

Continuité des Contrats sur Dérivés de Gré à Gré Difficultés posées par les Transferts

Juillet 2018



Introduction et résumé

La question de la continuité des contrats sur le marché des dérivés de gré à gré (OTC) qui fait suite à la sortie du Royaume-Uni de l'UE (ci-après le « **Brexit** ») suscite de nombreuses inquiétudes chez les entreprises d'investissement, leurs clients et leurs contreparties. Et nous pensons que cette question devrait également inquiéter les régulateurs et les décideurs politiques du Royaume-Uni et de l'UE 27.

Dans le contexte du Brexit, la continuité des contrats concerne des transactions existantes et fait référence à :

- La capacité de satisfaire aux obligations contractuelles convenues dans le cadre des transactions existantes. En d'autres termes, est-il toujours juridiquement permis de les satisfaire ? Et si tel n'est pas le cas, les contrats sont-ils toujours valides et applicables ?
- La capacité à exécuter d'autres événements importants du cycle de vie (ce qui inclut les activités de gestion des risques) de ces transactions. Ces événements sont primordiaux à la fois pour les autorités de régulation (les normes techniques réglementaires du règlement EMIR imposent aux acteurs du marché de se livrer à des exercices de compression de portefeuille, par exemple), et pour les acteurs du marché.

Comme nous l'avons indiqué précédemment, nous ne pensons pas que le Brexit rende illicite pour les entreprises d'investissement la satisfaction d'obligations contractuelles au titre de contrats préexistants, et ce dans la plupart (sinon la totalité) des États Membres. Le Brexit ne devrait donc pas affecter la validité juridique des transactions conclues.

Cependant, si le respect des événements du cycle de vie dans le cadre de contrats existants entre les acteurs du marché du Royaume-Uni et des 27 États membres n'est pas juridiquement autorisé après le Brexit, selon toute probabilité, cela altérera la capacité des contreparties aux contrats préexistants issues du Royaume-Uni et des 27 États membres l'UE de gérer leurs expositions et leurs risques.

Par conséquent, après le Brexit, la perte des droits liés au passeport financier européen aura des répercussions sur les contrats transfrontaliers sur dérivés OTC conclus entre les entreprises d'investissement du Royaume-Uni et des 27 États membres de l'UE d'une part et leurs clients et contreparties se trouvant également au Royaume-Uni et dans l'un des 27 États membres de l'UE, d'autre part, si ces sociétés s'appuient actuellement sur un passeport européen pour réaliser de telles opérations au sein des 27 États membres de l'UE ou au Royaume-Uni. Des questions similaires pourraient également voir le jour dans le cadre des contrats sur dérivés de gré à gré entre certaines entreprises d'investissement de l'UE 27 qui opèrent par l'intermédiaire d'une succursale au Royaume-Uni d'une part et leurs clients et contreparties au sein de l'UE 27 d'autre part, dans la mesure où le passeport européen ne peut plus être utilisé aux fins des activités des succursales au Royaume-Uni après le Brexit.

Les implications du Brexit pour les futurs contrats transfrontaliers sur dérivés de gré à gré conclus après le Brexit par des entreprises britanniques d'investissement et de l'UE 27 avec leurs clients et contreparties respectifs du Royaume-Uni et de l'UE 27 seront soumises à l'issue des négociations politiques entourant l'Accord de Retrait en vertu de l'article 50 du Traité sur l'Union européenne et aux futures relations à long terme entre le Royaume-Uni et l'UE. Le traitement des « nouvelles activités » dans le cadre de cette relation à long terme fait partie des décisions qui reviennent aux négociateurs du Royaume-Uni et de l'UE, et ne rentre donc pas dans le champ d'application de cet article.

Toutefois, les entreprises d'investissement du Royaume-Uni et de l'UE 27 tentent également de répondre aux obligations locales en matière de licences qui pourraient être créées si elles conservent et laissent s'éteindre leurs stocks de contrats transfrontaliers « existants » sur dérivés de gré à gré avec leurs clients et contreparties respectifs du Royaume-Uni ou de l'UE 27, qui pourraient exister lorsque le Royaume-Uni quittera l'UE en mars 2019. Les analyses de l'ISDA montrent qu'une incertitude réglementaire supplémentaire résulterait de la nécessité de tenir compte des différentes approches juridiques et réglementaires adoptées par chaque État Membre de l'UE 27 individuellement, si les entreprises d'investissement conservent et laissent s'éteindre leur portefeuille de contrats transfrontaliers préexistants après le Brexit.

Une période de transition dans le cadre de l'Accord de Retrait serait essentielle pour atténuer ces risques. Il n'existe néanmoins aucune certitude que le Royaume-Uni et l'UE concluront un tel accord. En outre,

même si les parties concluent effectivement un Accord de Retrait prévoyant une période de transition appropriée, les entreprises d'investissement seraient susceptibles de toujours avoir des contrats sur dérivés de gré à gré qui s'étendent au-delà de la fin de la période transition, auxquels les mêmes considérations s'appliqueraient que celles évoquées dans cet article. De nombreux acteurs du marché chercheront à conclure de nouveaux contrats avec et par l'intermédiaire d'entités au sein de l'UE au cours de cette période de transition, mais les principales difficultés juridiques, opérationnelles et financières auxquelles seront confrontés certaines banques d'investissement et certains investisseurs institutionnels avant de pouvoir réaliser de nouvelles transactions dans le cadre de structures européennes post-Brexit impliquent que certains de ces nouveaux contrats devront être conclus par l'intermédiaire de structures existantes (c'est-à-dire qui impliquent des entités britanniques), et qu'ils expireront après le Brexit ou à la fin de la période de transition au lieu d'être reconduits au bout de 2 ans.

Cet article s'intéresse aux difficultés rencontrées par les entreprises d'investissement britanniques et européennes et par leurs clients lorsqu'elles cherchent à éviter ces incertitudes en transférant leurs contrats transfrontaliers existants sur dérivés de gré à gré vers une société affiliée titulaire des licences appropriées au sein de l'UE 27, en préparation du Brexit.

Les projets de délocalisation des activités vers une société affiliée au sein de l'UE 27 mis en place par certaines entreprises britanniques d'investissement pourraient impliquer le recours à des mécanismes permettant de transférer des contrats existants sans le consentement de chaque client ou contrepartie concerné(e). Cependant, ces mécanismes ne sont ni disponibles ni adaptés à toutes les entreprises britanniques d'investissement qui exercent des activités transfrontalières de dérivés de gré à gré avec des clients et des contreparties au sein de l'UE 27.

Pour nombre de ces sociétés, la seule alternative au regard des contrats existants qui sont soumis à ces incertitudes consiste à obtenir le consentement de chaque client ou contrepartie pour transférer les droits et les obligations de la société britannique au titre des contrats concernés vers une société affiliée au sein de l'UE 27 (ce mécanisme est connu sous le nom de « novation »), avant le Brexit. Les entreprises d'investissement ont déjà effectué d'importants travaux préparatoires relatifs à leurs projets de novation, et dans de nombreux cas, elles ont même déjà commencé à contacter leurs clients et leurs contreparties.

La réalisation de leurs projets de novation est toutefois soumise à des facteurs extrinsèques qui échappent à leur contrôle. Cela inclut notamment de possibles mesures réglementaires (du fait du manque de clarté du droit local quant à l'obligation ou non d'obtenir l'autorisation) qui auraient des répercussions négatives sur les hypothèses de ces sociétés concernant le traitement des événements du cycle de vie, ainsi que de la coopération et l'acceptation des clients. D'importantes difficultés pratiques existent également en matière d'exécution et de calendrier de ces projets avant le Brexit, en particulier en raison de l'échelle et de la complexité du processus, mais également, parce qu'il existe de nombreuses raisons pour lesquelles les clients peuvent tarder à donner leur consentement à une novation, voire la refusent.

L'ISDA et l'AFME (les « Associations ») considèrent donc qu'il s'agit là d'arguments solides en faveur d'une action de la part des pouvoirs publics pour résoudre ces risques dans le cadre de l'Accord de Retrait ou grâce à des mesures législatives ou réglementaires adoptées par l'UE ou les États Membres à titre individuel. Les Associations considèrent qu'il convient qu'une solution devrait être mutuellement convenue, pour le Royaume-Uni comme pour l'UE 27, afin de protéger de manière adéquate les clients et les contreparties contre l'interruption de leurs activités et de garantir la stabilité financière. L'Accord de Retrait devrait contenir des dispositions appropriées visant à la fois à faciliter les transferts de contrats ou les novations vers des entités au sein de l'UE et à permettre aux entreprises d'investissement de continuer à fournir leurs services dans le cadre de contrats préexistants une fois la période de transition terminée, au moins dans la mesure où il n'est pas possible de procéder à ces transferts ou ces novations dans un délai approprié. Cependant, il convient de prévoir également des solutions de secours coordonnées qui pourraient s'appliquer faute d'un Accord de Retrait. Le Royaume-Uni a déjà indiqué qu'il agirait, si besoin est, pour répondre aux questions de continuité des contrats pour les entreprises d'investissement de l'UE 27 qui exercent des activités au Royaume-Uni (par exemple, le Trésor britannique a déjà annoncé qu'il donnait aux autorités de régulation britanniques le pouvoir d'accorder des autorisations temporaires aux entreprises d'investissement de l'UE 27 qui exercent actuellement des activités au Royaume-Uni, afin de leur permettre de poursuivre leurs activités jusqu'à ce qu'elles obtiennent une autorisation permanente). Les Associations considèrent que l'UE et ses autorités de régulation devraient envisager de mettre en place des solutions comparables, le cas échéant.

Risques pesant sur les Contrats Préexistants

La question de la continuité des contrats se pose, car, après le Brexit, les entreprises d'investissement réglementées au Royaume-Uni et au sein de l'UE 27 ne bénéficieront plus du passeport pour le marché unique qui leur permet à ce jour d'exercer des activités réglementées au sein de l'UE 27 et du Royaume-Uni respectivement, sans avoir besoin d'une licence locale supplémentaire. Cela soulève des questions pour certains contrats sur dérivés de gré à gré qui ont une durée plus longue et ont été conclus avant le Brexit, lorsque les entités détenaient le passeport en question et si la durée du contrat se prolonge au-delà de la date du Brexit. Dans ce cas, certains événements, dits « événements du cycle de vie », qui surviennent au cours de la durée de validité du contrat pourraient être considérés comme constituant des activités réglementées dans le pays dans lequel le client ou la contrepartie se situe, déclenchant ainsi l'application de l'obligation d'obtenir d'une licence locale si la société maintient ces contrats après le Brexit.

L'ISDA a déjà demandé une analyse juridique du traitement possible de certains événements au cours de la vie d'une transaction après le Brexit, qui pourraient impliquer plus que la simple satisfaction d'obligations contractuelles. Cette analyse couvre les contrats transfrontaliers préexistants sur dérivés dans six pays : la France, l'Allemagne, l'Italie, les Pays-Bas, l'Espagne et le Royaume-Uni. Elle s'intéresse aux événements du cycle de vie qui concernent les contrats en cours, notamment la satisfaction d'obligations, l'exercice d'options, la reconduction de positions ouvertes, les augmentations ou diminutions du montant notionnel et autres modifications en la matière, les novations, les dénouements et les compressions de portefeuille. L'analyse complète du cycle de vie est disponible dans la Bibliothèque en suivant le [lien](#) suivant. Des informations supplémentaires concernant le régime de passeport financier européen, y compris un résumé des systèmes d'équivalence et d'exemptions, sont disponibles à la question 16 de la FAQ, que vous trouverez en suivant ce [lien](#).

Bien qu'il existe des différences entre les pays, le message clé est que certains événements courants du cycle de vie pourraient constituer des activités réglementées dans les pays de l'UE 27, ce qui déclencherà l'obligation d'obtenir une licence locale.

Par conséquent, afin d'exercer ces activités après le Brexit, une entreprise britannique d'investissement pourrait avoir besoin d'une licence locale ou une exemption, ce qui pourrait ne pas être possible du fait de son statut d'entreprise d'investissement d'un pays tiers, ou de s'enregistrer auprès de l'AFME dans le cadre du régime de pays tiers en vertu du Règlement sur le Marché d'Instruments Financiers (MiFIR), mais cela dépendra de la prise d'une décision d'équivalence concernant le Royaume-Uni par la Commission. Sinon, l'entreprise britannique d'investissement pourrait être en mesure de répondre aux demandes des clients et des contreparties de l'UE 27 en faisant valoir les exemptions au titre de la commercialisation passive (*reverse solicitation*), mais des incertitudes inhérentes et des limitations existent lorsqu'il s'agit de s'appuyer sur ces exemptions.

Cela crée des incertitudes sur la manière dont les sociétés britanniques qui ont conclu des contrats avec des contreparties et des clients de l'UE 27 pourraient conserver et laisser s'éteindre leur portefeuille de contrats transfrontaliers préexistants après le Brexit d'une façon pratique qui répondrait aux besoins de leurs clients et contreparties, tout en étant conforme aux règles en matière de licence en vigueur au sein de l'UE. Le risque le plus grave est qu'une société britannique ne soit pas en mesure de se conformer aux règles en matière de licence en vigueur au sein de l'UE après le Brexit. Elle serait alors dans l'impossibilité de continuer à répondre aux besoins des clients et des contreparties de l'UE 27 dans le cadre des contrats préexistants. Par conséquent, elle pourrait avoir besoin de transférer ces contrats vers une société affiliée au sein de l'UE 27, d'y mettre fin ou, en vertu du droit local, de conserver et laisser s'éteindre les contrats sans permettre la survenance des événements du cycle de vie dans le cadre des obligations en matière d'obtention de licence.

Cet article se concentre sur les incertitudes qui découlent des restrictions en matière de licence et qui affectent les contrats sur dérivés de gré à gré entre une entreprise d'investissement et ses clients et contreparties, y compris les restrictions susceptibles de s'appliquer aux sociétés qui agissent en qualité de membre compensateur pour les clients et les contreparties dans les contrats sur dérivés de gré à gré compensés. Il existe en outre, pour les clients de l'UE 27, des incertitudes en ce qui concerne leur capacité, après le Brexit, à poursuivre la compensation des contrats préexistants conclus avec des contreparties centrales (CCP) britanniques ou à traiter les expositions à des CCP britanniques à des fins d'immobilisation comme cela était le cas avant le Brexit, faute de solutions de transition appropriées (ces

dernières étant en dehors du périmètre des questions évoqués dans cet article). Les clients et les contreparties de l'UE 27 pourraient également être confrontés à d'autres incertitudes concernant les contrats préexistants conclus avec des entreprises britanniques d'investissement. Il pourra par exemple s'agir de savoir s'ils pourront continuer à pondérer le risque des expositions aux établissements britanniques de la même manière que par le passé en l'absence d'une décision d'équivalence concernant le Royaume-Uni.

Bien qu'en principe, des risques similaires puissent voir le jour concernant les contrats transfrontaliers existants conclus par des entreprises d'investissement de l'UE 27 avec des clients et des contreparties britanniques, au Royaume-Uni, dans de nombreux cas, des exemptions aux obligations en matière d'obtention de licence (notamment, l'exemption pour les personnes étrangères (*overseas persons*)) permettant d'atténuer les risques existent déjà. Par ailleurs, le gouvernement britannique a déjà annoncé que, si besoin est, il remédiera aux problèmes rencontrés par les acteurs du marché par le biais d'autorisations temporaires et d'un système de reconnaissance.

Une période de transition dans le cadre de l'Accord de Retrait serait essentielle pour atténuer les risques liés aux contrats transfrontaliers préexistants. Elle laisserait plus de temps aux entreprises d'investissement pour laisser s'éteindre, transférer ou résilier les contrats concernés. À l'heure actuelle, il n'existe cependant aucune certitude que l'UE et le Royaume-Uni ratifient et concluent enfin un Accord de Retrait prévoyant une période de transition, et les autorités de l'UE 27 insistent que les plans Brexit des entreprises d'investissement doivent partir du principe qu'aucun accord de ce type ne sera conclu. En outre, même si les parties concluent effectivement un Accord de Retrait prévoyant une période de transition appropriée, les entreprises d'investissement seraient susceptibles de toujours avoir des contrats qui s'étendent au-delà de la fin de la période transition, auxquels les mêmes considérations s'appliqueraient que celles évoquées dans cet article.

Disponibilité et Utilisation des Mécanismes de Transfert Prévus par la Loi

Les plans de secours de certaines entreprises britanniques d'investissement peuvent impliquer le transfert des activités (y compris leur activité de produits dérivés) qu'elles mènent avec des clients et des contreparties de l'UE 27 vers une société affiliée implantée dans l'UE 27, en ayant recours à l'un des mécanismes prévus par le droit britannique. Ces mécanismes permettent le transfert de contrats existants, car ils autorisent le transfert de contrats existants conclus avec des tiers sans nécessiter le consentement individuel du tiers. Ces mécanismes sont toutefois complexes et impliquent des procédures devant un tribunal qui créent des difficultés majeures en matière d'exécution et de calendrier pour les entreprises d'investissement. Une entreprise d'investissement qui entend avoir recours à l'un de ces mécanismes devrait alors avoir déjà bien avancé dans ses plans si elle compte finaliser le transfert avant le Brexit.

En tout état de cause, ces mécanismes ne sont disponibles ou adaptés qu'à certaines entreprises britanniques d'investissement qui exercent des activités transfrontalières de dérivés avec des clients ou des contreparties au sein de l'UE 27.

Part VII Scheme

La Partie VII du *Financial Services and Markets Act 2000* permet aux tribunaux britanniques d'approuver un système (*scheme*) en vertu duquel une banque transfère tout ou partie d'une activité qu'elle exerce, qui inclut un volume important d'activités de réception des dépôts, à une banque cessionnaire, y compris dans un autre État Membre. Un système peut permettre le transfert des droits et des obligations de la banque au titre de ses contrats conclus avec des tiers, sans nécessiter le consentement individuel des tiers. Il peut également autoriser la modification des termes des contrats afin de réaliser ce transfert (c'est-à-dire de refléter le fait que le cessionnaire est constitué dans un pays différent et y est résident fiscal).

Ces systèmes sont soumis à un processus d'examen réglementaire particulier, impliquant deux audiences devant un tribunal, le droit des parties intéressées de s'y opposer et l'autorisation finale de la *High Court* (juridiction du second degré au Royaume-Uni). La *High Court* ne prendra pas de décision tant qu'elle ne

sera pas convaincue que les clients ne subiront pas de préjudice. Il est possible que le cessionnaire ait besoin de nouvelles licences ou d'une modification de ses licences afin d'exercer l'activité transférée.

Ce système n'est actuellement ni disponible ni adapté à toutes les entreprises britanniques d'investissement qui exercent une activité transfrontalière de produits dérivés avec des clients ou des contreparties de l'UE 27, notamment parce qu'il est possible qu'elles ne soient pas des banques de dépôt ou qu'elles ne transfèrent pas d'activités qui incluent des dépôts suffisants.

Fusion Transfrontalière

Les *Companies (Cross Border Mergers) Regulations 2007* autorisent une société britannique à fusionner avec une société constituée dans un autre État Membre, conformément à la directive européenne sur le droit des sociétés qui autorise les fusions transfrontalières de sociétés à responsabilité limitée. Cette fusion a pour conséquence le transfert de plein droit de l'intégralité des actifs et des passifs à la société survivante, y compris les contrats de la société absorbée, sans que le consentement des tiers ne soit nécessaire. La fusion se traduit alors également par la dissolution de la société absorbée, sans liquidation. Elle est soumise à l'approbation des tribunaux du Royaume-Uni et à un examen approfondi par un tribunal ou d'une autre autorité dans l'État Membre concerné, et les parties intéressées peuvent s'y opposer. Par ailleurs, la société survivante doit être titulaire des licences obligatoires afin d'exercer les activités de la société absorbée, ce qui peut nécessiter la délivrance de nouvelles licences ou la modification de ses licences existantes (et il est possible qu'elle doive obtenir une licence au Royaume-Uni, si elle conserve une succursale britannique après le Brexit).

Une fusion ne peut pas être utilisée à la seule fin afin de transférer une partie de l'activité d'une société britannique vers un cessionnaire. En outre, une fusion transfrontalière ne délocalise pas en elle-même les activités commerciales que la société britannique exerce au Royaume-Uni. Des étapes supplémentaires peuvent être nécessaires pour transférer les équipes, les actifs et les activités commerciales vers la société fusionnée, à savoir du Royaume-Uni vers les bureaux de la société absorbante au sein de l'UE 27.

Ce mécanisme n'est ni disponible ni adapté à toutes les entreprises britanniques d'investissement qui exercent des activités transfrontalières de dérivés avec des clients ou des contreparties au sein de l'UE 27. Cela pourrait poser des problèmes en matière de structure ou de supervision si l'entité absorbante exerce un volume d'activité relativement faible lié à l'UE 27 depuis ses bureaux au sein de l'UE et un volume d'activité très élevé lié au Royaume-Uni et aux pays hors UE depuis une succursale au Royaume-Uni. L'entreprise britannique d'investissement pourrait devoir transférer dans un premier temps une partie de l'activité hors UE vers une autre société britannique. Le consentement des tiers dont les contrats sont affectés serait alors nécessaire, ce qui élimine l'un des principaux avantages potentiels du recours à ce mécanisme.

Statut de Société Européenne

Le règlement européen sur le statut de société européenne permet à une société britannique de changer de statut au profit d'une *societas europaea* (SE, ou société européenne) et de transférer ensuite son siège social vers un autre État Membre. La société doit d'abord être ou devenir une *public limited company (plc)* et disposer d'une filiale dans un autre État Membre depuis au moins deux ans. La conversion et le transfert du siège social n'impliquent aucun changement de la personnalité juridique de la société.

Ce processus nécessite de se conformer à des règles spécifiques en matière de participation des collaborateurs dans le cadre du processus de conversion. La SE devra obtenir une nouvelle licence afin d'exercer ses activités dans le nouvel État Membre dans lequel se situera son siège social (et il est possible qu'elle doive obtenir une licence au Royaume-Uni, si elle y conserve une filiale après le Brexit).

La conversion d'une société britannique en SE a donc pour conséquence que la SE exercera l'intégralité de l'activité de la société britannique. De plus, le transfert du siège social de la SE vers l'UE 27 ne délocalisera pas en lui-même les activités commerciales que la SE exerce au Royaume-Uni. Des étapes supplémentaires peuvent être nécessaires pour transférer les équipes, les actifs et les activités commerciales vers la SE, à savoir du Royaume-Uni vers les bureaux de la SE au sein de l'UE 27.

Ce mécanisme n'est ni disponible ni adapté à toutes les entreprises britanniques d'investissement qui exercent des activités transfrontalières de dérivés avec des clients ou des contreparties au sein de l'UE 27. Cela pourrait poser des problèmes en matière de structure ou de supervision si la SE exerce un volume d'activité relativement faible lié à l'UE 27 depuis ses bureaux au sein de l'UE et un volume d'activité très élevé lié au Royaume-Uni et aux pays hors UE depuis une succursale au Royaume-Uni. L'entreprise britannique d'investissement pourrait devoir transférer dans un premier temps une partie de l'activité hors UE vers une autre société britannique. Le consentement des tiers dont les contrats sont affectés serait alors nécessaire, ce qui élimine l'un des principaux avantages potentiels du recours à ce mécanisme.

Il existe d'autres moyens de constituer une SE, notamment par le biais d'une fusion transfrontalière avec une entité d'un autre État Membre, mais elles pourraient n'offrir aucun avantage par rapport à une fusion transfrontalière intervenant dans le cadre de la directive sur le droit de sociétés relative aux fusions transfrontalières.

Scheme of Arrangement

La Partie 26 du *Companies Act* permet aux tribunaux britanniques d'autoriser un mécanisme appelé *scheme of arrangement* qui permet de transférer les contrats d'une société vers un cessionnaire ou de fusionner une société avec une autre. Toutefois, le tribunal peut n'autoriser un mécanisme qui affecte les droits des créanciers que si celui-ci est autorisé par des résolutions adoptées par une majorité en nombre qui représente 75 % de la valeur de chaque catégorie de créanciers affectés dans le cadre d'assemblées organisées par catégorie de créanciers convoquées à ces fins. Ce détail rend cette possibilité peu attractive dans la plupart des cas.

En tout cas, même lorsqu'une entreprise d'investissement peut utiliser l'un des mécanismes prévus par la loi décrits ci-dessus, il peut néanmoins être nécessaire qu'elle obtienne le consentement des clients ou des contreparties afin que le transfert de certains des contrats préexistants puisse prendre effet ou afin de refléter les modifications apportées à l'activité de la société. Par exemple, les parties à une fusion transfrontalière ou une société qui se transforme en SE puis se délocalise dans l'UE 27 pourraient devoir obtenir le consentement de leurs clients et de leurs contreparties pour modifier le statut d'« établissement » au Royaume-Uni dans un contrat-cadre ISDA et le remplacer par un établissement au sein de l'UE 27 ou pour modifier d'autres clauses spécifiques au Royaume-Uni dans leurs contrats.

Difficultés spécifiques posées par les Transferts par Novation

Pour toutes ces raisons, de nombreuses entreprises britanniques d'investissement, qui décident qu'elles doivent transférer leurs contrats préexistants sur dérivés de gré à gré à leurs affiliées au sein de l'UE 27 avant le Brexit, vont devoir obtenir le consentement de chaque client et de chaque contrepartie pour transférer les droits et les obligations de la société à son affiliée (mécanisme connu sous le nom de « novation »). Il ne s'agit pour autant pas d'un « remède miracle », et des difficultés spécifiques seront posées en matière d'exécution et de calendrier dans le cadre de novations à grande échelle de contrats sur dérivés de gré à gré en faveur d'une entité située dans un autre État Membre.

Les novations à grande échelle nécessitent d'importants travaux préparatoires

Comme pour les mécanismes prévus par la loi, l'entité cessionnaire devra être titulaire des licences de rigueur dans son État Membre, ce qui peut nécessiter la délivrance de nouvelles licences ou la modification de licences existantes. Ce processus formel de novation peut ne pas être mis en place avant que ces licences ne soient accordées. Le cessionnaire devra également déterminer si, oui ou non, le portefeuille transféré respecte ses propres obligations en matière de risques et la manière dont il gèrera les risques opérationnels et les autres risques pesant sur le portefeuille, en particulier, car ce processus est susceptible de donner lieu à une augmentation de ses opérations bien plus rapide que s'il devait s'en tenir aux nouvelles activités. Le cessionnaire doit s'entretenir avec ses autorités de supervision et affecter les capitaux nécessaires pour refléter les répercussions des novations sur ses obligations réglementaires en matière de fonds propres et prendre en compte les incertitudes relatives au calendrier et à la mesure selon lesquels les clients et les contreparties consentent au transfert des contrats existants. En outre, le

cessionnaire doit mettre en place un nouveau réseau de compensation, de règlement et de dépôt, qui est calqué sur celui du cédant.

Le cédant et le cessionnaire doivent réaliser une diligence raisonnable sur le portefeuille. Elle est susceptible d'être plus approfondie et plus stricte que si elle était réalisée dans le cadre du recours à un mécanisme prévu par la loi. Ils doivent identifier chaque contrat individuel qui doit être transféré, ainsi que chaque modification contractuelle et opérationnelle imposée. Ils doivent également préparer une correspondance personnalisée et la documentation appropriée pour chaque client ou contrepartie.

Les entreprises d'investissement ont déjà effectué d'importants travaux préparatoires, et dans de nombreux cas, elles ont même déjà commencé à contacter leurs clients et leurs contreparties. La réalisation de leurs projets de novation est toutefois soumise à des facteurs extrinsèques qui échappent à leur contrôle. Cela inclut notamment de possibles mesures réglementaires qui auraient des répercussions négatives sur les hypothèses de ces sociétés concernant le traitement des événements du cycle de vie, ainsi que de la coopération et l'acceptation des clients.

Les mesures réglementaires peuvent avoir un impact négatif sur les hypothèses des entreprises d'investissement concernant le traitement des événements du cycle de vie

Comme nous l'évoquons dans la partie « Risques pesant sur les Contrats Préexistants », il n'existe actuellement aucun consensus parmi les États Membres afin de déterminer quels événements du cycle de vie des contrats préexistants pourraient être considérés comme constituant des activités réglementaires donnant lieu à des obligations en matière d'obtention de licences. Le résultat dépend de la position au sein de chaque État Membre, et dans de nombreux cas la législation manque de clarté et les autorités de régulation n'ont fourni aucune orientation claire concernant le traitement d'activités particulières. Par conséquent, les entreprises d'investissement doivent se préparer à mener à bien leurs projets de novation en se fondant sur des hypothèses quant à la manière dont ces activités seront traitées en vertu des règles locales d'obtention de licence et sur les conseils juridiques dont elles disposent à ce jour.

Elles encourent le risque de voir des changements réglementaires ou de nouvelles orientations réglementaires affecter les hypothèses sur lesquelles leurs projets de novation sont fondés. Ce point pourrait modifier significativement le périmètre de la question de la continuité des contrats, et cela signifie que les entreprises d'investissement ont besoin de plus de flexibilité et de temps pour mener à bien leurs projets.

La réalisation de progrès dans ce domaine dépend de la coopération et de l'acceptation des clients et des contreparties.

Dans tous les cas, la prise de contact initiale ne marque que le début des discussions entre les entreprises d'investissement et leurs clients et leurs contreparties. La réalisation de progrès dans le cadre de leurs projets de novation dépend de la coopération et de l'acceptation des clients et des contreparties. L'absence de coopération ou le fait de retarder ou de refuser son consentement peut avoir un impact significatif sur les projets de ces sociétés.

Conformément au contrat-cadre ISDA, hors du cadre d'une fusion ou d'une réorganisation similaire des sociétés, une partie ne peut pas transférer ses droits et obligations à un tiers, même s'il s'agit d'une société affiliée, sans le consentement écrit préalable de l'autre partie au contrat. Par ailleurs, toute modification apportée au contrat, qui est rendue nécessaire pour refléter le statut du cessionnaire, doit également revêtir une forme écrite et être signée par les deux parties (la signature peut être donnée sous une forme électronique équivalente). Dans certains cas, le transfert interviendra lorsque le cessionnaire acceptera de signer, avec le client ou la contrepartie, un nouveau contrat-cadre ISDA, ainsi que les contrats lui étant liés, qui déterminent les marges, les déclarations, la compensation, les conditions générales de la relation, et autres conventions, et le fait que le cédant, le cessionnaire et le client ou la contrepartie conviennent par écrit du transfert par novation des transactions de l'ancien contrat-cadre ISDA vers le nouveau.

Le transfert devra être synchronisé avec les modifications opérationnelles et autres modifications qui doivent également être convenues avec le client ou la contrepartie. Par exemple, afin de déplacer le collatéral détenu par les parties ou auprès d'un dépositaire tiers, afin de se charger des flux de collatéral et des paiements ou afin de gérer la nouvelle organisation en matière de compensation pour les contrats. Dans de nombreux cas, les contrats sur dérivés de gré à gré seront liés à d'autres transactions (à savoir dans le cadre d'une activité de *prime brokerage* ou de la prestation d'autres solutions) de sorte qu'il sera nécessaire de parvenir à un accord sur le transfert des contrats sur dérivés de gré à gré dans le cadre d'un package avec ces autres transactions, tout en apportant les modifications à ces autres documents.

L'ampleur et la complexité du processus sont considérables. La préparation et la finalisation du processus de novation avec les clients et les contreparties prendront un temps considérable.

Les acteurs du marché de taille importante ont plusieurs milliers de relations dans le cadre de leur activité de produits dérivés, et le nombre de clients et de contreparties sous-jacents est encore plus élevé. Nombre de ces relations concernent soit des gestionnaires d'actifs qui agissent pour le compte de plusieurs fonds sous-jacents ou comptes ségrégués, soit d'importants groupes de sociétés avec plusieurs contreparties, qui ont, dans la plupart des cas, une documentation différente.

Les clients et les contreparties auront eux-mêmes des relations avec plusieurs entreprises d'investissement, et sont susceptibles d'avoir conclu plusieurs contrats avec chacune d'entre elles. Les clients et les contreparties devront également gérer des discussions parallèles complexes en disposant de ressources limitées.

Les clients et les contreparties pourraient tarder à donner leur consentement à une novation ou le refuser

Les clients et les contreparties pourraient tarder à donner leur consentement à la novation de contrats existants ou refuser de le donner et cela pour plusieurs raisons :

- **Diligence raisonnable.** Le client ou la contrepartie pourrait souhaiter effectuer sa propre diligence raisonnable en ce qui concerne la situation et la solvabilité du cessionnaire avant d'accepter la novation. Même si le cessionnaire présente une note solvabilité similaire à celle du cédant, ses caractéristiques de crédit différeront, ce qui pourrait revêtir une importance pour certains clients ou certaines contreparties.
- **Limites en matière d'exposition.** Le client ou la contrepartie pourrait avoir des limites d'exposition par pays ou d'autres limites en matière de concentration qui limitent la possibilité de traiter avec le cessionnaire.

- **Nouvelles opinions juridiques.** Avant d'accepter la novation, le client ou la contrepartie pourrait avoir besoin d'obtenir de nouvelles opinions juridiques sur la compensation bilatérale ou le collatéral par rapport au cessionnaire ou à la nouvelle documentation.
- **Nouvelles obligations en matière de compensation et de marges.** Les clients et les contreparties pourraient ne pas souhaiter accepter une novation si elle venait à créer des obligations en matière de compensation ou de constitution de marges au regard des transactions qui sont actuellement soumises à des accords conférant une clause de grand-père en vertu d'EMIR. Les novations créent de nouvelles transactions qui devront être compensées ou garanties par des marges selon le cas. Elles créent également de nouvelles obligations en matière de déclaration. L'obligation de compenser ou de garantir, par des marges, des transactions qui ne l'étaient pas jusque-là aura un impact sur le client et la contrepartie, ainsi que sur l'entreprise d'investissement. Une nouvelle demande soudaine de marges supplémentaires pourrait avoir un impact significatif sur le marché alors que les entreprises d'investissement et les contreparties tentent de trouver un collatéral approprié.
- **Incertitude relative aux règles européennes de compensation.** Les clients de l'UE 27 pourraient retarder leur décision concernant leurs besoins en matière de dérivés de gré à gré devant être compensés du fait de l'incertitude persistante autour des règles européennes. La question est de savoir si elles leur permettront de continuer à compenser les transactions existantes sur des CCP britanniques. Cette incertitude touche également la pondération des risques d'exposition à ces CCP et les questions cruciales que cela pose d'un point de vue opérationnel et en matière de détermination des prix dans le cadre du transfert des contrats compensés d'une CCP à une autre.
- **Impact fiscal.** La novation pourrait engendrer une accélération des moins-values ou des plus-values sur les produits dérivés d'un point de vue fiscal (si le client ou la contrepartie comptabilise les produits dérivés sur la base de la juste valeur ou sur une autre base, et si le client ou la contrepartie est « en dehors de la monnaie » ou « dans la monnaie » sur ses positions de produits dérivés). L'accélération des moins-values pourrait être avantageuse pour le client ou la contrepartie (quoiqu'ayant un coût pour son autorité fiscale nationale), mais l'accélération des plus-values pourrait engendrer l'absence de volonté du client ou de la contrepartie d'accepter la novation (du moins sans compensation).
- **Restrictions structurelles.** Dans certains cas, des raisons structurelles pourraient compliquer le transfert des contrats. Par exemple, en cas de titrisation de swaps dans laquelle la documentation de titrisation interdit à la contrepartie du swap de transférer le swap à une affiliée dont la note de solvabilité est inférieure à celle du cédant au moment de la création du swap.
- **Portée des restrictions réglementaires.** Les clients et les contreparties pourraient souhaiter obtenir des informations détaillées expliquant la raison pour laquelle ils ne peuvent pas conserver leur relation actuelle pour les contrats existants et les implications que cela entraîne pour eux en cas de refus des novations proposées. Ils pourraient avoir une opinion différente de la manière dont les restrictions réglementaires sur les événements du cycle de vie affectent leur relation avec l'entreprise d'investissement. Certains pourraient opposer un refus total à toute novation, ou ils pourraient souhaiter ne nover qu'une partie des contrats existants. D'autres pourraient souhaiter nover l'intégralité de leur portefeuille de contrats, et non pas uniquement ceux qui sont affectés par les restrictions réglementaires, car ils souhaitent préserver les efficiences engendrées par la compensation bilatérale, ou du fait de l'incertitude qui plane sur leur traitement réglementaire en vertu des règles européennes en l'absence de décisions d'équivalence concernant le Royaume-Uni.
- **Acceptation de la nouvelle documentation.** Des modifications sont inévitables dans la documentation, et le client ou la contrepartie pourrait souhaiter en discuter. Il peut par exemple s'agir de déclarations fiscales différentes ou de nouveaux termes utilisés pour les contrats régis par le droit anglais concernant la reconnaissance du *bail-in* ou des *resolution stays* afin d'anticiper le fait, qu'après le Brexit, le droit anglais sera le droit d'un pays tiers aux fins de l'article 55 de la Directive sur le redressement et la résolution des banques ou des règles nationales.
- **Négociation commerciale.** Les clients et les contreparties pourraient tout simplement souhaiter profiter de cette occasion pour renégocier les modalités commerciales et les autres termes de leur relation avec l'entreprise d'investissement, voire les termes de transactions spécifiques.
- **Négociations parallèles multiples.** Les clients et les contreparties recevront probablement des lots de documents et des propositions de la part d'autres entreprises britanniques d'investissement, qui seront différents les uns des autres et demanderont chacun une attention poussée (en particulier, car différentes entreprises d'investissement britanniques délocalisent leurs activités vers différents

pays de l'UE 27). Chaque proposition nécessitera également une mise en œuvre opérationnelle distincte. Cela fait peser une charge considérable sur les ressources commerciales, juridiques et opérationnelles des clients et des contreparties qui cherchent à traiter avec plusieurs sociétés ainsi que (dans le cas des sociétés de gestion) de leurs clients sous-jacents. Cette situation pourrait conduire à des goulots d'étranglement et des retards. Par exemple, au cours du processus de rédaction des nouveaux contrats d'appel de marge, des retards ont été rencontrés dans la mise en place de la documentation en raison des difficultés opérationnelles liées au traitement d'un nombre élevé de clients.

La mise en œuvre de programmes de novation complexes et de taille importante prend du temps, même avec une bonne organisation. L'article de PriceWaterhouseCoopers, *Planning for Brexit – Operational impacts on wholesale banking and capital markets in Europe* (janvier 2017), préparé pour l'Association for Financial Markets in Europe¹, présentait un certain nombre d'exemples de banques qui apportaient des modifications aux structures de booking, illustrant que ces modifications nécessitaient entre deux et cinq ans à mettre en place (voir la section 3 de l'article).

¹ <https://www.afme.eu/en/reports/publications/planning-for-brexit/>

Les transferts de contrats entre différents établissements de la même personne morale soulèvent des questions similaires.

Il est possible de rencontrer des difficultés similaires en matière d'exécution et de calendrier si une société de l'UE 27 décide de délocaliser les activités d'une succursale au Royaume-Uni vers son siège social ou un autre établissement au sein de l'UE 27, ou si une entreprise d'investissement décide de délocaliser une activité de son siège social au Royaume-Uni vers une succursale au sein de l'UE 27. Cette délocalisation n'implique aucune novation de contrats, puisque la même personne morale demeure la contrepartie du contrat. Cependant, la modification de l'établissement et de l'organisation du booking peut impliquer des modifications des contrats ou des modifications opérationnelles qui nécessitent le consentement des clients et des contreparties.

Solutions

Comme nous l'évoquons dans cet article, d'importantes difficultés peuvent surgir en matière d'exécution et de calendrier dans le cadre du transfert de contrats existants vers des affiliées en prévision du Brexit. Tandis que les entreprises d'investissement travaillent pour leur part à résoudre ces difficultés afin de s'assurer qu'elles pourront continuer à répondre aux besoins des clients de manière prudente, de leur côté, les décideurs politiques et les autorités de régulation doivent minimiser les risques et apporter des certitudes au marché en acceptant que la conservation, la gestion des risques, l'exécution, la résiliation ou la cession des contrats existants se prolongent après le Brexit.

De nombreuses solutions que les décideurs politiques et les autorités de réglementation pourraient examiner existent.

L'UE et le Royaume-Uni pourraient accorder aux entreprises d'investissement, à leurs clients et à leurs contreparties le degré de certitude le plus élevé en incluant dans l'Accord de Retrait des dispositions permettant aux entreprises d'investissement de continuer à fournir des services dans le cadre de contrats préexistants après la fin de la période de transition, jusqu'à leur échéance, leur cession ou leur terme. Cette solution serait conforme au traitement de la BCE et de la BEI aux termes de l'actuel projet d'Accord de Retrait. Elle garantirait que si les clients ou les contreparties n'acceptent pas ou ne peuvent pas accepter la novation ou (si besoin est) la résiliation d'un contrat existant, les entreprises d'investissement puissent continuer à répondre à leurs besoins jusqu'à l'extinction du contrat.

Une solution moins optimale serait d'imposer une limite de temps en matière de possibilité de fournir des services dans le cadre d'un contrat après la fin de la période de transition. Elle laisserait plus de temps aux entreprises d'investissement pour laisser s'éteindre, transférer ou résilier les contrats concernés. Cette approche engendre certaines difficultés, car il pourrait s'avérer difficile d'identifier un laps de temps approprié et des contrats existants dont la durée est plus longue, et qui sont soumis à des restrictions réglementaires sur les événements du cycle de vie, pourraient être difficiles à résilier ou à nover.

Il conviendrait d'adopter des mesures qui faciliteraient les transferts et les novations dans ce cas. Par exemple, les autorités britanniques pourraient étudier la possibilité d'étendre la Partie VII du *Financial Services and Markets Act 2000* non plus seulement aux banques de dépôt, mais à toutes les entités qui gèrent un portefeuille de produits dérivés avec des clients de l'UE 27. Bien qu'il pourrait être impossible d'effectuer un tel changement législatif à temps avant le Brexit, ce changement pourrait, s'il venait à entrer en vigueur suffisamment tôt pendant une période de temps limitée au cours de laquelle l'extinction, la résiliation ou le transfert de ces contrats sont autorisés, être utile dans le cadre du transfert de certaines relations contractuelles d'une entité au Royaume-Uni vers une entité au sein de l'UE.

De plus, l'Accord de Retrait pourrait prévoir des solutions communes à des questions telles que la reconnaissance des CCP existantes au Royaume-Uni et dans l'UE 27 et le traitement des expositions en cours à des fins d'immobilisation pour atténuer les effets de « falaise » liés au fait que le Royaume-Uni deviendra un pays tiers à la fin de la période de transition.

Néanmoins, le marché aurait également besoin de solutions de secours contre le risque que l'UE et le Royaume-Uni ne concluent, au final, pas d'Accord de Retrait prévoyant une période de transition. Le

Royaume-Uni entend mettre en place son système d'autorisations temporaires et de reconnaissance avant le Brexit. Les Associations considèrent que les législateurs et les décideurs politiques de l'UE et de l'UE 27 devraient mettre en place une solution comparable, au moins dans la mesure où ces transferts et ces novations ne peuvent pas intervenir avant la fin d'un délai approprié, afin de protéger les clients et les contreparties de l'UE 27 contre l'interruption de leurs activités et afin de garantir la stabilité financière.

Les membres de l'ISDA et de AFME ont également l'intention de fournir en temps utile aux autorités de régulation de l'UE et du Royaume-Uni des propositions plus détaillées portant sur des mesures qui pourraient être étudiées par les deux camps et qui pourraient faciliter le transfert ou la novation des contrats existants. L'ISDA et l'AFME partageront leurs propositions plus concrètes en la matière au fur et à mesure de leur élaboration.

Si vous souhaitez approfondir la discussion à propos de cet article, n'hésitez pas à contacter l'une des personnes suivantes :

Contacts au sein de l'ISDA

Roger Cogan

Head of European Public Policy
rcogan@isda.org

Katherine Darras

General Counsel
kdarras@isda.org

Contacts au sein du cabinet Clifford Chance

Chris Bates

Chris.Bates@CliffordChance.com

Monica Sah

monica.sah@cliffordchance.com

Contacts au sein de l'AFME

Oliver Moullin

Managing Director, Brexit and General Counsel
oliver.moullin@afme.eu

Stevi losif

Associate Director, Advocacy
Stevi.losif@afme.eu

Caroline Dawson

caroline.dawson@cliffordchance.com

À propos de l'ISDA

Depuis 1985, l'ISDA œuvre pour rendre les marchés internationaux des instruments dérivés plus sûrs et plus efficaces. Aujourd'hui, l'ISDA compte plus de 900 membres dans 68 pays. Ces membres se composent d'acteurs du marché de tous les horizons, notamment des grandes sociétés, des sociétés de gestion, des gouvernements et des entités supranationales, des compagnies d'assurances, des sociétés des secteurs de l'énergie et des matières premières, ainsi que des banques internationales et régionales. En plus des acteurs du marché, les membres incluent des composantes clés de l'infrastructure du marché des instruments dérivés, comme des Bourses, des intermédiaires, des chambres de compensation et des établissements de dépôt, mais également des cabinets d'avocats, des cabinets comptables et d'autres prestataires de services. Des informations à propos de l'ISDA et ses activités sont disponibles sur le site Internet de l'Association : www.isda.org. Suivez-nous sur Twitter @ISDA

À propos de l'AFME :

L'AFME (Association for Financial Markets in Europe, Association pour les marchés financiers en Europe) défend le renforcement et l'intégration des marchés des capitaux européens pour répondre aux besoins des entreprises et des investisseurs, ce qui favorise la croissance économique et bénéficie à la société. L'AFME est le porte-parole de tous les marchés financiers de gros européens, fournissant une expertise sur un large éventail de questions relatives aux marchés des capitaux et réglementaires. Nous entendons faire le lien entre les acteurs du marché et les décideurs politiques dans l'ensemble de l'Europe, en nous appuyant sur nos relations solides et de longue date, nos connaissances techniques et nos travaux empiriques. Pour plus d'informations, rendez-vous sur le site www.afme.eu.

Les Associations remercient Clifford Chance pour leur assistance lors de la préparation de cet article.