faites par la Loi Sapin 2 en décembre 2016, valident en Droit français les modèles d'«*agency clearing*» (par opposition au modèle «*principal to principal*») en usage dans certaines des plus grandes CCPs du monde, d'une manière et avec une certitude qui sont sans équivalent dans aucune autre juridiction dans le monde, faisant du Droit français l'un des plus avancés et robustes – y compris comparé au Droit anglais qui sur cette question n'apporte aucune solution solide. La réforme récente du droit des contrats devrait également être de nature à renforcer l'attractivité du Droit français.



Sur ces bases, les membres du groupe de travail du HCJP estiment, et ce point a été confirmé aux directions juridiques auditionnées, que les établissements utilisant le Droit français pour leurs opérations OTC comme les services d'une CCP française pour compenser leurs opérations de dérivés, seront en mesure de disposer d'opinions juridiques solides et conformes aux usages de marché.

On relève également que le passage en Droit français post-novation dans la CCP, n'impose aucun coût ni aucune charge de réorganisation identifiée aux intervenants de marché. L'opération initiale OTC cessant d'exister dès l'instant de la novation, il n'est nul besoin de reformer au Droit français les équipes de négociation des conventions-cadres ISDA. Si les établissements souhaitent continuer à utiliser le contrat-cadre ISDA pour leurs opérations OTC, le fait que ces opérations soient régies post-novation par le Droit français ne les empêchent aucune de le faire. Il y a longtemps que sur le marché des dérivés actions, les opérations ISDA OTC sur sous-jacent français cotés sont couvertes sur des positions conclues sur les marchés à terme français, sans que ceci n'ait posé de difficulté au développement du marché.

Et si par extraordinaire enfin, la Place manquait à convaincre les intervenants de marché de la compétitivité du Droit français, le rattachement dual mis en œuvre par LCH SA avec CDSClear constitue un précédent utile qui pourrait être réutilisé pour l'offre de compensation des dérivés de taux d'intérêt.

2.2 - Deuxième question : Existe-il un enjeu stratégique à promouvoir l'usage du Droit français dans le cadre de ces contrats-cadres ?

Les enjeux de souveraineté et de contrôle du risque systémique ont déjà été évoqués plus haut.

Le HCJP considère qu'il existe des enjeux stratégiques et de croissance majeurs pour le pays et les emplois divers et nombreux que peut créer la Place financière, à la promotion du Droit français.

Cette utilisation encouragée du Droit français, associée avec la modernisation en cours de nos juridictions, sont les deux éléments essentiels de tout projet de développement de la Place.

Le choix du droit applicable aux opérations étant intimement lié au choix de la juridiction compétente pour trancher les litiges y relatifs, la promotion du choix du Droit français devrait logiquement conduire à renforcer les arguments en faveur du choix des juridictions françaises. S'en suit nécessairement une cascade d'effets, le recours à un droit commandant l'embauche de juristes spécialistes de ce droit en interne dans les établissements bancaires et financiers. Les filières universitaires et de grandes écoles s'ajustent ensuite à cette demande et contribuent à attirer des étudiants étrangers en France et à assurer dans le long terme le rayonnement international non seulement de la Place et de ses acteurs mais également des solutions fondamentales portées par le



Droit français et le Droit européen. Or comme les travaux de la Banque mondiale sur ces questions l'ont très tôt révélé, les solutions d'un système juridique portent en réalité une certaine vision du monde. Les enjeux sont donc considérables et dépassent, aussi importante qu'elle la seule question des intérêts économiques de la Place.

2.3 - Troisième question : En ce qui concerne les transactions listées, quelle est la pratique en termes d'usage du Droit français ?³³ Est-elle systématique ou fait-elle l'objet d'exceptions ? Quelle stratégie juridique promouvoir en la matière ?

Au regard des contraintes de temps qui lui étaient imposées, le groupe de travail du HCJP essentiellement composé de juristes et d'avocats a considéré ne pas avoir les éléments statistiques ni les moyens de les rassembler suffisamment rapidement, pour faire à la Banque de France une réponse utile. Il est proposé de l'examiner plus tard, si la Banque de France confirme son intérêt.

2.4 - Quatrième question : Est-il réaliste de faire valoir l'usage du Droit français pour les contrats-cadres pour les contreparties françaises comme pour les contreparties européennes et internationales ?

La HCJP estime que oui. Le Brexit et les incertitudes qui en résultent et qui sont discutées dans les développements qui précèdent créent un contexte favorable pouvant favoriser le recours plus fréquent au Droit français.

Comparé aux autres Droits européens, à part la question des conditions d'adhésion aux QCCPs françaises qui méritent une attention urgente, le HCJP n'identifie pas de défaillance du Droit français pour constituer cette alternative.

Il relève qu'à la différence de la plupart des autres Places européennes, les acteurs français, au premier rang desquels la FBF dont les efforts et travaux doivent être particulièrement salués, se sont efforcés au cours des dernières années à développer et entretenir des documentations types de produits dérivés. Le contrat-cadre FBF a ainsi fait l'objet d'une mise à jour récente, ainsi que son annexe fiscale et sa documentation de collatéral. Le traitement qu'il organise des retenues à la source pouvant être prélevées dans les opérations internationales, témoigne de la volonté de faire de ces instruments des outils non strictement limités au marché domestique. Le HCJP relève que la plupart des grands établissements internationaux sont familiers de la documentation FBF, considèrent que ces modalités sont parfaitement conformes aux meilleurs standards internationaux et y recourent de manière très habituelle.

³³ Étant rappelé qu'il n'y a plus sur le marché français lui-même de dérivés listés de taux, les exemples sur le sujet devant être recherchés prioritairement à Francfort, mais qu'il existe sur Paris des dérivés d'actions/indices ou de matières premières, à dénouement par différence espèces ou par livraison contre paiement selon le cas.



2.5 - Cinquième question : Le Droit français est-il adapté pour un tel usage ou comporte-t-il des dispositions qui entravent son usage à l'international ?

Comme il a été dit, hormis la question des adhésions aux QCCPs françaises, le HCJP n'a pas relevé de disposition constituant une telle entrave.

2.6 - Sixième question : Quelle pourrait être la stratégie adoptée par la Place de Francfort en la matière ?

Pour les mêmes raisons de contraintes de temps, le HCJP n'a malheureusement pas considéré être en mesure de traiter cette question considérable et il a été convenu d'en reporter l'examen.

2.7 - Septième question : Quels seraient les avantages/inconvénients à offrir une possibilité de choix entre le Droit français et le Droit anglais, notamment à l'intention des clients corporate ?

Le HCJP ne privilégie pas cette voie.

Les solutions traditionnelles du Droit français et du Droit européen réservent aux seules opérations présentant un élément objectif d'extranéité la possibilité pour les parties de décider librement du droit régissant leurs conventions. Cette théorie «objectiviste» est depuis de nombreuses années bien établie en jurisprudence. Les conclusions de l'avocat général Matter évoquaient les hypothèses de «flux et reflux au-dessus des frontières». Il ne semble pas au HCJP que le Brexit, au contraire, doive commander un retour sur ces solutions et l'adoption d'une vision «subjectiviste» laissant aux parties la liberté, y compris pour leurs opérations domestiques, d'opter pour le Droit anglais.

2.8 - Huitième question : Autres sujets que le HCJP a jugés opportun d'analyser sur le sujet de l'utilisation du Droit français dans les transactions sur dérivés dans la perspective du développement d'une offre de dérivés de taux à Paris.

Le HCJP n'a pas identifié d'autres questions à examiner concernant l'utilisation du Droit français dans les transactions sur dérivés de taux d'intérêt.



3 - Opportunité d'imposer le recours à une juridiction française dans le cadre des litiges

3.1 - Première question : Dans quelle mesure la compétence des tribunaux français revêt-elle un caractère stratégique ?

Le groupe de travail du HCJP a examiné le système de compétence juridictionnelle et arbitrale mis en place pour CDSClear. Pour mémoire, une présentation détaillée des modalités de règlement des litiges applicable à la compensation des CDS au sein de LCH SA est annexée au présent avis (Annexe 2).

En résumé, la compétence d'une cour arbitrale à Londres a été retenue pour l'essentiel des contentieux liés aux opérations de compensation réalisées sur CDSClear et un protocole d'arbitrage spécifique a été adopté par LCH SA à cet effet. En revanche, la compétence des juridictions françaises a été retenue pour trancher tout litige relatif à la survenance d'un cas de défaut d'un adhérents-compensateurs ou des conditions générales de fonctionnement de la CCP. Sous la seule réserve que les règles prévoient la possibilité pour la cour arbitrale d'être saisie de questions de Droit français, de manière générale, la répartition des compétences juridictionnelles suit donc la question du droit applicable. Les deux questions apparaissent bien intrinsèquement liées.

Le groupe de travail du HCJP a cherché à comprendre les raisons ayant motivé les choix effectués par LCH SA sur ces questions. Lors des auditions, il lui a été rapporté que le choix d'une cour arbitrale anglaise avait été effectué en raison de l'attachement exprimé par les opérateurs internationaux pour le droit anglais et les forums d'arbitrage, censés être plus rapides, plus confidentiels et plus techniques. De manière plus générale, il ressort des auditions que les juridictions judiciaires britanniques bénéficient d'un *a priori* très favorable de la part des acteurs de marché. Cette réputation s'est forgée au cours de nombreuses années.

Néanmoins, le HCJP considère, au regard des travaux menés par ailleurs par le HCJP sur les impacts du Brexit en matière de coopération judiciaire, que la préférence des acteurs internationaux pour la Place de Londres pourrait être significativement modifiée à l'avenir. On renverra ici à nouveau au rapport du HCJP sur ces questions (*Rapport sur les implications du Brexit dans le domaine de la coopération judiciaire en matière civile et commerciale* - 30 janvier 2017) qui traite en détail de ces questions. Le rapport détaille les raisons pour lesquelles les jugements rendus par les juridictions anglaises ne bénéficieront plus de la reconnaissance mutuelle automatique au sein des États Membres de l'UE conformément à la procédure prévue à l'heure actuelle par le Règlement Bruxelles I Bis. En conséquence, à compter de la sortie du Royaume-Uni de l'UE, les décisions rendues par les juridictions britanniques seront soumises aux procédures d'*exequatur* prévues en droit international privé, étant précisé que ces celles-ci sont différentes d'un État Membre de l'UE à l'autre³⁴.

³⁴ Voir en particulier, pages 16 et suivantes du rapport et page 31.



Cette nouvelle situation est susceptible de rendre les juridictions britanniques beaucoup moins attractives pour les opérateurs internationaux. Il est dès lors possible que ceux-ci envisagent de relocaliser le traitement de leurs contentieux au sein d'un État membre de l'UE.

Ce nouveau contexte constitue, pour le HCJP, une opportunité stratégique essentielle pour promouvoir la Place de Paris comme alternative crédible au Royaume Uni en tant que juridiction de référence pour le règlement des litiges économiques et financiers. Il devrait inciter à défendre la compétence des tribunaux et/ou des cours arbitrales français dans le cas particulier des litiges liés à la compensation des dérivés de taux d'intérêt.

Le HCJP estime que le schéma mis en œuvre par LCH SA pour CDS Clear s'il est utile et peut s'expliquer dans le contexte de l'époque, ne doit pas post-Brexit être considéré comme un précédent à répliquer.

3.2 - Deuxième question : Existe-il des obstacles à instaurer la compétence des tribunaux de Paris dans les litiges sur la compensation et la négociation de contrats de dérivés de taux, notamment dans l'hypothèse où ces contrats restaient sous droit étranger ?

Deux obstacles potentiels doivent être envisagés : (i) la compétence des juridictions françaises pour examiner des contrats de droit étrangers, et (ii) la langue dans laquelle les procédures devant les juridictions françaises peuvent être diligentées.

- **Sur le sujet de la compétence**, le HCJP estime que le fait que les contrats-cadres portant de produits dérivés de taux d'intérêts ou que certains aspects des opérations de compensation de ces opérations par une CCP française puissent être soumis à un Droit étranger ne constitue pas un obstacle de principe à ce qu'une juridiction française soit désignée pour résoudre les litiges y relatifs.

En effet, les règles françaises de droit international privé n'imposent pas que la juridiction désignée par les parties applique nécessairement le Droit en vigueur au sein de l'État dans lequel elle est située. Les juridictions françaises peuvent donc, en principe, examiner des contrats de Droit étranger. En particulier, le HCJP a relevé dans son rapport précité qu'une juridiction française doit faire application du Droit anglais lorsque celui-ci est prévu comme le droit applicable au contrat qu'elle est chargée d'examiner au regard des règles prévues par le Règlement Rome I³⁵.

Néanmoins, le HCJP a relevé dans ce même rapport que le choix des juridictions françaises n'est pas favorisé par les parties à un contrat soumis au Droit anglais conclu par de grands opérateurs

³⁵ Page 11 du rapport.



internationaux en raison de la manière dont les premières sont réputées interpréter les contrats. En effet, ces opérateurs considèrent que les juges français n'appliquent pas de manière littérale les contrats et peuvent exercer un pouvoir d'interprétation modérateur auquel ils ne sont pas favorables³⁶. Il existe donc un obstacle subjectif, lié à la perception des pratiques des juridictions françaises en matière d'interprétation des contrats, et non un obstacle juridique de principe à ce que celles-ci examinent des contrats soumis à un droit étranger et plus particulièrement au Droit anglais.

Dans ce contexte, le rapport du HCJP précité préconise que des juridictions spécialisées en matière civile et commerciale soient mises en place en France et soient composées de magistrats disposant d'une compétence spécifique en *common law*.

Le HCJP réaffirme en tout point ces analyses et cette conclusion.

- **S'agissant de la langue utilisée dans les procédures**, il a été relevé par le HCJP, qu'il existe des obstacles juridiques au recours à une langue étrangère dans le cadre de procédures judiciaires françaises liées aux règles internes de primauté de la langue française³⁷.

Néanmoins, ces obstacles pourraient être gérés par des adaptations des règles de procédures internes françaises. Parmi celles-ci, le HCJP a proposé dans son rapport précité que le recours à l'anglais puisse être autorisé à différents stades de la procédure judiciaire française et que des règles de procédure inspirées des droits anglo-saxons (*discovery, cross-examination*) puissent être introduites en droit interne³⁸.

Par ailleurs, l'une des exigences relative à la qualification des formations de jugement envisagées sera leur aptitude à juger des litiges liés aux opérations de compensation.

Le HCJP réaffirme également en tout point ces analyses et cette conclusion.

3.3 - Troisième question : Une telle disposition a-t-elle des précédents, au-delà de celui des CDS compensés à Paris ?

Au regard du temps dont il disposait pour rendre son avis, le HCJP n'a pas pu examiner d'autres modalités de règlements des litiges que celles détaillées ci-dessus concernant CDSClear.

³⁶ Page 35 du rapport.

³⁷ La Cour de cassation considère en effet que « l'ordonnance de Villers-Cotterêts du 25 août 1539 fonde la primauté et l'exclusivité de la langue française devant les juridictions nationales » (Cass. Com. 13 décembre 2011, n°10-26389).

³⁸ Page 34.



3.4 - Quatrième question : Doit-on envisager une double compétence, celle des tribunaux parisiens et de Londres ? Pourquoi ?

Dans l'hypothèse où le Droit applicable aux opérations sur dérivés de taux d'intérêts serait le Droit anglais et où le droit applicable à la CCP serait le Droit français, une répartition des compétences entre les juridictions anglaises, d'une part, et les juridictions françaises, d'autre part, pourrait être défendue afin de répartir les contentieux selon le même schéma que celui concernant le droit applicable. C'est comme il a été expliqué plus haut le schéma retenu par LCH SA pour CDS Clear.

Dans la mesure cependant où ses recommandations s'orientent autour de la promotion du Droit français et de son corollaire naturel qu'est la compétence des tribunaux français, le HCJP ne considère pas que, post-Brexit, cette double compétence soit un système dont il faille nécessairement désormais faire la promotion. Sous réserve des améliorations à apporter au fonctionnement des juridictions françaises mentionnées dans les réponses qui précèdent, il lui apparaît parfaitement légitime de défendre la compétence des juridictions françaises sur tout le contentieux, et ce même dans une hypothèse où le Droit anglais serait retenu pour régir une partie des opérations compensées.

3.5 - Cinquième question : Quelle pourrait être la stratégie de Francfort en la matière ? Celle d'Amsterdam ?

Le HCJP a relevé dans son rapport précité que les Pays-Bas et l'Allemagne ont déjà initié une adaptation des règles de fonctionnement de leurs juridictions de nature à les rendre plus attractives aux yeux des opérateurs internationaux. Ainsi, le HCJP a relevé que la District Court de Rotterdam expérimente depuis le 1^{er} janvier 2016 le recours à l'anglais dans la conduite de procédures judiciaires ayant trait à des problématiques de droit international³⁹. Quant à l'Allemagne, le HCJP a relevé que plusieurs juridictions régionales allemandes ont créé des chambres spécialisées en matière de contentieux commercial international et dans lesquelles le recours à l'anglais est autorisé⁴⁰.

Le HCJP estime au vu de ces précédents qu'il est à prévoir que les Pays-Bas et l'Allemagne intensifieront leurs efforts d'attractivité dans les prochaines fois. Dans ce contexte, le HCJP estime que tout retard pris par la France dans ce domaine serait de nature à rendre son offre de compensation de dérivés de taux d'intérêts moins attractive que celles d'autres pays de l'UE disposant de procédures juridictionnelles plus accueillantes pour les opérateurs étrangers.

3.6 - Sixième question : Quelle serait la capacité des tribunaux de Paris, Francfort et Amsterdam à analyser les contrats en Droit anglais des CCPs ? Les tribunaux de Paris sont-ils confrontés à

³⁹ *Ibidem*

⁴⁰ *Ibidem*



des problématiques particulières, notamment au regard de l'usage de la langue anglaise ? Quel serait le moyen de lever ces obstacles, le cas échéant ?

Les éléments évoqués dans cette question ont déjà été traités dans les réponses aux questions deux à cinq ci-dessus.

3.7 - Septième question : Autres sujets que le HCJP a jugés opportun d'analyser sur le sujet du recours à une juridiction française dans la perspective du développement d'une offre de dérivés de taux à Paris.

Le HCJP n'a pas identifié d'autres questions à examiner concernant le sujet du recours à une juridiction française.



ANNEXE 1

Composition du groupe de travail



COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL

PRÉSIDENT :

- Alban CAILLEMER DU FERRAGE, avocat associé, Cabinet Jones Day, membre du HCJP

REPRÉSENTANTS DE LA BANQUE DE FRANCE :

- Christophe ARNAUD, adjoint du Directeur juridique
- Saïd OURIACHI, Conseiller juridique, Direction des systèmes de paiements et des infrastructures de marché
- Anne-Catherine BONHERT, direction des services juridiques

REPRÉSENTANT DE LA DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR :

- Marie-Anne LAVERGNE, adjointe au Chef de Bureau « Épargne et Marchés Financiers »

PARTICIPANTS :

- Julien BACUS, avocat associé, Cabinet Ashurst LLP
- Hubert BLANC-JOUVAN, avocat associé, Cabinet Ashurst LLP
- Frédéric de BROUWER, Société Générale
- Amélie CHAMPSAUR, avocate associée, Cabinet Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP
- Gilles DENOYEL, senior counsel, Cabinet Gide Loyrette Nouel AARPI
- Gérard GARDELLA, secrétaire général du HCJP
- Philippe GOUTAY, avocat associé, Cabinet Jones Day
- Gilles KOLIFRATH, avocat associé, Cabinet Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP
- Antoine MAFFEI, avocat honoraire, Cabinet De Pardieu, Brocas, Maffei
- Michel PRADA, membre du HCJP
- Jérôme SUTOUR, avocat associé, CMS Bureau Francis Lefebvre
- Jean TRICOU, directeur du département banque d'investissement et de marchés, Fédération Bancaire Française
- Laurent VINCENT, avocat counsel, Cabinet Gide Loyrette Nouel AARPI

ONT ÉGALEMENT ÉTÉ ENTENDUS PAR LE GROUPE DE TRAVAIL :

- Cécile BIEDER, responsable Dérivés et Credit Assets, NATIXIS
- Alice BONARDI, Head of Legal Global Markets, BNP PARIBAS CIB
- Olivier COUPARD, Legal Counsel, CACIB
- Laurent DURAND, Co-Head of Legal Global Banking and Markets, HSBC
- Virginie DUVAL, Legal European Regulatory and Advisory, BNP PARIBAS CIB
- Marc GIANNOCARO, Head of Execution & Clearing Services, CACEIS
- Ulrich KARL, Director Financial Market Infrastructures, Financial Institutions Group, HSBC

RAPPORTEUR DU GROUPE DE TRAVAIL :

- Clothilde Beau, avocate, Gide Loyrette Nouel



ANNEXE 2

Note sur le modèle juridique CDSClear



NOTE SUR LE MODÈLE JURIDIQUE CDSCLEAR

Le modèle juridique mis en place par LCH SA pour assurer la compensation de certaines catégories de dérivés de crédit (**CDSClear**) est un modèle juridique original s'agissant de la loi applicable (1) et de la procédure de résolution des litiges (2). Ce modèle juridique est propre à la compensation centrale des dérivés de crédit effectuée par LCH SA au sein de CDSClear, une documentation complète et distincte de la documentation régissant la compensation centrale par LCH SA d'autres types de produits ayant été spécialement mise en place pour CDSClear.

Cette note est élaborée exclusivement à partir des informations publiques disponibles concernant le service de compensation CDSClear offert par LCH SA.

1 - Loi applicable

1.1 - Une certaine place a été accordée au Droit anglais dans le cadre de la compensation de dérivés de crédit par LCH SA, contrepartie centrale de Droit français, pour tenir compte (i) de la place importante occupée par le Droit anglais sur le marché des dérivés de crédit et (ii) de la nécessité pour LCH SA d'exercer ses fonctions de contrepartie centrale dans le cadre du Droit français qui lui est applicable.

1.2 - Le modèle juridique mis en place au sein de CDSClear repose ainsi essentiellement sur un partage entre :

(a) le Droit français, régissant les documents suivants qui traitent de l'aspect «fonctionnel» de CDSClear :

(i) le contrat d'adhésion (CDS Admission Agreement) à conclure entre LCH SA et chaque membre compensateur ;

(ii) le CDS Clearing Rule Book qui contient les principes généraux relatifs au fonctionnement de LCH SA et à l'interprétation des règles de la compensation, à l'adhésion des membres compensateurs, aux opérations de compensation (enregistrement des transactions, novation et structure de comptes), à la gestion des risques (appels de marge, collatéral, gestion du défaut d'un membre compensateur et fonds de défaillance) et aux spécificités liées à la compensation effectuée pour le compte des clients des membres compensateurs (*client clearing*) ;

(iii) l'ensemble des règles adoptées par LCH SA en application du CDS Clearing Rule Book pour en détailler les spécifications, en ce compris notamment les procédures mises en œuvre par LCH SA et relatives aux conditions d'adhésion, aux exigences en matière de marges et



de collatéral, aux conditions d'éligibilité des dérivés de crédit admis à la compensation par LCH SA, au fonctionnement opérationnel de la compensation, au fonds de défaillance, à la continuité des activités de compensation de LCH SA, aux procédures disciplinaires mises en œuvre par LCH SA et à la gestion par LCH SA des réclamations ;

(b) le Droit anglais, régissant les documents suivants qui traitent de l'aspect «produit» de CDSClear :

(i) le *CDS Clearing Supplement*, qui a vocation à déterminer le cadre contractuel applicable aux dérivés de crédit compensés (termes et conditions, obligations de paiement et de livraison, gestion de la survenance d'un événement de crédit, dénouement de l'opération) ;

(ii) les définitions ISDA sur les dérivés de crédit (*ISDA Credit Derivatives Definitions*) qui ne sont pas reprises in extenso mais auxquelles il est fait référence dans les règles de la compensation ;

(iii) les transactions compensées (*Cleared Transactions*) c'est-à-dire les dérivés de crédit résultant de la compensation centrale effectuée par LCH SA et conclus entre les membres compensateurs et LCH SA ; et

(c) Le Droit anglais a été également retenu pour régir le document qui traite de la résolution des litiges (*le CDS Dispute Resolution Protocol*) pour des raisons de cohérence avec les choix effectués s'agissant de la procédure de résolution des litiges (voir le paragraphe 2 ci-dessous).

1.3 - Enfin, le modèle juridique mis en place au sein de CDSClear, s'agissant de la loi applicable, prévoit également :

(a) l'application du droit belge pour régir le contrat de nantissement auquel les membres compensateurs peuvent avoir recours pour satisfaire, autrement que par un transfert d'actifs en pleine propriété, à certaines de leurs obligations vis-à-vis de LCH SA s'agissant des marges, dans la mesure où les comptes ainsi nantis seraient ouverts dans les livres d'Euroclear Bank ; et

(b) l'application du droit de l'État de New York et du droit des États Unis pour régir les *FCM CDS Clearing Regulations*, document ayant vocation à intégrer dans les règles de la compensation de LCH SA l'ensemble des principes imposés par la réglementation américaine aux fins de permettre aux membres compensateurs ayant la qualité de *Futures Commission Merchant* (au sens de la réglementation américaine) d'adhérer à LCH SA pour la compensation des dérivés de crédit.

1.4 - La relation contractuelle entre les membres compensateurs et la contrepartie centrale fait ainsi l'objet d'un «dépeçage», essentiellement fondé sur la position dominante occupée par le Droit anglais sur le marché des dérivés de crédit. La pratique du «dépeçage», consistant à soumettre à plusieurs ordres juridiques une relation contractuelle unique, est reconnue par la doctrine. Un



certain nombre de précautions ont été mises en place afin de réduire autant que possible les risques découlant d'un tel «dépeçage» de la relation contractuelle entre les membres compensateurs et LCH SA.

À cette fin :

(a) le contenu des documents régis par un droit autre que le Droit français a été réduit au strict nécessaire ;

(b) aucun contrat-cadre ISDA, dont les stipulations auraient pu entrer en conflit avec les stipulations des règles de la compensation soumises au Droit français, n'a été mis en place entre les membres compensateurs et LCH SA (à l'exception des transactions conclues à des fins de couverture dans le cadre de la gestion des défauts);

(c) une stricte hiérarchisation des différents documents constitutifs des règles de la compensation a été mise en place, afin de gérer le risque résiduel d'incohérences entre ces documents, et de s'assurer qu'en cas de conflit entre plusieurs documents, les principes relatifs à la gestion du défaut des membres compensateurs par LCH SA, puis les stipulations restantes du CDS Clearing Rule Book, prévaudront sur les stipulations des autres documents (sauf en ce qui concerne les conflits éventuels liés à la détermination de l'existence et/ou du montant des obligations de paiement et de livraison au titres des transactions compensées, auquel cas les stipulations des documents régis par le Droit anglais prévaudront dans la mesure autorisée par la loi).

2 - Procédure de résolution des litiges⁴¹

2.1 - L'arbitrage a été retenu par la chambre de compensation pour résoudre les litiges pouvant survenir dans le cadre de la compensation de dérivés de crédit par LCH SA, en raison des avantages généralement reconnus à l'arbitrage et notamment de la flexibilité offerte pour organiser la procédure de résolution des litiges par un tribunal arbitral.

2.2 - Dans ce cadre, la compétence d'un tribunal arbitral anglais a été retenue, de façon cohérente par rapport à des choix similaires effectués par les concurrents de LCH SA, sans qu'aucune contre-indication ou impératif juridique contraire ne s'y oppose. En outre, le choix du siège de l'arbitrage a des conséquences relativement limitées, qui touchent essentiellement à la procédure arbitrale et à la conduite de l'arbitrage. Compte tenu du «dépeçage» mentionné ci-dessus, la composition du tribunal arbitral devrait en outre assurer une représentation appropriée d'experts en Droit français et en Droit anglais. Par ailleurs, il serait recommandé d'y associer des experts en matière de compensation centrale et/ou des produits compensés, pour couvrir l'ensemble des problématiques susceptibles d'être soulevées à l'occasion d'un litige.



2.3 - Malgré la place ainsi accordée à la résolution des litiges par le recours à l'arbitrage, nous comprenons que la compétence des tribunaux français peut également être retenue pour certains aspects liés à la compensation effectuée par CDSClear.

2.4 - Enfin, les règles de la compensation contiennent également des procédures relatives (i) aux procédures disciplinaires susceptibles d'être initiées par LCH SA à l'encontre d'un membre compensateur qui n'aurait pas respecté les règles de la compensation, et (ii) à la gestion par LCH SA des réclamations qui lui seraient adressées par un membre compensateur qui considérerait que LCH SA n'a pas agi conformément aux règles de la compensation, préalablement à l'ouverture d'un contentieux judiciaire ou arbitral. Ces procédures demeurent régies par le Droit français.

⁴¹ Les dispositions relatives à la procédure de résolution des litiges sont développées dans le CDS Dispute Resolution Protocole qui n'est pas disponible dans le domaine public.



ANNEXE - EXTRAITS DU CDS CLEARING RULE BOOK (EN DATE DU 10 JANVIER 2017)

Section 1.2.14 Governing law

Article 1.2.14.1

The CDS Clearing Rules and the CDS Admission Agreement shall be governed by and construed in accordance with French substantive law unless explicitly stated otherwise.

Article 1.2.14.2

The CDS Clearing Supplement, the ISDA Credit Derivatives Definitions, any Cleared Transactions (and any related definitions or Clearing Notices issued in respect of the CDS Clearing Supplement, the ISDA Credit Derivatives Definitions or any Cleared Transactions) shall be governed by and construed in accordance with English substantive law.

Article 1.2.14.3

The Pledge Agreement shall be governed by and construed in accordance with Belgian substantive law.

Article 1.2.14.4

The FCM CDS Clearing Regulations (and any related definitions or Clearing Notices issued in respect of the FCM CDS Clearing Regulations), shall be governed by and construed in accordance with the laws of the State of New York, without regard to any conflicts of laws principles, and the laws of the United States of America, in accordance with the terms of the FCM CDS Clearing Regulations.

Article 1.2.14.5

Any non-contractual obligations (within the meaning of Regulation (EC) no. 864/2007 as may be amended from time to time) arising out of, relating to, or having any connection with the CDS Clearing Documentation, or any Cleared Transaction, shall be governed by and construed in accordance with either: (i) French, substantive law; (ii) English substantive law; (iii) Belgian substantive law; or (iv) the substantive law of the State of New York and the federal laws of the United States of America, as determined by this Article 1.2.14.5. Such non-contractual obligations shall be governed by and construed in accordance with:

(i) French law, where the non-contractual obligation is more closely connected to the CDS Clearing Rules (save the CDS Dispute Resolution Protocol) or the CDS Admission Agreement; or

(ii) English law, where the non-contractual obligation is more closely connected to the CDS Clearing Supplement, the ISDA Credit Derivatives Definitions, the CDS Dispute Resolution Protocol and/or any Cleared Transactions (and/or to any related definitions or Clearing Notices issued in respect of the CDS Clearing Supplement, the ISDA Credit Derivatives Definitions, the CDS Dispute Resolution Protocol or any Cleared Transactions); or



(iii) Belgian law, where the non-contractual obligation is more closely connected to the Pledge Agreement; or

(iv) the laws of the State of New York and the laws of the United States of America where the non-contractual obligation is more closely connected to the FCM CDS Clearing Regulations (and/or to any related definitions or Clearing Notices issued in respect of the FCM CDS Clearing Regulations).

Section 1.2.15 Dispute resolution

Article 1.2.15.1

All Disputes shall be referred to and finally resolved by arbitration or litigation as applicable in accordance with the CDS Dispute Resolution Protocol, subject to the provisions of Sections 8 and 9 of the Procedures. (...)

Article 1.1.3.8

The CDS Clearing Documentation shall be drawn up in English. Different language versions or translations of the CDS Clearing Documentation may be issued for information purposes. In the event of inconsistency between different language versions or translations of the CDS Clearing Documentation, the English language version of the CDS Clearing Documentation shall prevail over any other language versions or translations.

To the extent of any conflict between (i) any definition or provision contained in Appendix 1 of this CDS Clearing Rule Book; (ii) the remainder of this CDS Clearing Rule Book; (iii) the CDS Admission Agreement; (iv) the Pledge Agreement; (v) the CDS Clearing Supplement; (vi) an Index Cleared Transaction Confirmation or Single Name Cleared Transaction Confirmation (as applicable); (vii) the Procedures; or (viii) any Clearing Notices, the first referenced document shall prevail, except with respect to any conflict arising from this CDS Clearing Rule Book being governed by French law and the CDS Clearing Supplement being governed by English law in relation to determining the existence and/or amount of any payment and delivery obligations under any Cleared Transactions, in respect of which the CDS Clearing Supplement, the Index Cleared Transaction Confirmation or Single Name Cleared Transaction Confirmation, as applicable, shall prevail to the extent permitted by law.



ANNEXE 3

*Questionnaire examiné avec les directions
juridiques de banques*



QUESTIONNAIRE EXAMINÉ AVEC LES DIRECTIONS JURIDIQUES DE BANQUES

Objectif: identification des obstacles / prérequis pour le développement d'une offre sur la négociation et la compensation des dérivés de taux courts/longs et listés/OTC à Paris.

Le Groupe Infrastructures de Place - Brexit souhaiterait profiter de cet échange avec les directions juridiques de banques pour évoquer, notamment, les questions suivantes :

i. Dans le cadre du développement à Paris d'une offre de négociation et compensation de dérivés de taux, est ce que les solutions mises en œuvre pour la compensation à Paris des transactions sur dérivés de crédit (CDS) vous semblent appropriées ?

- En termes de droit applicable ?

Pour mémoire, la solution finalement retenue par LCH SA lors de la mise en place d'une offre de compensation des transactions sur dérivés de crédit (CDS) à Paris a consisté à distinguer les règles de la chambre de compensation (membership, gestion du compte, appels de marge, défaut d'un adhérent...) régies par le Droit français, de celles liées aux transactions qui restent régies par le Droit anglais.

- En termes de mode de règlement des litiges, faut-il préférer le recours à l'arbitrage plutôt que la voie judiciaire ?

Pour mémoire, en cas de litige relatif à la compensation des CDS à Paris, le Tribunal de Paris et une cour d'arbitrage anglaise seront respectivement compétents.

Plus généralement, il conviendrait de relever que la compétence des juridictions anglaises devrait dorénavant être exclue en raison, notamment, de la sortie du Royaume-Uni de l'UE, de l'absence de reconnaissance automatique des décisions des juridictions anglaises à compter de cette date et de la particularité du sujet considéré.

- En termes d'instance arbitrale compétente ?

Pour mémoire une cour d'arbitrage anglaise a été privilégiée à une cour d'arbitrage basée à Paris s'agissant de la compensation des CDS à Paris.

ii. Sur quels points conviendrait-il, le cas échéant, de modifier les solutions retenues s'agissant de la compensation des CDS ?

iii. Est-ce que d'autres méthodes, approches ou solutions que celle proposées par LCH SA s'agissant de la compensation des CDS seraient concevables ou souhaitables ?



iv. En termes de mise en œuvre d'une offre de négociation et compensation de dérivés de taux à Paris et, le cas échéant, de transfert des stocks de transactions de la Place de Londres vers la Place de Paris :

- Sera-t-il nécessaire de prévoir des clauses de «grand père» (*grand-fathering*) permettant de ne pas contraindre les acteurs à transférer à Paris leurs opérations existantes ?
- Faudrait-il, au contraire, proposer des mécanismes de transfert permettant aux acteurs de transférer leurs positions existantes à Paris ?
- Dans l'hypothèse d'un transfert des positions existantes à Paris, cela nécessitera de prévoir des transferts par «phases» en fonction des acteurs et des opérations concernées (par opposition à un «Big-bang» avec transfert en une seule fois de l'ensemble des opérations). Est-ce que cela vous semble la bonne approche d'un point de vue juridique et opérationnel et, le cas échéant, quelles pourraient être les modalités de «phasage» ?
- Dans l'hypothèse d'un transfert des positions existantes à Paris, il faudra également organiser le transfert des actifs remis en collatéral à la chambre de compensation française sans que cela n'entraîne de «sur-collatéralisation» pour les acteurs. Quels sont les principaux sujets que vous identifiez ?

v. Ces questions ne sont pas exclusives des autres points que vous estimeriez opportun d'analyser sur le sujet dans la perspective du développement d'une offre de dérivés de taux à Paris.



ANNEXE 4

*Synthèse relative au traitement comptable
et fiscal des swaps de taux d'intérêts pour
les établissements de crédit et les entreprises
d'investissement*



SYNTHÈSE RELATIVE AU TRAITEMENT COMPTABLE ET FISCAL DES SWAPS DE TAUX D'INTÉRÊTS POUR LES ÉTABLISSEMENT DE CRÉDIT ET LES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

Depuis 1992, le régime fiscal des contrats d'échange de taux d'intérêt et de devises (article 38 bis C du Code Général des Impôts - « CGI ») a été adapté pour tenir compte des règles comptables et applicables à ces opérations lorsqu'elles sont réalisées par les établissements de crédits et les entreprises d'investissement.

Depuis 1996, le champ d'application de ces dispositions a été étendu aux accords de taux futurs (FRA) et autres contrats analogues ainsi qu'aux accords qui garantissent des plafonds ou des planchers de taux d'intérêt (*cap, floor et collar*).

Sur le plan comptable, dès leur conclusion, les contrats d'échange de taux d'intérêt ou de devises font l'objet d'un enregistrement individualisé et d'un suivi spécifique dans les comptes de hors-bilan en fonction de leur objet, dans l'une des quatre catégories suivantes :

- pour les contrats isolés (catégorie A) : les flux financiers sont comptabilisés *prorata temporis* selon la règle des intérêts courus. Les pertes latentes sur des ensembles homogènes de contrats isolés font l'objet de provisions, les gains latents ne sont pas constatés. Les soultes versées ou reçues lors de la conclusion de ces contrats sont rapportées aux résultats de manière échelonnée sur la durée de vie du contrat.

- pour les contrats affectés à la couverture d'un élément identifié (catégorie B), qui ont pour objet de couvrir dès leur conclusion le risque de taux ou de change d'un élément identifié ou d'un ensemble d'éléments homogènes : les flux financiers de ces contrats, y compris les soultes versées ou reçues, sont comptabilisés de manière symétrique à la comptabilisation des flux relatifs à l'élément couvert.

- pour les contrats affectés à la couverture d'un risque global de taux (catégorie C), qui ont pour objet de couvrir le risque global de taux de l'établissement sur l'actif, le passif et le hors-bilan, à l'exclusion des contrats isolés et des opérations de transactions : les flux financiers sont comptabilisés *prorata temporis* selon la règle du couru, les pertes latentes ne sont pas comptabilisées. Les soultes versées ou reçues sont rapportées aux résultats de manière échelonnée sur la durée de vie des contrats.

- pour les contrats affectés à une activité de transaction (catégorie D), qui font l'objet d'une évaluation à leur valeur de marché à la clôture de chaque exercice, obtenue par actualisation aux taux d'intérêt du marché à cette date des flux financiers futurs attachés à ces contrats : la valeur de marché est corrigée du risque de contrepartie et des charges de gestion futures afférentes aux contrats.



Sur le plan fiscal, l'article 38 bis C du CGI met en œuvre des règles équivalentes à celles retenues pour la détermination du résultat comptable, sous réserve, notamment du cas particulier des provisions pour pertes latentes sur les contrats isolés, d'une part, et des modalités d'étalement des soultes afférentes à des contrats non valorisés à leur valeur de marché, d'autre part.