



THIERRY AMY, Associé
JEAN-BAPTISTE EMERY, Avocat,
BCCC Avocats Sàrl.

EN DROIT

Opérations sur dérivés et risque de contrepartie

Nombreux sont les banques, les négociants et les autres intermédiaires financiers, mais également les sociétés suisses non réglementées qui gèrent leur flux de trésorerie par le biais d'opérations de couverture sur dérivés (hedging), afin de couvrir certains risques opérationnels, notamment le risque de marché ou le risque de change. Dans la pratique commerciale, ce type de transactions over-the-counter est souvent conclu sous l'égide de contrats standards, tels que notamment le International Swaps and Derivatives Association Master Agreement (ISDA). Dans la foulée de la faillite de Lehman Brothers, un certain nombre de questions ont été soulevées par les autorités de marchés s'agissant notamment du risque de contrepartie pour les transactions soumises aux contrats ISDA.

La gestion du risque de contrepartie s'effectue en particulier par le biais de la clause dite de close-out netting, qui s'applique aux transactions entre une partie défaillante et une partie non-défaillante. Ce concept permet à la partie non-défaillante de mettre unilatéralement, et de manière anticipée, un terme aux multiples transactions pendantes entre les parties, et de substituer les respectives obligations de paiement ou de livraison des parties par une seule obligation de paiement à charge d'une des parties. L'application de la clause de close-out netting est étroitement liée au mode de résiliation choisi par les parties, qui peut avoir lieu soit par notification, soit par l'adoption d'un mode de résiliation anticipée automatique (automatic early termination).

Cependant, les régimes de faillite de certaines juridictions restreignent le droit des parties de faire usage de la clause de close-out netting dès qu'une procédure de faillite a été initiée à l'égard de la partie défaillante. Pour éviter cet inconvénient, les parties domiciliées en Suisse adoptent la plupart du temps la clause d'automatic early termination, dont l'application permet de considérer que toutes

La clause de close-out netting est étroitement liée au mode de résiliation choisi par les parties.

les transactions pendantes entre les parties ont été résiliées à la date qui précède de manière immédiate l'évènement de défaut. La clause de close-out netting pose cependant deux problèmes majeurs, l'un d'ordre privé, l'autre d'ordre public. La première difficulté est caractérisée par le fait que les parties peuvent ne pas avoir connaissance du fait que leurs transactions ont été automatiquement résiliées. En conséquence, certaines positions ne bénéficient plus du hedge mis en

place par le biais du contrat ISDA. Ceci est évidemment de nature à engendrer de lourdes pertes puisque la mise en place d'un nouveau hedge peut devoir se faire à des conditions de marchés défavorables. C'est pourquoi la nouvelle tendance auprès des acteurs du marché consiste à choisir la clause d'automatic early termination seulement pour les événements de défaut liés à une faillite. Dans les autres cas de figure, il est souhaitable que la résiliation s'effectue par le biais d'une notification, les parties gardant ainsi le contrôle de leurs positions. Ceci a aussi l'avantage de renforcer la gestion des risques: les parties doivent en effet régulièrement se renseigner sur la santé financière de leurs contreparties.

La seconde difficulté est d'ordre systémique. La clause de close-out netting est en principe considérée comme un instrument qui favorise la stabilité des marchés financiers. Il permet de réduire le risque d'une contagion lorsqu'une institution financière fait défaut. Néanmoins, la faillite de Lehman Brothers a démontré que la stabilité des marchés exige parfois que des mesures d'assainissement puissent être prises avant une déclaration de faillite, par le biais notamment du transfert de certains actifs d'une institution insolvable à une institution solvable. Or, la clause de close-out netting est susceptible de compliquer un tel transfert et empêcher la mise en place de mesures visant à assurer la stabilité des marchés. C'est pourquoi, le Comité de Bâle, par l'intermédiaire de son Cross-border Bank Resolution Group, a recommandé que les législations nationales soient modifiées afin de permettre aux autorités de surveillance des marchés de suspendre provisoirement l'application des clauses contractuelles de close-out netting lorsque cela peut s'avérer nécessaire pour la stabilité des marchés.

Dans un tel contexte, il ne peut être que vivement conseillé aux acteurs du marché de suivre attentivement l'évolution législative des juridictions dans lesquelles sont domiciliées leurs contreparties, afin d'anticiper toute décision visant à suspendre l'application des clauses de close-out netting. ■