

GUILLAUME FOILLARD

Les procédures collectives à l'épreuve des contrats de swap

**Contribution à l'étude des interactions entre les contrats de swap
et les procédures de traitement des difficultés des entreprises**

Sous la direction de Monsieur le Professeur François-Xavier LUCAS

Juin 2012

Master 2 Professionnel Droit des Affaires et Fiscalité
Dirigé par MM. les Professeurs B. Fages et D. Gutmann
Université Panthéon-Sorbonne / HEC Paris

SOMMAIRE

Introduction - Le swap, une opération complexe aux finalités multiples.....	4
Partie 1 - Le régime exorbitant du contrat de swap lors de l'ouverture d'une procédure collective.....	16
Chapitre 1 - La délicate situation de la partie non défaillante lors de l'ouverture d'une procédure collective	17
<i>I. Le sort de la partie non défaillante en l'absence de régime dérogatoire.....</i>	<i>17</i>
<i>II. La nécessaire introduction d'un régime exorbitant.....</i>	<i>23</i>
Chapitre 2 - Le sort du contrat de swap lors de l'ouverture d'une procédure collective.....	28
<i>I. La décision de continuer ou de résilier le swap.....</i>	<i>28</i>
<i>II. Traitement des créances afférentes au contrat de swap.....</i>	<i>34</i>
Chapitre 3 - La responsabilité des intervenants.....	41
<i>I. La responsabilité du dirigeant de la société au titre d'une éventuelle faute de gestion.....</i>	<i>41</i>
<i>II. La responsabilité du banquier au titre d'un manquement éventuel à son devoir de conseil ou de soutien abusif.....</i>	<i>42</i>
Partie 2 - Les enjeux spécifiques posés par les <i>credit default swaps</i> (CDS).....	47
Chapitre 1 - Les effets néfastes des CDS sur les opérations de restructuration de la dette des entreprises en difficulté.....	48
<i>I. Les effets néfastes des CDS en amont de toute procédure collective.....</i>	<i>49</i>
<i>II. Les effets néfastes des CDS lors d'une procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire.....</i>	<i>52</i>

Chapitre 2 - L'ignorance regrettable de l'opération de CDS par le droit positif des procédures collectives.....54

I. La transparence nécessaire quant à l'utilisation de ces contrats entraînant un transfert du risque.....54

II. La nécessaire représentation des créanciers au sein des comités en fonction de leur exposition économique.....55

Propos conclusif.....58

Bibliographie.....59

INTRODUCTION

Les contrats de swap sont des instruments financiers spécialisés performants qui connaissent un succès considérable depuis de nombreuses années dans le monde financier, et dont l'utilisation par les entreprises françaises pour la gestion de certains de leurs risques s'est fortement développée. Répondant parfaitement aux besoins d'utilisateurs soucieux d'optimiser la gestion de certains risques, ils représentent près de 90% des produits traités hors des marchés financiers. Parfaitement entrés dans les mœurs de la pratique, de tels contrats sont aujourd'hui conclus par une grande diversité d'acteurs dont les objectifs sont variés, qu'il s'agisse d'une banque souhaitant se couvrir contre le risque d'une défaillance de ses emprunteurs ou optimiser la gestion de ses fonds propres, d'une collectivité publique qui cherche à restructurer son endettement, d'un fond de pension dont le but est de se couvrir contre la baisse d'une devise ou de poursuivre des fins spéculatives, ou plus simplement d'un agriculteur désirant se protéger contre une remontée du taux d'intérêt du prêt à taux variable qu'il vient de conclure. Pour autant, le fonctionnement juridique de ces contrats dont la qualification est des plus controversées est encore méconnu de la pratique.

Les opérations de swaps, dont la terminologie est devenue familière auprès du grand public, à la ferveur de la crise financière de l'été 2007 puis de la crise des dettes souveraines, n'ont généralement pas bonne presse auprès de l'opinion qui est le plus souvent loin de mesurer toutes les subtilités que présentent de telles opérations. Si leurs défenseurs mettent l'accent sur le fait qu'elles constituent un formidable outil de gestion des risques de change, de taux d'intérêt et de contrepartie, leurs détracteurs, les tiennent au contraire pour responsables de tous les maux. Ainsi, les *credit default swaps* sont critiqués parce qu'ils permettent aux banques de sortir de leur bilan des créances douteuses et de ne plus supporter le risque de contrepartie attaché aux crédits qu'elles consentent ou parce qu'ils sont assimilés aux instruments permettant de parier sur la faillite des Etats... Les swaps d'échange de monnaie n'ont guère laissé une meilleure impression à la suite de déboires subis par certaines collectivités publiques ayant conclu des emprunts structurés accompagnés de swaps ayant pour référence la devise helvétique connue pour sa stabilité et qui s'est révélée fortement en hausse ces derniers temps.

Parmi les risques que présentent ces opérations, celui de la défaillance de la contrepartie, en raison des incertitudes qu'il est susceptible d'engendrer est à considérer sérieusement. En effet, les conséquences de la défaillance de l'une des parties à un contrat de swap sont des plus

complexes en ce qu'elle peut perturber considérablement le déroulement de l'opération. En particulier, l'insolvabilité d'une contrepartie déclencherait l'ouverture d'une procédure de traitement des difficultés de l'entreprise dont les conséquences risquent de porter une atteinte grave à l'économie de l'opération. L'entreprise, on le sait, comme un organisme vivant, naît, vit et peut être le siège de désordres divers, dont les plus graves sont susceptibles de provoquer sa disparition ; le législateur ne sachant demeurer passif face aux risques que de tels désordres risquent d'apporter à l'ordre public économique et social, a assigné au droit des entreprises en difficulté l'objectif de briser l'engrenage de faillites en cascade qui résulterait d'une absence d'intervention. Issus essentiellement de la loi de 1985, repris dans la loi de sauvegarde du 26 juillet 2005, les principes directeurs du droit des procédures collectives contemporaines, dont l'objectif affiché est désormais davantage la sauvegarde de l'entreprise débitrice afin de préserver le tissu économique et l'emploi que le règlement des créanciers, ont pour effet de soumettre les créanciers à une discipline collective et sont dérogatoires au droit commun des contrats. Ainsi est clairement affirmé le caractère perturbateur de ce droit sur les opérations conclues par les parties, ce qui a pour effet de briser la prévisibilité recherchée par les parties à une opération de swap. Les contrats de swaps sont en effet souvent un simple élément d'une opération plus vaste passée entre des parties différentes, aussi le dommage subi peut-il être en pratique, pour la partie non défaillante, beaucoup plus important que ne le laisserait apparaître la liquidation du swap lui-même¹. Leur remise en cause risquerait de mettre à mal la finalité spéculative, de couverture, ou d'arbitrage poursuivie par les parties lors de leur conclusion.

Pour bien appréhender les raisons qui font que l'économie de l'opération de swap s'accorde mal avec le droit des procédures collectives, il est indispensable de présenter les principaux types de contrats qui constituent cette catégorie que l'on appelle les swaps avant de se risquer à leur donner une qualification.

Les diverses catégories de swaps

D'une manière générale, le swap est un échange de monnaies scripturales entre deux parties. Il est possible de distinguer deux grandes catégories de swaps : les swaps de devises et les swaps de taux d'intérêt. Cependant, il existe une très grande diversité des contrats de swaps qui sont les réponses apportées aux besoins variés de leur clientèle et de la concurrence qui existe entre les établissements bancaires sur ces produits.

¹ J.-P. Mattout, *Opérations d'échange de taux d'intérêt et de devises*, Revue Banque n°469, février 1987

Le swap de devise permet à chaque partie d'obtenir un financement immédiat dans une devise différente de celle d'un endettement préexistant et/ou d'assurer la couverture d'un risque de change. Dans le cadre d'une telle opération, les deux parties intéressées, qui ont chacune une obligation à terme libellée dans une monnaie déterminée et portant un intérêt donné, décident de s'échanger réciproquement la charge de leur emprunt par des emprunts périodiques appropriés.² Ainsi, si l'on suppose qu'une société A ait emprunté 100 millions de dollars U.S. à cinq ans à un taux d'intérêt de 14%, tandis qu'une entreprise B a emprunté 200 millions de francs suisses à 7% sur la même durée, que la première souhaite se procurer des francs suisses et la seconde des dollars américains, les deux sociétés pourront conclure une transaction de swap aux termes de laquelle la société A acceptera de prendre en charge le paiement des intérêts et du principal en francs suisses de la société B, cette dernière faisant de même pour l'endettement de la société A en dollars américains.³ Une telle opération peut être considérée techniquement comme une vente au comptant de monnaies contre un rachat à terme en sens inverse : la société A vendra au comptant 50 millions de dollars US à la société B contre 100 millions de francs suisses ; chaque partie s'engageant ensuite à acheter, à leurs échéances respectives, paiement des intérêts et remboursement du capital. Il en résulte qu'à chaque échéance annuelle, la société B vendra à la société A 14 millions de dollars contre 14 millions de francs suisses, alors qu'à la date du remboursement du principal, B vendra à A 214 millions de francs suisses contre 114 millions de dollars. D'un point de vue économique et financier, une telle opération peut s'analyser comme si la société A avait échangé avec la société B le coût d'un emprunt en dollars contre le coût d'un emprunt en francs suisses, la situation de la société B étant parfaitement l'inverse. Il en résulte que la société A a de fait emprunté en francs suisses et la société B en dollars. L'emprunt est donc techniquement réalisé par un rachat au comptant et la revente à terme de la monnaie emprunté, alors que le prêt semble être la contrepartie de l'opération de change qui s'est réalisée par la vente au comptant et le rachat à terme de la monnaie prêtée. Chacune des deux parties est en réalité prêteur et emprunteur dans des monnaies différentes. La convention de change, unique *instrumentum* de l'opération contient alors une vente au comptant et un rachat à terme de chacune des deux monnaies objet de la transaction.

Il se peut très bien que les parties ne soient pas intéressées par la disponibilité de liquidités dans la devise étrangère, mais cherchent à couvrir un risque de change, et qu'en conséquence, le swap ne prévoit pas de transfert de devises : il s'agira d'un *non deliverable*

² F. Meyrier, *Les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêt (swaps)*, DPCI, 1986 – Tome 12, n°1, pp.9-32

³ C. Wallich, *Les opérations de swap de la Banque Mondiale*, Fin. et Dev., juin 1984

forward (NDF). H. de Vauplane et J.-J. Daigre définissent un tel contrat financier comme « une convention d'échange à terme de devises sans échange physique des devises de référence mais par paiement l'échéance d'un simple différentiel calculé sur la base de l'écart entre le taux de change de référence entre deux devises lors de la conclusion de la transaction et celui qui existera lors de l'échéance. »⁴

Cette technique des swaps de monnaie, a fait son apparition dès la fin des années 1970 sur la place de Londres⁵. Elles ont notamment pour objet de faciliter la gestion financière internationale des entreprises, dans de cadre de financements internationaux à moyen terme ou à long terme par des entreprises industrielles ou commerciales pour assurer par des maisons mères les financements de leurs filiales étrangères. A court terme, cette technique est appréciée par les banques afin d'assurer une meilleure gestion de leur trésorerie. Schématiquement, une banque qui prête des dollars souhaitera, par exemple se placer dans la même situation que si elle avait prêté des francs suisses, si elle trouve une partenaire ayant prêté des francs suisses et souhaitant se placer dans la même situation que si elle avait prêté des dollars. Plus généralement, les swaps de devises permettent à des entreprises d'emprunter des devises qu'elles ne pourraient pas se procurer par voie d'emprunt sur certains marchés nationaux des capitaux, de réduire le coût de leur endettement en profitant de la meilleure solvabilité de chaque partie sur le marché considéré, de se couvrir à long terme des risques de change, de financer plus avantageusement leurs investissements à l'étranger à partir de leur propre monnaie sans recourir à des emprunts extérieurs plus coûteux. Les banques interviennent souvent comme contrepartie, ce qui amplifie encore ces avantages. Le swap de devise peut également permettre de limiter l'exposition à un risque de change ou d'investir à un rendement plus élevé.

Les swaps de taux d'intérêt sont intéressants lorsque deux parties ont un accès différent aux marchés de capitaux : une partie cherchant à emprunter à taux fixe, mais bénéficiant de conditions favorables sur le marché des taux variables, une autre cherchant à emprunter à taux variable mais pouvant obtenir de meilleures conditions que l'autre partie sur le marché à taux fixe.⁶ Les deux parties vont décider, par convention, d'échanger entre elles la charge des intérêts de leurs emprunts respectifs. De tels swaps de taux d'intérêt sont très fréquemment adossés à un crédit bancaire. Ainsi, une entreprise qui souhaite lancer un emprunt à taux fixe mais dont le coût serait trop élevé va emprunter à taux variable, après avoir conclu un accord de swap

⁴ H. de Vauplane et J.-J. Daigre, obs. sous Paris 19 mars 2012, *Banque et droit*, n°84, juillet-août 2002, p.24

⁵ F. Meyrier, op. cit.

⁶ Th. Bonneau, F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, p. 251

d'intérêt avec une banque, qui, elle, aura pu s'endetter à taux fixe à de meilleures conditions. Ainsi, une entreprise anticipant une baisse des taux peut avoir emprunté à un taux correspondant à celui de l'OAT (obligations assimilables au Trésor) majoré de 0,5%. Cependant, si elle anticipe une remontée du taux des OAT qui entrainerait nécessairement une augmentation de sa charge financière à payer annuellement, souhaite pouvoir rester à un niveau proche du taux actuel. C'est la raison pour laquelle elle peut être amenée à conclure avec sa banque, qui n'est pas nécessairement celle qui a accordé l'emprunt, un contrat de swap rédigé de la manière suivante : l'entreprise recevra annuellement de la banque un taux variable, le taux OAT moins 0,25% appliqué au nominal du crédit consenti et paiera un taux fixe négocié, correspondant au taux OAT actuel appliqué au même nominal. Ainsi, l'entreprise a réussi à éliminer la référence à l'OAT car elle paie des intérêts correspondant au taux OAT majoré d'un *spread* fixe mais reçoit aussi de l'OAT plus un *spread* négatif fixe. Ainsi, l'entreprise a réussi à échanger une dette à taux variable contre une dette à taux fixe, bien que juridiquement chacune des parties conserve ses obligations d'origine.

Existent également de nombreuses autres catégories de swaps relatifs aux taux d'intérêt. Il en va ainsi du *cross currency interest swap*, où sont échangées des taux d'intérêts et des devises, comme par exemple un swap de dollar indexé sur le Libor (variable) contre des livres sterling à taux fixe ; du *basis swap*, permettant d'échanger des taux variables par exemple des taux court terme contre des taux long terme ; du swap à terme ou *forward swap*, qui permet de boucler l'opération maintenant, mais avec des échanges de flux futurs soit certains soit conditionnels, les conditions de calcul de ces flux étant fixés à l'avance ; du contrat de swap variable ou *callable swap*, qui permet à la partie payant du taux fixe de dénoncer le contrat sans pénalité à une date fixée ultérieurement ou pendant une période donnée ; du swap optionnel ou *swaption* qui confère au bénéficiaire de l'option le droit de faire démarrer un swap dont les modalités ont été fixés à l'avance sans qu'il y soit pour autant obligé⁷.

Tous ces contrats de swap présentent des caractéristiques avantageuses en ce que ces opérations peuvent n'entraîner qu'un seul paiement mensuel ou annuel de cash-flow net entre la banque et l'entreprise, ce paiement étant effectué par compensation entre deux flux. D'un point de vue comptable, ces engagements sont donc comptabilisés hors bilan, ce qui présente l'immense intérêt d'éviter de charger les bilans, seuls le flux de *cash-flow* se comptabilisant. De surcroît, il est toujours possible de dénouer un swap par un autre swap de sens inverse avec le même contractant ou avec un tiers.

⁷ B. La Clavière, *Se protéger contre une remontée du taux d'intérêt*, Rev. Banque, n°492, mars 1989, p.301

Le concept de swap s'étend également à certaines opérations juridiques par lequel deux agents économiques échangent les revenus d'un actif et/ou et le risque d'exposition à la valeur de cet actif⁸. Les dérivés de crédit, ont pour finalité de permettre aux établissements de crédit de mobiliser le risque d'un actif sous-jacent sans transférer cet actif, plus précisément pour transférer la créance sans transférer la créance elle-même⁹. Certains visent à se protéger contre un risque d'événement de crédit. Ils sont nés dans les années 1990 de la volonté d'offrir aux établissements bancaires des techniques de couverture de leur risque de crédit aussi performantes que celles qui existaient pour les risques de variation de taux d'intérêt et de cours. Il en va ainsi des dérivés sur événement de crédit (*Credit default derivative*) parmi lesquels figurent les *credit default swaps* par lesquels le vendeur de protection s'engage envers l'acheteur de protection à verser un certain montant si un événement de crédit qui affecterait une entité de référence déterminée devait survenir. Ces contrats permettent une véritable dissociation entre la « titularité » de la créance et l'exposition économique à la dette. Le *total return swap* permet en outre d'ajouter une protection contre le risque de marché. Sont échangés les flux qui représentent la rémunération de l'actif sous-jacent contre son coût de portage : l'acheteur de protection verse au vendeur de protection l'intégralité des revenus de l'actif sous-jacent et reçoit une rémunération en contrepartie. Il s'ensuit que les augmentations de la valeur de l'actif ou leur dépréciation ne changent rien pour la banque ; ainsi, en cas d'augmentation de la valeur de l'actif, la banque doit verser à son cocontractant une somme définie, en cas de diminution de la valeur de l'actif, elle reçoit une somme, en cas de défaillance du débiteur de la créance, l'investisseur devra désintéresser la banque de la perte subie. Ces contrats sont généralement conclus par référence à un modèle standardisé, l'ISDA Master agreement de l'International Swaps and derivatives Association (ISDA), organisation professionnelle regroupant des intervenants majeurs sur les marchés financiers dérivé et comporte en son sein un comité chargé de déterminer lorsque la convention lui a donné compétence sur certains cas précis si l'événement constitue un défaut de paiement susceptible de donner lieu au paiement de la garantie.

Les sous-jacents sur lesquels ces flux financiers dérivent sont plus variés encore, des swaps sur des actions, des matières premières sont couramment utilisés dans la gestion des entreprises.

Tentative de qualification juridique du swap

La diversité des swaps rend malaisé leur qualification juridique. C'est ainsi qu'ont pu être avancées les qualifications de ventes liées, de prêt d'argent garanti par un gage en numéraire, de

⁸ P. VERNIMMEN, Finance d'entreprise 2012, p. 1121

⁹ Th. Bonneau, F. Drummond, op. cit.

dépôt d'argent croisé, de double subrogation réciproque, d'opération *sui generis*, ou encore d'échange... La question de la qualification des contrats de swap ne se pose pas en droit américain, où ces opérations sont nées, car les analystes n'ont aucune difficulté à utiliser, en droit, les définitions économiques ; le régime juridique reste de toute façon identique, il est donné par le contrat¹⁰. Une telle position est difficilement acceptable en droit français en raison du florilège de contrats spéciaux fourni par le Code civil dans laquelle ces swaps doivent être situés afin de leur appliquer le régime juridique adéquat.

P.-Y. Chabert propose cependant une définition générique des swaps, et énonce que « les swaps constituent une famille de contrats comportant, entre les cocontractants, un engagement de payer des montants calculés par référence aux transferts réciproques des produits ou des charges liés à des actifs ou passifs financiers, dits sous-jacents. » Ces contrats sont consensuels, synallagmatiques, de gré à gré, à titre onéreux, à exécution successive. Ils sont considérés par une partie de la doctrine comme ne présentant pas un caractère *intuitu personae*. S'il est exact que le cocontractant souhaitera ne contracter qu'avec un partenaire qui présente une certaine solvabilité, il est possible de soutenir que cette réserve est inhérente à tous les contrats d'emprunt lorsque l'on fait preuve d'un minimum de prudence sans pour autant emporter le caractère *intuitu personae* du contrat qui concerne davantage la personne du cocontractant que son patrimoine et se rapporte davantage à la qualité de la prestation qu'à son exécution. Par ailleurs, les caractéristiques du marché des swaps se prêteraient mal à un tel caractère *intuitu personae*. Toutefois, l'absence d'*intuitu personae* des opérations de swap est sujet à réserves¹⁰, notamment parce que l'une des raisons qui permettent ces opérations est précisément la différence d'appréciation de la cote personnelle de crédit des cocontractants; de surcroît, les opérations de banques sont en général marquées par leur caractère *intuitu personae*.

Lorsqu'il s'agit de s'interroger sur la catégorie de contrat du code civil dans laquelle ils doivent être intégrés, la doctrine est majoritaire pour considérer qu'il faille les intégrer aux contrats d'échange¹¹, qui sont ceux par lesquels les parties se donnent respectivement une chose pour l'autre. Ils sont régis par les articles 1702 et suivants. Il est exact, indépendamment du fait que le terme *échange* soit la traduction française du mot *swap*, que d'un point de vue économique, le contrat de swap a pour objet de permettre à chacune des parties de se placer dans la situation de leur partenaire en ce qui concerne un élément de leur patrimoine : monnaie, un taux d'intérêt, une créance... Cependant, comme le considère certainement à juste titre P.-Y. Chabert l'exercice de qualification juridique mérite un examen approfondi des caractéristiques

¹⁰ P.-Y Chabert, *Heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps*, DDAI n°1, 1989

¹¹ J.-P Mattout, *op. cit.*,

juridiques d'un tel contrat. Il est important de s'appuyer sur la volonté des parties, qui pour transformer par le swap les caractéristiques des charges et produits auxquelles elles sont soumises, vont réaliser des paiements calculés par référence aux charges ou produits financiers correspondant à des taux d'intérêt différents¹². Ce qu'elles recherchent est de créer une nouvelle position, elles ne sont pas intéressées par la possession de la somme d'argent correspondant à l'intégralité des intérêts à payer. C'est en cela que l'intention des parties à un contrat de swap est étrangère à celle d'un contrat d'échange, elles ne recherchent pas la possession d'une chose qu'elles obtiendraient en considération d'un objet de valeur identique de leur patrimoine. C'est bien une obligation de paiement qui est mise à la charge des parties, obligation dont le déséquilibre est inscrit dans la nature ; la finalité de cette obligation n'est pas pour le créancier d'échanger sa situation avec le débiteur, mais de modifier sa situation. Par ailleurs, la qualification de swap soulève une difficulté, celle de la différence entre les paiements réalisés par les parties, qui ne peut pas être résolue par la notion de soulte car il serait surprenant de voir une même somme d'argent qualifiée pour partie de bien objet de l'échangée et pour partie de soulte... La solution suggérée par P.-Y. Chabert pour maintenir la qualification d'échange serait de considérer qu'il s'agit d'un échange de flux financier et non des sommes d'argent, mais une telle position ne serait pas tenable si l'on considère que les flux financiers ne peuvent pas constituer des choses susceptibles de faire l'objet d'échange. Par ailleurs, P.-Y. Chabert analyse la jurisprudence ancienne¹³ de la Chambre criminelle de la Cour de cassation relative à l'échange comme ne tenant pas pour valides les échanges portant sur des sommes d'argent en général, à l'exception des cas particuliers des contrats de change d'espèce métalliques contre de l'or ou d'opérations de change manuel. C'est ainsi qu'il conclut qu'elles appartiennent à une famille *sui generis*.

Ces objections à la qualification de contrat d'échange ne sont pas partagées par J.-P. Mattout¹⁴ et la majorité de la doctrine qui estime au contraire qu'il n'existe pas d'obstacle à la réalisation d'échange de monnaies entre elles et analyse la jurisprudence ancienne de la Cour de cassation¹² comme ayant admise tous les échanges de sommes d'argent. Il s'appuie également sur la position de Planiol et Ripert¹⁵ qui indiquent que « si les deux objet d'une convention constituent l'un et l'autre un numéraire, l'opération est un échange ».

¹² P.-Y. Chabert, op. cit., p. 24

¹³ Cass. Crim. 5 mars 1987, D.P. 1898.1.27 ; Cass. Crim. 29 juillet 1905, D. 1907.1.55

¹⁴ J.-P. Mattout, *Opérations d'échange de taux d'intérêt et de devises*, Revue Banque n°469, février 1987, p. 34

¹⁵ Planiol et Ripert, *Traité de pratique de droit civil français*, Tome X, n° 293

Le tribunal de commerce de Paris a pris parti dans un jugement rendu le 18 octobre 1992¹⁶ dans une affaire concernant un swap de devises, il semble avoir analysé implicitement l'opération de swap de devises comme des ventes liées, solution qui n'apparaît pas devoir être retenue dans toutes les opérations de swaps, en particulier celles n'entraînant pas un changement de devises. Cet arrêt a insisté sur le caractère unique, indivisible de l'opération de swap, le défaut d'une partie entraînant libérant l'autre partie d'exécuter sa prestation, ce qui permet de retrouver en pratique dans une certaine mesure le synallagmatisme du contrat d'échange. La convention-cadre de la Fédération Bancaire Française qui fixe le cadre contractuel standardisé de relations des parties les qualifie de contrats d'échanges. Enfin, le législateur semble avoir pris le même parti en leur ayant qualifié de la sorte, de contrat d'échange, en leur ayant réservé une place spécifique entre les contrats à terme ferme et les contrats d'option à l'article L. 211-11 II du Code monétaire et financier.

Les *credit default derivatives* parmi lesquels figurent les *credit default swaps* présentent quant à eux tous les éléments des contrats financiers à savoir un actif sous-jacent, un terme, une fonction de couverture, un dénouement par paiement d'un qui peut être alternatif à la délivrance du sous-jacent.

Le risque de contrepartie attaché aux contrats de swaps et ses conséquences en cas d'insolvabilité du débiteur

Tous ces contrats de swaps ne sont pas sans présenter aucun risque. Au risque de prix lié aux variations des taux et des cours de change, s'ajoute un risque périphérique, probablement le plus important, et qui peut être une conséquence du précédent, le risque de crédit ou de contrepartie qui résulte d'un événement radical, l'insolvabilité de la contrepartie. Ainsi, dans le cas du swap de devises, la société A qui a initialement emprunté des dollars puis les a échangés contre des francs suisses avec la société B continue d'avoir une obligation monétaire libellée en dollars et ne pourra faire face aux diverses échéances de paiement des intérêts et de remboursement du principal qu'à la condition que la société B lui exécute la prestation convenue, à savoir lui fournisse la monnaie américaine prévue. C'est dire que chaque partie contractante court un risque de change dans la mesure où elle se trouve en position ouverte sur la devise de l'échange si l'autre partie venait à défaillir¹⁷. Parce que les contrats de swaps sont en effet souvent un simple élément d'une opération plus vaste passée entre des parties différentes,

¹⁶ T. Com. Paris, 28 octobre 1992, note Th. Bonneau

¹⁷ F. Meyrier, op. cit.

le dommage subi par le cocontractant peut être en pratique beaucoup plus important que ne le laisserait apparaître la liquidation du swap lui-même.

Les banques jouent un rôle moteur dans la conclusion de l'ensemble de ces contrats. En effet, elles seront très souvent contrepartie à l'opération de swap lorsqu'elles offrent une protection pour couvrir leurs clients, dès lors qu'elles sont les mieux placées pour offrir une couverture qui soit taillée sur mesure en fonction de leurs besoins, les clients n'auraient certainement pas eu l'occasion de trouver sur le marché un investisseur répondant précisément à ce besoin à cette quantité déterminée. Elles seront contrepartie lorsqu'elles chercheront à couvrir la position qu'elles auront prises pour couvrir leur client, les banques n'ayant en effet pas vocation à demeurer exposées aux variations d'actifs, de taux d'intérêt, de monnaie... Elles doivent par ailleurs satisfaire à leurs obligations prudentielles qui imposent plusieurs ratios de solvabilité. C'est dire que si un traitement trop rigoureux est réservé à la contrepartie non défaillante d'un contrat de swap, c'est sur le système bancaire et financier dans son ensemble que repose un risque élevé. L'on est alors à même d'apprécier les divergences d'impératifs à satisfaire dans une telle situation, et qui pourra être à l'origine de l'affrontement entre le droit des procédures collectives et le droit des marchés financiers. Le premier, répond à la finalité de permettre le redressement de l'entreprise afin de préserver l'emploi, le tissu économique alors que le second est le garant du bon fonctionnement, de la sécurité et de l'efficacité des marchés financiers, de la lutte contre le risque systémique... et ne se désintéresse pas de la compétitivité de la place financière nationale. C'est ainsi que les principes phares des procédures collectives, que sont la continuation des contrats en cours, l'interdiction de payer les créances antérieures au jugement d'ouverture, l'inexigibilité des créances non échues à la date du jugement d'ouverture sont particulièrement malvenues dans le cadre d'opérations de swaps en ce que la remise en cause d'un contrat à la suite d'une défaillance met en péril l'équilibre qui donnait toute sa logique à la conclusion de l'opération. Or, les contrats de swaps, pour répondre à leur finalité de couverture, de spéculation ou d'arbitrage ne supportent pas d'être menacés par des décisions exogènes, n'admettent aucun imprévu dans leur traitement, ce qui justifie que les conventions de swap qui les régissent soient très fournies et précises¹⁸. En application des principes du droit des entreprises en difficulté, les contreparties non défaillantes devraient compenser les déséquilibres engendrés par d'éventuels délais ou même de remises, déboucler de positions nouvelles, et subir l'incertitude inhérente à la procédure collective sur le maintien futur du contrat... Une telle approche se révélant très compromettante pour la partie non

¹⁸ Convention cadre de la Fédération bancaire française sur les contrats d'échange, 2007

défaillante, un régime dérogatoire au droit des procédures collectives inclus dans le code monétaire et financier a été institué, opérant dans une certaine mesure un retour au Droit commun dans le traitement de ces opérations

Par ailleurs, les dérivés de crédit comme les *crédit default swaps* sont porteurs de risques spécifiques. Celui qui vient le plus rapidement à l'esprit mais sur lequel nous ne nous attarderons pas est purement financier, il a trait à l'influence que le marché de ces contrats peut avoir sur l'actif sous-jacent. Mais ces contrats, qui peuvent être des instruments de couverture comme de pure spéculation vont se révéler être de véritables éléments perturbateurs tant lors de la prévention des difficultés de l'entreprise que lors de l'établissement d'un plan de sauvegarde ou de redressement judiciaire. En effet, la dissociation entre le titulaire juridique de la créance et la réalité de l'exposition économique à l'entité cédée présente le risque de paralyser la mission assignée à l'ensemble des organes de la procédure de restructurer la dette de la société. Les acteurs non exposés économiquement à l'entité en difficulté financière à la suite de l'opération, non seulement ne seront pas intéressés par le rétablissement de l'entreprise mais seront parfois conduits à rechercher sa chute pour satisfaire leur intérêt personnel et ne manqueront pas de tenter de la précipiter.

Les opérations de swaps vont donc être le terrain de certaines fictions entre le droit des entreprises en difficulté et le droit des marchés financiers; tantôt, les moyens mis en œuvre pour rechercher le redressement de l'entreprise vont se heurter à l'impératif de préserver les marchés financiers du risque systémique en assurant un minimum de sécurité aux transactions dont ils sont le siège, tantôt certains contrats financiers vont compromettre la prévention et les actions entreprises pour mettre fin à l'insolvabilité de l'entreprise débitrice. Il convient donc de se demander dans quelle mesure les spécificités des opérations de swap obligent le droit des entreprises en difficulté à s'incliner devant les impératifs posés par la réalité économique de ces opérations. Pour se pencher sur cette question, il ne sera tenu compte que des hypothèses dans lequel le droit français de la faillite est amené à s'appliquer, ce qui ne tient nullement à la soumission du contrat de swap au droit français, mais à la compétence du juge français qui applique nécessairement la *lex fori*, compétence déterminée par le lieu du siège ou du principal établissement du débiteur¹⁹ en France.

¹⁹ Article R. 600-1 du Code de commerce sur lequel se fonde la Cour de cassation pour reconnaître compétent le tribunal de commerce dans le ressort duquel est situé le centre principal des intérêts de l'entreprise débitrice. Par ex. : Com. 26 oct. 1999

Après avoir analysé le régime exorbitant qui est réservé au contrat de swap lors de l'ouverture d'une procédure collective (Partie 1), on s'interrogera sur les enjeux spécifiques posés par les CDS aux les procédures collectives (Partie 2).

PARTIE 1 - LE REGIME EXORBITANT DU CONTRAT DE SWAP LORS DE L'OUVERTURE D'UNE PROCEDURE COLLECTIVE

Lors de l'ouverture d'une procédure collective, l'incertitude qui en résulte met la partie non défaillante dans une situation délicate en raison de la complexité de l'opération de swap au sein de laquelle l'obligation à laquelle il a été nécessaire de remédier par l'introduction d'un dispositif exorbitant au droit commun (Chapitre 1). Ce régime conduit à s'interroger sur le sort du contrat de swap lors de l'ouverture d'une procédure collective (Chapitre 2). La conclusion d'un contrat de swap par une entreprise qui n'est pas en mesure de l'honorer n'est pas sans soulever la question de la responsabilité des signataires, tant du côté du dirigeant que de celui du banquier (Chapitre 3).

Chapitre 1 - La délicate situation du créancier en cas d'ouverture d'une procédure collective

Le sort peu enviable de la partie non défaillante tient à ce qu'elle se trouve dans une situation dans laquelle elle est confrontée à un cocontractant qui n'exécute pas son engagement sans pour autant qu'elle puisse exciper de cette inexécution pour ne pas exécuter elle-même les obligations souscrites à l'égard d'autres parties et dont l'économie globale pourrait être bouleversée en raison de l'effet relatif des conventions (I). C'est pour remédier à une telle situation qu'une disposition du Code monétaire et financier a introduit la possibilité de prévoir dans les conventions de place une clause de compensation en cas de survenance d'un défaut de paiement (II).

I. Le sort de la partie non défaillante en l'absence de régime dérogatoire

A titre liminaire, il est intéressant de noter que le créancier ne pourra guère accorder de remises ou de délais de la procédure de conciliation. Cette procédure, qui succède au règlement amiable institué par la loi du 1^{er} mars 1984, régie aux articles L 611-4 et s. du Code de commerce tend à favoriser la conclusion d'un accord amiable entre le créancier et le débiteur en difficulté avérée ou prévisible mais qui n'est pas en état de cessation de paiements depuis plus de quarante-cinq jours, afin de mettre fin aux difficultés de l'entreprise. Bien qu'il ne s'agisse pas d'une procédure collective, la conclusion d'un accord tendant au rééchelonnement ou à l'allègement du passif par le débiteur à ce stade peut être d'une importance capitale pour la situation des débiteurs et des créanciers en ce que ce peut permettre d'éviter l'ouverture d'une telle procédure. Bien entendu, la contrepartie non défaillante à un contrat de swap est libre d'octroyer des délais ou des remises ou de s'en abstenir. Cependant, il est difficile d'imaginer quel type de concession la contrepartie non défaillante au contrat de swap pourrait accepter. Les swaps ne se prêtent guère à l'octroi de délais, compte tenu de la finalité de l'opération, en particulier lorsqu'elle accompagne un crédit ; si l'octroi de remises est envisageable, cela risquerait d'aboutir à une remise en cause complète de l'opération dans laquelle s'inscrit le contrat de swap en bouleversant l'ordre minutieusement fixé par les parties au départ. Les modifications des flux de paiement, qui rendront nécessaire le réaménagement de la position de trésorerie pour compenser les déséquilibres engendrés par les délais et les remises, la conclusion d'autres contrats rendus nécessaire afin de retrouver la position initiale seront générateurs de coûts importants et de

perte de temps pour les *back office* et services de trésorerie de parties ayant conclu des swaps. Par ailleurs, le règlement par différentiel étant la technique privilégiée, l'influence d'un tel sacrifice sur le principal serait réduit. Tout au plus peut-on envisager sérieusement la renonciation à certaines sûretés réelles prévues à l'origine du contrat. La finalité recherchée par le swap est généralement accessoire à celle d'un crédit, c'est pourquoi il est douteux que la contrepartie soit l'un des principaux créanciers qui seront appelés dans le cadre d'une négociation.

La soumission de la contrepartie non défaillante au contrat de swap aux principes du droit des entreprises en difficulté est pour elle source de fortes incertitudes (A), auxquelles la pratique a tenté de remédier avec plus ou moins de succès (B).

A. Les incertitudes découlant d'une procédure collective

L'ouverture d'une procédure collective, par la discipline collective auquel elle soumet les créanciers marque une hostilité plus grande à l'égard des engagements contractuels antérieurement conclus. Elle entraîne en effet l'interdiction des paiements de créances antérieures et son corollaire, l'interdiction des poursuites, ce qui est nécessaire dans une procédure fondée sur la cessation des paiements, comme le redressement ou la liquidation judiciaire ou des difficultés insurmontables pour le débiteur, comme la sauvegarde et en accord avec le principe d'égalité entre les créanciers²⁰. Puisque le débiteur ne dispose pas de fonds nécessaires pour payer tous les créanciers ou qu'il se trouve dans une situation délicate pour laquelle il lui a été permis de se placer sous la protection de la loi, il est logique qu'aucun créancier ne soit payé. Est ainsi interdit de plein droit le paiement de toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture²¹, ainsi que de toute procédure d'exécution sur les meubles et immeubles du débiteur, de la part des mêmes créanciers titulaires de créances autres que postérieures privilégiées²². L'ouverture de la procédure collective ne peut être la cause d'une résiliation ou de résolution d'un contrat en cours; la loi paralyse l'efficacité de toute clause contraire, y compris celle qui serait incluse dans une convention cadre de place²³. En outre, elle a pour conséquence d'entraîner le maintien du terme²⁴, arrête le cours des intérêts²⁵. Il est nécessaire de préciser à cet égard qu'il ne faut pas entendre les

²⁰ F. Pérochon, R. Bonhomme, *Entreprises en difficulté, Instruments de crédit et de paiement*, LGDJ, 8^{ème} éd., p. 214

²¹ Article L. 622-7 du Code de commerce

²² Article L. 622-21 du Code de commerce

²³ Article L. 622-12 du code de commerce

²⁴ Article L. 622-19 du Code de commerce

²⁵ Article L. 622-28 du Code de commerce

versements effectués par les parties à un swap de taux d'intérêt comme des intérêts et majorations au sens de l'article L. 622-28 du Code de commerce. Les swaps reposent, comme le souligne certainement à juste titre P.-A. Boulat et P.-Y. Chabert²⁶, « reposent sur des obligations réciproques de payer des montants calculés par référence au transfert des produits ou des charges liés à des actifs ou passifs financiers ». Les intérêts n'étant pas payés entre les parties ; leur versement n'est pas l'objet du contrat de swap, ils se bornent à servir de référence pour le calcul de l'obligation de paiement du swap. C'est en revanche aux intérêts de retard de paiement de l'obligation du contrat de swap que cette disposition trouve à s'appliquer.

La contrepartie non défaillante au contrat de swap se voit ainsi privée de droits économiquement essentiels. La résiliation du contrat de swap ne sera valable que si elle est intervenue avant l'ouverture de la sauvegarde collective. Certains contrats de swaps contiennent une clause autorisant le prononcé de la résolution du contrat par simple décision unilatérale ; cette clause est produite ses effets à condition que les conditions contractuelles soient remplies avant prononcé du jugement –point n'est besoin d'obtenir la constatation de la réalisation des conditions résolutoire comme c'est le cas pour le contrat de bail. Les clauses de styles par lesquelles les parties croient pouvoir se protéger en érigeant l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre du débiteur en cause résolutoire du contrat sont privées d'effet. Il en résulte que, durant la période d'observation et l'exécution d'un plan de sauvegarde ou de redressement, la contrepartie du swap sera dans la situation dans laquelle elle ne pourra pas exiger le versement immédiat des sommes dues par le débiteur mais non encore exigible, sans être assurée pour autant du respect par le débiteur des échéances successives alors qu'elle sera dans l'obligation de continuer à honorer ses échéances. D'ailleurs, le créancier, dans le cadre d'un plan de sauvegarde ou de redressement peut imposer des délais, pouvant atteindre dix ans, même des remises si des comités de créanciers ont été constitués ; et, si la procédure débouche sur une liquidation judiciaire, point n'est besoin de préciser le caractère aléatoire du montant recouvré, il s'agit d'un risque de contrepartie pur... que le contrat avait parfois pour objet de prévenir. Le créancier est dès lors soumis à un risque procédural particulièrement élevé ; si l'ouverture d'une procédure collective n'est pas synonyme de perte certaine de la créance pour la partie au swap, l'économie de la transaction risque de se trouver anéantie, davantage par l'octroi de délais que par la suspension des paiements durant la période d'observation.

²⁶ P.-A. Boulat, P.-Y. Chabert, *Les swaps, technique contractuelle et régime juridique*, Masson, 1992, p. 155

L'on imagine aisément la fâcheuse posture de la contrepartie non défaillante, qui non seulement est dans l'obligation de trouver sur le marché à se couvrir à des conditions qui peuvent être beaucoup moins favorables que lorsqu'elle a conclu l'opération de swap, mais qui est encore dans l'obligation d'honorer son obligation. Le créancier sera confronté à une double difficulté, il lui sera nécessaire de se procurer la trésorerie suffisante pour effectuer le versement prévu par le swap alors que son cocontractant ne s'est pas exécuté, rompant ainsi l'équilibre qui avait présidé à la conclusion du contrat de swap et qui était concrétisé par la simultanéité des paiements, et l'incertitude quant à la réalité de la fourniture de la prestation pour l'avenir. Le décalage de trésorerie engendré peut parfois se révéler irréparable, en particulier lorsque l'opération de swap est construite sur un endettement sous-jacent. Aussi le créancier qui croyait trouver prévisibilité et certitude dans le contrat de swap pour mener à bien son objectif de couverture, de spéculation ou encore d'arbitrage est décidément lésé.

B. Les tentatives visant à remédier à ces incertitudes

Pour pallier ces incertitudes, la pratique internationale a cru pertinent de signer des contrats de gage *mark-to-market*, supposés être protecteur contre le risque de défaillance de la contrepartie. Les cocontractants prévoient la constitution de gages réciproques par chacune des contreparties en faveur de l'autre pour un montant correspondant à la valeur de remplacement de leur portefeuille de swaps conclu au titre d'un même contrat cadre, calculée selon les modalités perçues par une clause relative à l'indemnité de résiliation²⁷. En effet, la convention cadre relative aux opérations sur les instruments financiers à terme prévoit, en cas de défaillance des contreparties une indemnité de résiliation fondée sur le concept de valeur de remplacement. Sa définition témoigne de l'importance pour la contrepartie non défaillante des coûts engendrés pour retrouver sur le marché une protection. La convention la définit de la sorte :

« Elle résulte, pour une Transaction donnée, de l'application de la moyenne arithmétique des cotations fournies par au moins deux intervenants de marché de premier rang. Chacune de ces cotations permettra d'exprimer le montant que l'intervenant de marché verserait ou recevrait à la Date de Résiliation s'il devait reprendre l'intégralité des droits et obligations financières de l'autre Partie à compter de cette date au titre de la Transaction concernée. Le montant correspondant sera affecté d'un signe positif s'il devait être versé à l'intervenant de marché. Il sera affecté d'un signe négatif dans le cas contraire.

²⁷ P.-A. BOULAT, P.-Y. CHABERT, op. cit. 155

S'il ne peut être obtenu qu'une seule cotation, la Valeur de Remplacement résultera de cette cotation. Si aucune cotation ne peut raisonnablement être obtenue, la Valeur de Remplacement sera égale, selon le cas, au profit de la Partie en charge des calculs (et affectée d'un signe négatif) ou à la perte de la Partie en charge des calculs (et affectée d'un signe positif) résultant pour cette Partie de la résiliation de la Transaction.

La Partie établissant la Valeur de Remplacement choisit les intervenants de marché auxquels sont demandées les cotations précitées. »²⁸

Le gage *mark-to-market* prévoit un calcul périodique, en fonction de la valeur de marché, de l'indemnité de résiliation qui serait due si les swaps couverts par le contrat cadre venaient à être résiliés à ce moment là et un ajustement du gage en conséquence ; chaque partie détenant en gage une somme de sa contrepartie ? Le gage prend la forme d'un dépôt sur un compte bancaire conclu au bénéfice de la contrepartie ; chaque contrepartie devenant libre d'utiliser ces sommes en cas de défaillance de l'autre. Une telle pratique a pu avoir l'avantage d'échapper aux formalités de constitution applicables au gage de droit commun et à la prohibition du pacte commissoire en droit français qui est demeurée la règle jusqu'au 23 mars 2006. Toutefois, cette sorte de gage-espèces était généralement constitué auprès d'établissements bancaires situés hors de France, notamment des banques new-yorkaises dont le droit du lieu de constitution de cette sûreté leur reconnaissait plein effet.

Egalement, les clauses de défaut croisées (*cross-default*) dont le but est de prévenir les difficultés de l'une des parties et d'anticiper l'ouverture d'une procédure collective étaient très usitées et parfaitement valables. Leur inconvénient tenait à leurs critères imprécis et arbitraire, les événements prévus par les parties qui étaient susceptibles d'être révélateurs d'une défaillance prochaine des contreparties pouvaient parfaitement être réunis sans que la cessation des paiements ne surviennent. Les parties courraient le risque de résilier un contrat sans raison.

Par ailleurs, les sûretés réelles consenties au bénéfice de la partie non défaillante seront d'une efficacité relativement modérée pendant la période d'observation en raison de l'interdiction des poursuites individuelles, lors de l'exécution du plan de sauvegarde ou de redressement. En effet, lorsque ces sûretés garantiront le paiement des créances antérieures au jugement d'ouverture, le créancier est contraint de respecter les délais prévus par le plan sans qu'il puisse exercer les sûretés. Par ailleurs, l'article L. 622-17 I et II du Code de commerce, qui n'a guère vocation qu'à s'appliquer dans l'hypothèse relativement peu

²⁸ Convention cadre de la Fédération Bancaire Française relative aux opérations sur les instruments financiers à terme, 2007

courante de la vente d'un bien du débiteur grevé d'une sûreté pendant la période de sauvegarde ou de redressement judiciaire ou d'une cession d'entreprise, accorde une priorité au paiement de toutes les créances postérieures élues – en les hiérarchisant - sur celui des créances antérieures. C'est dire que les chances du titulaire d'une sûreté supposée garantir le paiement d'une créance antérieure de se voir payer sont infimes, tout au plus est-il payé avant le créancier antérieur chirographaire, mais cela ne semble être qu'une fiction. Si une liquidation vient à être prononcée, le créancier muni d'une sûreté garantissant une créance antérieure à l'ouverture du jugement d'ouverture obtient toutefois un sort un peu plus enviable, du moins si la créance a été garantie par une sûreté immobilière ou une sûreté mobilière spéciale assortie d'un droit de rétention, ou par un nantissement de l'outillage ou du matériel, car l'article L. 641-13 du Code de commerce lui accorde la quatrième place, au classement des créanciers déçus en droit d'être payer, le plaçant après les créances salariales superprivilégiées, les frais de justice postérieurs à l'ouverture de la procédure et les créances garanties par le privilège de conciliation, mais avant les créances postérieures élues. Si la créance a été garantie par une autre sûreté réelle autre que celles précédemment évoquées, son règlement n'interviendra qu'après les créances postérieures élues, avant celui des créanciers ordinaires. C'est dire que les sûretés réelles offrent une garantie bien chimérique à la contrepartie non défailante dans le cadre de ces procédures collectives.

Les garanties les plus recherchées en matière de swap sont les sûretés personnelles, qu'il s'agisse d'un cautionnement ou d'une garantie à première demande ou encore ce que l'on appelait « cautionnement réel », à savoir l'affectation par un tiers d'un bien en garantie. Lorsque le garant est une personne physique, l'ouverture l'article L. 622-28 du code de commerce les fait bénéficier d'un arrêt des poursuites durant toute la période d'observation. Par ailleurs, lorsqu'un plan de sauvegarde est adopté, le garant peut se prévaloir personnellement des mesures d'apurement qui seront prises dans le plan de sauvegarde, faculté accordée par l'article L. 626-11 du Code de commerce introduit par la loi de sauvegarde du 26 juillet 2005, mais expressément écartée en cas de redressement judiciaire²⁹ et bien entendu en cas de liquidation judiciaire. Ainsi, longtemps plébiscitée par la pratique, la sûreté personnelle a reçu du plomb dans l'aile depuis la loi de sauvegarde de 2005 en ce qu'elle n'est plus une garantie absolue pour la contrepartie au swap car la procédure de sauvegarde la vide de sa substance pourtant à la recherche de certitudes. Elle ne lui permet pas d'éviter le bouleversement de l'économie du contrat risquant d'entraîner un gage de trésorerie parfois irrémédiable.

²⁹ Article L.631-20 du Code de commerce : « les coobligés (...) ne peuvent se prévaloir des dispositions du plan »

II. La nécessaire introduction d'un régime exorbitant

La convention cadre relative aux opérations sur les instruments financiers à terme de la Fédération bancaire française de 2007, comme les versions précédentes, contient une clause permettant aux parties de se délier de leur engagement en cas de défaillance de l'une d'entre elles. Elle est rédigée de la sorte :

« La survenance d'un Cas de Défaillance donne à la Partie Non Défaillante le droit, sur simple notification adressée à la Partie Défaillante, de suspendre l'exécution de ses obligations de paiement et de Livraison et de résilier l'ensemble des Transactions en cours entre les Parties, quel que soit le lieu de leur conclusion ou d'exécution. Cette notification précisera le Cas de Défaillance invoqué ainsi que la Date de Résiliation retenue. A compter de la Date de Résiliation les Parties ne seront plus tenues à aucun paiement ou Livraison pour les Transactions résiliées.

La résiliation donne toutefois droit, pour ces mêmes Transactions, au paiement du Solde de Résiliation et lorsqu'elle résulte de la survenance d'un Cas de Défaillance, au remboursement des frais prévus à l'article 11.5. »³⁰

Sont énumérés les cas de défaillance susceptibles de donner lieu à la mise en œuvre de cette clause.

« Constitue un Cas de Défaillance pour l'une des Parties, (la "Partie Défaillante") l'un des événements suivants:

7.1.1.1. l'inexécution d'un paiement ou d'une Livraison quelconque au titre d'une Transaction à laquelle il n'aurait pas été remédié dans un délai de trois Jours Ouvrés à compter de la notification du défaut de paiement ou de Livraison adressée par l'autre Partie, (la "Partie Non Défaillante") ;

7.1.1.2. l'inexécution d'une quelconque disposition (autre que celle visée au 7.1.1.1 ci-dessus) de la présente Convention à laquelle il n'aurait pas été remédié dans un délai de sept Jours Ouvrés à compter de la notification de cette inexécution adressée par la Partie Non Défaillante ;

7.1.1.3. une quelconque déclaration de l'article 6 ci-dessus qui se révélerait avoir été inexacte au moment où elle a été faite ou réitérée ou cesse d'être exacte, sur un point important ;

³⁰ Article 7. 1. 2 de la convention cadre FBF

7.1.1.4. la déclaration de l'impossibilité ou du refus de régler tout ou partie de ses dettes ou d'exécuter ses obligations financières, l'octroi administratif ou judiciaire d'un moratoire ainsi que toute procédure équivalente ;

7.1.1.5. la cessation d'activité, l'ouverture d'une procédure de liquidation amiable ou de toute autre procédure équivalente ;

7.1.1.6. l'ouverture de toute procédure de prévention ou de traitement des difficultés des entreprises régie par le droit français, ou de toute procédure équivalente régie par un droit étranger affectant le siège ou l'une quelconque des succursales de l'une des Parties, notamment (i) l'ouverture d'une procédure de conciliation, (ii) l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, (iii) la nomination d'un administrateur à la demande des autorités réglementaires ou des tribunaux, (iv) l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire (v) l'ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire, ou de toute procédure équivalente à celles qui sont visées aux (i) à (v) ;

7.1.1.7. inexécution d'une quelconque obligation de paiement à l'égard de l'autre Partie ou de tout tiers autre que celles résultant de la présente Convention ou d'une Transaction, sauf en cas d'erreur manifeste et à moins que le paiement de ce montant ne soit l'objet d'une contestation sérieuse au fond ;

7.1.1.8. tout événement susceptible d'entraîner la nullité, l'inopposabilité, la disparition d'une quelconque sûreté ou garantie consentie en faveur de la Partie Non Défaillante au titre d'une ou plusieurs Transactions, ainsi que tout événement visé aux articles 7.1.1.4, 7.1.1.5, 7.1.1.6 et 7.1.1.7 affectant un tiers ayant délivré sa garantie au titre d'une ou de plusieurs Transactions »

Cette clause, que l'on trouve également dans le modèle ISDA, souffrait d'avoir une efficacité juridique plus qu'incertaine en ce qu'elle semble entrer en conflit ouvert avec les principes des procédures collectives.

Le droit des marchés financiers, soucieux d'assurer le bon fonctionnement, l'efficacité du marché, et la sécurité des transactions n'a pu raisonnablement tolérer une telle incertitude, tant néfaste pour les acteurs de marché sous peine de compromettre l'utilisation de ces instruments financiers qui connaissent un succès considérable auprès des opérateurs internationaux et d'affaiblir fortement la compétitivité de la place de Paris. C'est ainsi que le Code monétaire et financier prévoit aux articles L. 211-36-1 prévoit un régime d'exception prévoyant que **les contrats de swaps sont résiliables, les dettes et créances y afférant compensables en un solde unique, quand même les parties seraient régies par plusieurs conventions-cadres différentes.** L'article renvoie expressément aux **conventions cadres de place en ce qui concerne les modalités de résiliation, d'évaluation et de compensation.** Ce qui est remarquable est la disposition de l'article L.

211-40 du même code qui prévoit que « *les dispositions du livre VI du code de commerce, ou celles régissant toutes procédures judiciaires ou amiables équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers, ne font pas obstacle à l'application des dispositions de la présente section* » ; ainsi, les dispositions des procédures collectives voient leur action paralysée et doivent céder la place à des modalités de traitement de l'insolvabilité prévues dans des conventions, c'est-à-dire ayant valeur contractuelle. L'application de ce régime dérogatoire n'est pas en l'état du droit positif subordonné à l'existence d'une convention-cadre de place régissant les modalités de la résiliation ou de compensation, l'article L. 211-36-1 se bornant à préciser que ces modalités peuvent notamment être prévues par de telles conventions. L'on pourrait donc parfaitement concevoir que des parties conviennent de modalités tout à fait différentes sur d'autres bases que ces conventions de place. D'ailleurs, ces conventions de place ont seulement pour vocation de servir un cadre d'ensemble supplétif de volonté auquel les parties sont libres de déroger à leur convenance.

Est ainsi instauré un régime offrant la seule solution qui est susceptible d'être adaptée à un contrat de swap dont l'économie oblige à raisonner selon le principe du tout ou rien, soit il est respecté à la lettre, soit il est résilié, mais aucune solution alternative ou médiane ne peut être envisagée. Les dispositions validant les clauses contenues dans les conventions de place ne sont pas nouvelles, elles existent dès 1987 mais étaient cloisonnées à différents types de contrats. La validité du mécanisme de la clause *out-netting* a été reconnue par la loi du 31 décembre 1993³¹ pour les opérations de pension livrée, cette dernière loi pouvant être considérée comme les prémices du régime actuellement applicable au contrat de swap.³² Les conditions de la validation des clauses contenues dans les conventions de place étaient différentes en fonction des titres financiers, et aucune compensation globale ne pouvait intervenir, ce qui faisait qu'une contrepartie globalement créancière pouvait être contrainte à honorer sa prestation sans pouvoir pour autant obtenir le paiement de sa contrepartie. Le régime a été unifié avec la loi NRE du 15 mai 2001, puis a fait l'objet de réformes, notamment avec la loi du 22 octobre 2010 qui a modifié sa place dans le code. La dernière rédaction du texte lève les ambiguïtés³³ sur l'étendue du périmètre de ce régime dérogatoire au contrat de swap : l'article L. 211-36 du C.M.F. assimile les contrats d'échange aux instruments financiers pour l'application de la section. Cependant, une condition essentielle vient circonscrire le périmètre *ratione personae* de ce régime dérogatoire : l'une

³¹ Loi n°93-1444 du 31 décembre 1993

³² A. Caillemer du Ferrage, *Le rêve familial du global netting à la française*, Banque et Droit n°79, sept.-oct. 2001, p.3

³³ J.-F. Sécher, J. Fierville, *Les contrats de swaps à l'épreuve des procédures collectives*, Cahiers du droit de l'entreprise n°4, juillet 2011

au moins des parties au contrat doit être un établissement de crédit, un prestataire de service d'investissement, un établissement public, une collectivité territoriale, une institution, une chambre de compensation, un établissement non résident ayant un statut comparable, une organisation ou organisme financier international dont la France ou la Communauté européenne est membre. Ce régime dérogatoire répond donc à l'objectif affiché d'être favorable surtout aux établissements bancaires et financiers, c'est en effet essentiellement à eux qu'il sera utile. Cela s'explique parce que les marchés financiers présentent la caractéristique d'être largement endogames ; en France, l'immense majorité de ces contrats de swaps se concentre sur quelques établissements bancaires, ce qui fait que le risque d'une faillite en chaîne n'a rien de chimérique³⁴. C'est d'ailleurs sur ce fondement, qui apparaît clairement dans le second considérant de la directive n° 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, qu'ont été renforcées et étendues les modalités de compensation-résiliation d'opérations sur contrats à terme en cas de défaut de paiement ou d'ouverture d'une procédure collective.

Les finalités poursuivies par ce régime dérogatoire ne se limitent pas à la prévention du risque systémique en limitant le risque de contrepartie pesant sur les opérations à terme. L'idée est également de permettre une amélioration de la rentabilité des capitaux propres des prestataires de service d'investissement. En effet, afin précisément de lutter contre le risque systémique, le régulateur des établissements bancaires, l'Autorité de Contrôle Prudentiel, ne permet de prendre en compte les positions nettes – c'est à dire en tenant compte de la couverture permise par les contrats de swaps – pour les besoins du calcul de leur capital réglementaire qu'à la condition que le mécanisme d'annulation et de compensation soit opposable à l'administrateur en cas de faillite. Cette opposabilité doit être certifiée par une opinion juridique non qualifiée, qui n'était jamais rendue en l'absence de disposition légale validant ce mécanisme contractuel³⁵. La reconnaissance de ce mécanisme contractuel de compensation par la loi a pour conséquence d'éviter une surconsommation des fonds propres, qui entraînait par ricochet une surfacturation des opérations répondant à, entraînant une réduction des capacités de financement. Cela permet indirectement d'atteindre le double objectif de préserver la compétitivité de la place financière de Paris, et de réduire les coûts pour l'ensemble des acteurs. Ce régime spécifique répond aussi certainement à un objectif de politique juridique certainement louable, celui d'éviter le

³⁴ A. Caillemer du Ferrage, *Le rêve familial du global netting à la française*, Banque et Droit n°79, sept.-oct. 2001, p.6

³⁵ La convention-cadre FBF a fait l'objet d'une opinion juridique rendue le 28 janvier 2008 par le Cabinet De Pardieu Brocas Maffei alors que la convention-cadre de l'ISDA a fait l'objet d'une opinion juridique émise par le cabinet Gide Loyrette Nouel.

*cherry-picking*³⁶ de l'administrateur judiciaire à qui il pourrait être tentant de n'exiger la continuation que des contrats pour lesquels l'entreprise débitrice est gagnante et de mettre fin à ceux pour lesquels l'entreprise est perdante.

Il convient de relever également que le droit d'exiger la résiliation et la compensation n'est enfermé dans aucun délai ; ce n'est pas parce que le créancier n'a pas fait jouer ce droit immédiatement lors de l'ouverture de la procédure collective qu'il est réputé y avoir renoncé. D'ailleurs, l'article 11.3 de la Convention-cadre FBF prend contient une clause prévoyant expressément le droit pour le créancier de se prévaloir de la résiliation ou de la compensation même s'il ne s'en est pas prévalu immédiatement après l'apparition d'un cas de défaut prévu par la convention. Ainsi, le droit français en matière financière permet en quelque sorte d'opérer un retour au droit commun, en se montrant respectueux de la volonté des parties qui peut s'exprimer notamment par le biais des conventions de places au point de lui permettre d'ériger un événement tel que l'ouverture d'une procédure collective au mépris des principes fondateurs du droit de la faillite contemporain. A titre de comparaison, même s'il prévoit également un régime dérogatoire³⁷, le droit anglais se manifeste moins révérencieux à son égard, car les dispositions impératives des *Insolvency Rules* font obstacle à la mise en œuvre du mécanisme de résiliation-compensation, certes, pas s'il est mis en œuvre dès le début de la procédure d'*administration* (qui présente certaines analogies avec les procédures françaises de sauvegarde et de redressement), mais dans deux circonstances particulières : lorsque l'administrateur a décidé la réalisation de l'actif pour régler le passif³⁸, et lorsqu'il décide la mise en liquidation du débiteur³⁹. Aucune disposition exogène du droit financier ne vient paralyser l'efficacité du droit anglais des procédures collectives.

³⁶ La traduction littérale de l'expression *cherry-picking* suggère que l'administrateur risquerait d'être tenté de ne cueillir que la cerise du gâteau, autrement dit de ne continuer que les contrats qui sont favorables à la société débitrice.

³⁷ Il est exact que le caractère dérogatoire de ce mécanisme peut être relativisé si l'on songe qu'en droit commun des procédures collectives, la compensation est admise et constitue une exception à l'interdiction de paiement des créanciers antérieurs (Cf. Chapitre 2, section II)

³⁸ *Insolvency Rules* 1986, Rule 2. 85

³⁹ *Insolvency Rules* 1986, Rule 4. 90

Chapitre 2 - Le sort du contrat de swap lors de l'ouverture d'une procédure collective

Le sort du contrat de swap, lorsque le régime exorbitant s'applique, dépend de la volonté du créancier de poursuivre le contrat, mais doit être précisé lorsque celui-ci ne prend aucune position (I). En cas de résiliation du contrat de swap, il est nécessaire de s'interroger sur le traitement de la créance afférente à ce contrat (II).

I. La décision de continuer ou de résilier le contrat de swap

Le régime exorbitant attaché aux contrats de swap a laissé à la contrepartie saine la liberté de choisir si elle souhaite ou non continuer le contrat (A), mais c'est à l'administrateur judiciaire qu'il revient de choisir en l'absence de choix effectué par le créancier, ou lorsque le régime dérogatoire est inapplicable (B),

A. La décision de poursuivre ou résilier le swap prise par la contrepartie défaillante

L'article 7.1 de la Convention-cadre de la FBF auquel les dispositions combinées des articles L. 211-36 et L. 211-40 du Code monétaire et financier ont donné leur plein effet en cas de procédure collective offre à la contrepartie non défaillante la possibilité de provoquer la résiliation des contrats de swaps en cas de défaillance contractuellement prévue affectant son cocontractant. En plus de l'inexécution d'un paiement auquel il n'a pas été remédié dans un délai de trois jours ouvrés à compter de la notification du défaut à la partie défaillante, de l'inexécution d'une obligation de paiement à l'égard de la contrepartie ou un tiers et ne trouvant pas sa cause dans la convention, l'ouverture de toute procédure de prévention ou de traitement de l'efficacité de l'entreprise est cause de résiliation de l'opération de swap. Les procédures de traitement et de prévention des difficultés de l'entreprise prévues par la convention sont visées mais de manière non limitative ; ainsi, en plus de la sauvegarde, du redressement, de la liquidation, de la nomination d'un administrateur par le juge ou l'autorité de contrôle, de la conciliation, il est tout-à-fait possible d'inclure la procédure de mandat *ad hoc*. Une réserve mérite d'être introduite quant à l'applicabilité de cette faculté de résiliation s'agissant de la conciliation et du mandat *ad hoc*, dès lors que celles-ci peuvent rester secrètes en raison de la recherche de confidentialité qui entoure ces procédures, qui cesse toutefois lorsque l'accord amiable auquel on est parvenu dans le cadre d'une conciliation est homologué. Il faut donc préciser que les évènements qui sont susceptibles de

donner lieu au mécanisme vont au-delà la notion strictement entendue de procédure collective, ne comprenant que les procédures entraînant un dessaisissement du débiteur plus ou moins caractérisé, que sont la sauvegarde, le redressement et la liquidation.

La contrepartie non défaillante est réellement maître du jeu en ce qu'elle a le choix entre maintenir les contrats en cours tant que les échéances sont susceptibles d'être honorées ou utiliser la faculté prévu par la clause qui lui permet d'une part de suspendre ses paiements et d'autre part de résilier l'ensemble des contrats conclu en application de la convention-cadre. La résiliation peut intervenir soit dès le prononcé du jugement d'ouverture, mais cela n'est pas nécessaire; la convention-cadre FBF prévoit expressément que l'absence d'exercice immédiat de la faculté de résiliation ouverte à la partie non défaillante ne constitue pas une renonciation à l'exercice de ce droit⁴⁰. De surcroît, le banquier est toujours à même, s'il n'a pas exercé le droit de résiliation lors de l'ouverture de la procédure collective, de résilier la convention lorsque surviendra une échéance qui n'est pas honorée. Par ailleurs, il conviendra d'être attentif au choix du cas de défaillance lors de la décision de résiliation. En effet, si les swaps sont résiliés en raison de l'ouverture d'une procédure collective, et que cette décision de résiliation n'a pas été mise en œuvre immédiatement, la résiliation rétroagira au jour de l'ouverture de la procédure collective, obligeant la partie non défaillante à restituer les sommes versées par son cocontractant depuis le jugement d'ouverture car elles se trouveront privées de fondement contractuel. En revanche, en cas de survenance d'un nouveau cas de défaut effectif, le cocontractant disposera d'un nouveau fondement lui permettant de résilier la convention.

La procédure de mise en œuvre du mécanisme de résiliation de la Convention FBF est relativement simple. A titre liminaire, lorsque c'est l'inexécution d'un paiement qui est invoquée, cette inexécution doit être notifiée par tout moyen approprié, elle fait courir un délai de trois jours pour permettre à la contrepartie de remédier au défaut⁴¹. La première étape de la mise en œuvre de la résiliation est la notification par tout moyen de cette résiliation à la contrepartie ainsi que l'indication du cas de résiliation. La deuxième étape

⁴⁰ L'article 11.3 de la convention-cadre FBF est ainsi rédigé : « le non exercice ou l'exercice tardif par une partie de tout droit, pouvoir ou privilège découlant de la Convention ne constitue pas une renonciation au droit, pouvoir ou privilège en cause ».

⁴¹ L'article 11. 1 de la même convention est ainsi rédigé : « toute notification effectuée en vertu de la convention devra être faite par lettre, télex, télécopie ou toute transmission électronique ou numérisée présentant un degré suffisant de sécurité et de fiabilité pour les Parties et prendra effet à la date de sa réception »

constitue l'établissement du solde de résiliation qui doit faire l'objet de développements⁴² approfondis.

B. La décision de poursuivre ou de résilier le swap prise par l'administrateur du débiteur défaillant

En l'absence de mise en œuvre de ce dispositif, dans l'hypothèse où le cocontractant ne souhaite pas mettre en œuvre le mécanisme de résiliation, il convient de se demander si l'administrateur judiciaire peut lui imposer la résiliation. Cette épineuse question soulève celle de l'éventuelle application du régime des contrats en cours prévu à l'article L. 622-13 du Code de commerce⁴³ au contrat de swap. Il est généralement admis que l'application de ce régime, qui permet à l'administrateur d'imposer la continuation de ces contrats quand bien même certaines échéances antérieures n'auraient pas été honorées, est subordonnée à plusieurs conditions. En premier lieu, le contrat être en cours d'existence, c'est-à-dire qu'il doit avoir été déjà conclu lors du jugement d'ouverture sans avoir été résilié avant cette date. En second lieu, le contrat doit être en cours d'exécution, c'est-à-dire que chacune des parties doit être encore créancière de l'autre. C'est « la persistance de l'effet caractéristique du contrat à la charge du cocontractant au jour de l'ouverture de la procédure qui permet de considérer que le contrat est en cours »⁴⁴. Il semble possible d'affirmer que le contrat de swap, en ce qu'il prévoit le versement périodique de diverses sommes d'argent à la charge de chacune des parties est un contrat en cours d'exécution lors de l'ouverture de la procédure collective car par hypothèse le débiteur défaillant est toujours créancier de son cocontractant en même tant qu'il est son débiteur. Le contrat de swap de taux d'intérêt peut en cela suivre un sort différent du contrat de prêt auquel il est éventuellement adossé, ce dernier ne semble pas pouvoir être qualifié de contrat en cours lorsque tous les fonds ont été versés par le banquier avant l'ouverture de la procédure collective, puisque seul le banquier demeure créancier de l'emprunteur défaillant⁴⁵.

Il en résulte que l'administrateur peut demander au juge-commissaire de prononcer la résiliation du contrat de swap si la résiliation est nécessaire à la sauvegarde de l'entreprise

⁴² Sur cette question, voir section 2.

⁴³ Pour le redressement judiciaire, l'article L. 631-14 est applicable, alors que l'article L. 641-11-1 est applicable aux liquidations judiciaires.

⁴⁴ Jeantin et Le Cannu, *Droit commercial, Entreprises en difficultés*, Précis Dalloz, Ed. 2007, n°690

⁴⁵ F. Pérochon, R. Bonhomme, *Entreprises en difficulté, instruments de crédit et de paiement*, p. 275. Th. Bonneau, *Droit bancaire*, 8^{ème} éd., p. 572

et ne porte pas une atteinte excessive aux droits du cocontractant⁴⁶. L'administrateur n'a plus le pouvoir de décider seul la résiliation du contrat en cours depuis l'ordonnance du 18 décembre 2008. Par ailleurs, la contrepartie non défaillante peut décider d'obliger l'administrateur judiciaire à se prononcer sur la continuation du contrat, le contrat est résilié de plein droit à défaut de réponse de l'administrateur un mois après la mise en demeure⁴⁷. Cette faculté peut être utilisée par un banquier désireux de poursuivre le contrat mais qui souhaite être certain que l'administrateur judiciaire est au courant de son existence et de son intention d'honorer ses échéances.

Il est intéressant de se demander si la continuation du contrat peut être imposée au créancier par l'administrateur dans l'hypothèse -relativement marginale du fait de la nature de ces contrats, mais intéressante à envisager pour apprécier la situation de la contrepartie en l'absence d'un tel régime- où l'on se situe hors du périmètre d'application du régime exorbitant introduit par le droit des marchés financiers, c'est-à-dire lorsque la contrepartie au swap n'est pas une personne visée à l'article L. 611-36 et s. du Code monétaire et financier. Une réponse affirmative semble devoir être avancée⁴⁸, car cela semble résulter de la stricte application des dispositions législatives sur les contrats en cours seules applicables dans cette circonstance. Si l'administrateur judiciaire estime opportun de poursuivre ce contrat en raison de son utilité pour le contractant, dans la perspective de la réorganisation de l'entreprise, et que l'entreprise a les fonds nécessaires pour effectuer le paiement requis à sa contrepartie, rien ne semble s'opposer à la poursuite du contrat. Si le régime dérogatoire est applicable, à tout moment la contrepartie pourra cependant y mettre fin et même en l'absence d'inexécution du débiteur⁴⁹, ce qui peut être perturbant pour l'administrateur qui est à la recherche de stabilité et de visibilité pour élaborer son plan de sauvegarde ou de redressement. Si à l'inverse, ce régime exorbitant ne peut pas être appliqué, alors l'administrateur dispose de cette stabilité. Sans doute le maintien de l'opération de swap n'a pas de raison d'être recherché si elle est adossé à un prêt dont le montant a été entièrement versé au débiteur et dont les échéances en remboursement sont devenues des créances antérieures pour lesquels seront accordées des délais de paiement, voire des remises car l'opération de swap ne permettrait plus d'assurer sa fonction de couverture visant à protéger contre une hausse du taux d'intérêt mais de spéculer sur un taux d'intérêt, opération peu recommandable à une entreprise en difficulté. Il en va tout autrement du

⁴⁶ Article L. 622-13 IV du Code de commerce

⁴⁷ Article L. 622-13 III du code de commerce

⁴⁸ En ce sens, P. Boulat, P.-Y. Chabert op. cit., p. 128

⁴⁹ L'article 11.3 de la Convention FBF 2007 prévoit que le non-exercice du droit à résiliation par la contrepartie lors de l'ouverture de la procédure collective n'entraîne pas la renonciation à exercer ce droit. Un autre cas de résiliation prévu dans la Convention FBF pourra éventuellement aussi être invoqué .

swap portant sur des devises ou des matières premières en rapport avec l'activité du débiteur que la procédure de sauvegarde ou de redressement tente de maintenir.

Un autre aspect soulevé par la question de la continuation du contrat de swap en l'absence de mise en œuvre du régime dérogatoire est celui de l'indivisibilité de l'opération, car l'on sait fort bien que le juge n'est lié ni par la qualification de contrat d'échange donnée par les parties dans la Convention-cadre (le Tribunal de commerce de Paris a d'ailleurs opté pour la qualification de contrat de vente⁵⁰), ni par l'affirmation du caractère indivisible de ces contrats dans la même Convention-cadre. Plusieurs voix se sont élevées pour faire reconnaître le caractère indivisible de l'opération de swap et empêcher que l'administrateur demande la continuation de l'obligation de paiement pour laquelle le débiteur est gagnant et la fin de celle pour laquelle il est perdant en faisant valoir que la clause d'agrégation s'imposait à l'administrateur lors de l'ouverture d'une procédure collective. Il apparaît en effet évident que l'indivisibilité repose sur le rattachement de toutes les opérations à la même opération économique qu'est la couverture d'un risque, le contrat-cadre étant par ailleurs l'instrument de gestion d'une position globale avec la même contrepartie⁵¹. Cependant, il est possible d'objecter à une telle conception que le moyen ne doit pas être confondu avec la fin et que d'un point de vue strictement juridique, ces opérations représentent deux contrats différents. Peut-être est-il possible d'opposer à l'administrateur judiciaire qui opère un *cherry-picking*, c'est-à-dire qui exige la continuation des seuls contrats dont le dénouement s'avère favorable à la société débitrice et demande la résiliation de ceux pour lesquels il s'avère défavorable, que la résiliation de ces autres contrats présente, une atteinte excessive aux intérêts du cocontractant au sens de l'article L. 622-13 IV du Code de Commerce en raison de l'économie de l'opération qui réside dans l'agrégation de ces différents contrats et du caractère relativement abusif d'un tel usage de ses prérogatives par l'administrateur. Cette question pourrait aussi se poser quand bien même le régime dérogatoire serait applicable, cependant la solution est plus favorable au créancier : si la contrepartie saine souhaite poursuivre l'opération, l'administrateur peut toujours prendre la décision de résilier le contrat pour lequel le débiteur est perdant. La partie saine conserve en effet la faculté de prononcer la résiliation de l'ensemble des contrats, comme l'a expressément prévu la Convention-cadre⁵² mais la résiliation rétroagira au jour du prononcé du jugement d'ouverture de la procédure collective si le motif invoqué est l'ouverture de la procédure collective.

⁵⁰ T. Com. Paris, 28 octobre 1992, note Th. Bonneau, précité

⁵¹ *La validité de la compensation bilatérale des contrats*, rapport de la Commission bancaire, 1989

⁵² Article 11.3 de la Convention-cadre FBF 2007

C. La possible cession du contrat de swap

Tout autre est la question de l'éventuelle cession du contrat de swap. En effet, la liquidation et même le redressement judiciaire peuvent entraîner sur une cession partielle ou totale de l'entreprise à un repreneur. Une telle cession entraîne la cession au repreneur des contrats nécessaires au maintien de l'activité en application de l'article L. 642-7 du Code de commerce. En effet, certains contrats, parce qu'ils sont précieux économiquement pour l'entreprise, sont indispensables à la poursuite de l'activité cédée. Le domaine de cette disposition quant à l'objet des contrats est particulièrement vaste, sont visés tous les contrats « *de crédit-bail, de location, de fourniture de biens et services nécessaires à la poursuite de l'activité* ». C'est le tribunal de commerce qui se prononce souverainement sur les contrats mentionnés par le repreneur dans son offre, après avoir pris en compte les observations des cocontractants du débiteur ; une condition de forme tenant à la double mention du contrat transmis dans l'offre du cessionnaire et dans le jugement arrêtant la cession a été introduite. S'agissant des conditions de fond, celle tenant à l'existence du contrat qui doit être en cours lors de la cession ne pose guère de difficulté, mais celles tenant à la nature du contrat à céder ainsi que son caractère nécessaire pour l'exploitation soulèvent des interrogations s'agissant des contrats de swaps.

Concernant la nature des contrats visés, il semble admis que seuls les contrats imprégnés d'un fort *intuitu personae* ne puissent pas être cédés avec l'entreprise. L'on retrouve alors le débat sur le caractère *intuitu personae* ou non du contrat de swap. Cependant, en la matière, la notion d'*intuitu personae* qui doit être retenue est particulièrement étroite et objective déterminée *in abstracto*, de sorte qu'elle ne puisse empêcher la cession du contrat que lorsqu'elle est incompatible avec les éléments essentiels de celui-ci, la qualité de la prestation doit être en jeu⁵³. En pratique, il semble que l'incessibilité ne puisse être reconnue que dans des cas exceptionnels notamment lorsqu'il s'agit de contrats de savoir-faire en cas de faillite du franchiseur ou d'une commande d'œuvre d'esprit passée au débiteur⁵⁴. Il en a pu être déduit que les promesses de prêts, les ouvertures de crédit n'ont pas un caractère *intuitu personae* susceptible de faire obstacle à la transmission du contrat⁵⁵ bien que la relation unissant le banquier et le client soit fondée sur la confiance réciproque et soit dominé par l'*intuitu personae*, en raison du risque pris par le banquier lors de la réalisation

⁵³ L. Aynès, *Les principales clause des contrats conclu entre professionnels*, PU Aix-Marseille, 1990, p. 131

⁵⁴ Exemples cités par Le Nabasque n°71 et Le Cannu et *alii*, n° 977, note 444

⁵⁵ F. Pérochon, R. Bonhomme, *op. cit.*, p. 491.

de telles opérations⁵⁶. Le swap, dont l'appréciation du caractère *intuitu personae* par la doctrine est controversée⁵⁷, peut cependant sur ce point être mis dans la même catégorie que celle des opérations de crédit. Lors même qu'il n'aurait pas été conclu entre un banquier et son client, il semble à la lumière de ce qui précède remplir la condition ayant trait à l'absence de caractère *intuitu personae* suffisant pour faire obstacle à sa cession dès lors qu'il résulte de sa nature d'instrument financier qu'il a été conclu davantage en considération du patrimoine que de la personne des cocontractants. Par ailleurs, la cession du contrat suppose que celui-ci soit nécessaire à la poursuite de l'activité. *A priori*, il est difficile d'imaginer que le contrat de swap puisse être essentiel à la poursuite de l'activité, tant le lien entre l'objet de ce contrat et l'activité économique du débiteur peut sembler difficile à concevoir. Toutefois, lorsqu'une activité est particulièrement exposée aux variations de certains indices boursiers, par exemple certains denrées ou matières premières, il peut être périlleux de mener l'activité en l'absence de mécanisme permettant de se couvrir contre les effets négatifs de ces variations, ce qui pourrait de ce fait amener à considérer le swap comme essentiel à la poursuite de l'activité et à légitimer sa cession avec l'entreprise cédée. Le régime exorbitant du droit commun que le droit des marchés financier a attaché au contrat de swap, s'il est applicable, permettra à la contrepartie d'échapper à cette cession imposée.

II. Traitement des créances afférentes au contrat de swap

La contrepartie qui a mis en œuvre la faculté de résiliation du swap doit calculer le seuil de résiliation (A); lorsque cette faculté n'a pas été mise en œuvre, les créances afférentes au contrat de swap doivent être traitées en suivant la dichotomie entre les créances antérieures et postérieures au jugement d'ouverture (B).

A. La détermination du seuil de résiliation

La Convention-cadre FBF prévoit les modalités de détermination du solde de résiliation en son article 8, rédigé en ces termes :

⁵⁶ Th. Bonneau, Droit bancaire, p. 18. – Le caractère *intuitu personae* du contrat de crédit a pour conséquence l'entière liberté laissée au banquier, sans avoir à justifier de sa décision qui est discrétionnaire, de consentir ou de refuser l'octroi d'un crédit, comme l'a solennellement rappelé avec force la Cour de cassation dans une affaire médiatisée (Ass. Plén, 9 octobre 2006, *B. Tapie v. SDBO-Crédit Lyonnais* n°06-14.975 et 06-15.377, JCP éd. G. 2006 II 10175, D. 2006, note D. Houtcieff). Ce caractère *intuitu personae* suppose également, d'ordinaire, c'est-à-dire en dehors du droit des entreprises en difficulté, l'incessibilité du contrat de crédit, sauf accord exprès du banquier.

⁵⁷ Sur la question du caractère *intuitu personae* du swap, voir supra, page 10.

« **8.1.1.** En application du principe général relatif à la détermination du Solde de Résiliation, chaque Transaction résiliée donne lieu à la détermination de sa Valeur de Remplacement ainsi que, le cas échéant, à celle du Montant Dû par chaque Partie pour cette Transaction. La charge de déterminer les Valeurs de Remplacement et Montants Dus est confiée à la Partie Non Défaillante ou à la Partie Non Affectée (ou, s'il y a deux Parties Affectées, à chaque Partie). Cette détermination doit intervenir dès que possible.

8.1.2. Afin de déterminer le Solde de Résiliation pour l'ensemble des Transactions résiliées, la Partie en charge des calculs déduira alors du total des Valeurs de Remplacement affectées d'un signe positif et des Montants Dus par l'autre Partie le total des Valeurs de Remplacement affectées d'un signe négatif et des Montant Dus par elle. Cette différence (positive ou négative) sera le Solde de Résiliation.

8.1.3. Toute Valeur de Remplacement ou Montant Dû exprimé dans une Devise autre que la Devise de Résiliation sera converti dans cette Devise à la Date de Résiliation sur la base des cours de change au comptant disponibles pour la Partie en charge des calculs à 12h00 à cette date. »

Le mécanisme permettant le désintéressement de la contrepartie non défaillante au contrat de swap est parfaitement affranchi de la discipline collective à laquelle sont soumis les autres créanciers du fait de l'ouverture de la procédure collective. La compensation peut être effectuée, non seulement entre les différentes créances qui résultent d'un même contrat-cadre, mais encore entre tous les soldes résultant de chacune des conventions cadres conclues entre les parties et portant sur des instruments financiers, comme l'a expressément autorisé l'article L. 211-36-1 du code monétaire et financier. Par ailleurs, la convention permet à la contrepartie non-défaillante lorsque celle-ci est débitrice nette à l'égard du débiteur frappé d'une procédure collective, de compenser ce montant avec tout autre montant susceptible d'être du à quelque titre que ce soit. L'admission de cette dernière opération de compensation⁵⁸ est sujette à réserve, car le régime dérogatoire aux procédures collectives résultant de la loi n'inclut dans son périmètre que la compensation entre créances et dettes se rapportant aux conventions financières spécifiquement désignées; ce régime constituant une exception, il doit comme tel être interprété strictement. Par ailleurs, cela reviendrait dans une certaine mesure à affranchir un banquier ayant conclu un contrat de swap avec le débiteur dans lequel ce dernier est gagnant de la discipline collective.

Le mécanisme de résiliation-compensation prévu par la Convention-cadre FBF tient compte, pour établir ce que doit la partie non défaillante, de la valeur économique du swap à la date de sa résiliation, et du coût réel de son remplacement. Une telle prise en compte est

⁵⁸ Article 8.2.4 de la Convention-cadre FBF

révolutionnaire en droit des procédures collectives, mais indispensable compte tenu de la nature de l'opération, car la résiliation pure et simple de l'opération sans indemnité pour la partie défaillante pourrait entraîner pour elle une perte considérable en fonction de l'évolution du marché car la contrepartie risque de déboursier des sommes parfois considérables pour retrouver sa position initiale. La résiliation-compensation repose sur le concept de valeur de remplacement. La convention le définit ainsi :

« La Valeur de Remplacement est établie par la Partie Non Défaillante ou la Partie Non Affectée (ou s'il y a deux Parties Affectées, chaque Partie Affectée). Elle résulte, pour une Transaction donnée, de l'application de la moyenne arithmétique des cotations fournies par au moins deux intervenants de marché de premier rang. Chacune de ces cotations permettra d'exprimer le montant que l'intervenant de marché verserait ou recevrait à la Date de Résiliation s'il devait reprendre l'intégralité des droits et obligations financières de l'autre Partie à compter de cette date au titre de la Transaction concernée. Le montant correspondant sera affecté d'un signe positif s'il devait être versé à l'intervenant de marché. Il sera affecté d'un signe négatif dans le cas contraire.

S'il ne peut être obtenu qu'une seule cotation, la Valeur de Remplacement résultera de cette cotation. Si aucune cotation ne peut raisonnablement être obtenue, la Valeur de Remplacement sera égale, selon le cas, au profit de la Partie en charge des calculs (et affectée d'une signe négatif) ou à la perte de la Partie en charge des calculs (et affectée d'un signe positif) résultant pour cette Partie de la résiliation de la Transaction.

La Partie établissant la Valeur de Remplacement choisit les intervenants de marché auxquels sont demandées les cotations précitées. »

La valeur de remplacement est donc établie par la partie non défaillante et résulte, pour une transaction spécifique, de la moyenne de prix fournie par au moins deux intervenants de marché de premier rang, à la contrepartie non défaillante pour lui permettre de conclure un swap la plaçant dans la même situation que les swaps résiliés. Lorsque la contrepartie saine n'est pas en mesure de se procurer deux cotations, hypothèse qui n'est pas d'école, car les intervenants de marché se montrent de plus en plus réticents à fournir des cotations pour les besoins de la détermination d'un solde de résiliation, la valeur de remplacement sera égale à l'unique cotation obtenue. Faute de cotation obtenue, c'est en tenant compte du profit ou de la perte qui résulte de la résiliation pour la contrepartie saine que sera calculé l'indemnité de résiliation. C'est la contrepartie saine qui a la charge de rechercher les cotations, ce qui lui est favorable parce ce qu'elle peut les choisir discrétionnairement. Le prix fourni par ces agents doit

être sincère, les demandes de prix doivent être objectives et ne pas influencer les intervenants de marché contactés, comme a pu le juger une décision américaine appliquant la convention FBF⁵⁹. Si les intervenants refusent de fournir une cotation, la contrepartie non défaillante doit se préconstituer la preuve des refus opposés pour justifier des diligences accomplies.

Cette indemnité de résiliation sera prise en compte pour le calcul du solde et permettre d'opérer la compensation. Un récent arrêt de la Cour de cassation⁶⁰ a imposé aux créanciers souhaitant opérer une compensation entre connexes de déclarer sa créance, sans quoi la compensation ne peut pas s'opérer, faute d'avoir rendu la créance opposable au débiteur. Le mécanisme de résiliation-compensation ayant été expressément autorisé par une disposition légale spécifique qui déroge au droit commun, il est raisonnable de penser qu'il n'est pas conditionné à la déclaration de créance. Cependant, si ce solde est positif en faveur de la contrepartie saine l'interdiction de paiement des créances antérieures fait obstacle à l'application de la clause de la Convention-cadre prévoyant que le solde de résiliation, calculé et communiqué dans les meilleurs délais par la contrepartie saine à la partie défaillante, soit réglé sous trois jours. Ainsi, le caractère dérogatoire au droit des procédures collectives des contrats de swap se borne à autoriser la compensation et n'affranchit pas la contrepartie saine de la discipline collective pour le paiement des créances antérieures. Aussi le prestataire de service d'investissement sera tenu de déclarer sa créance chirographaire dans les deux mois de l'ouverture de la procédure afin de ne pas être déclaré forclos. L'enchantement réalisé par le régime exorbitant s'arrête donc une fois la résiliation et la compensation permise...

B. La dichotomie de régime entre les créances antérieures et les créances postérieures

En l'absence de mise en œuvre du dispositif dérogatoire, si le contrat est continué, s'appliquera, si l'on veut paraphraser le professeur Soinne, l'une des vaches sacrées des procédures collectives, la dichotomie entre le paradis des créances postérieures et le purgatoire des créances antérieures. Si le contrat est continué, le régime des créances postérieures utiles à la procédure va s'appliquer, les échéances postérieures au jugement d'ouverture seront payées⁶¹. Le contrat devra parfaitement être honoré par l'entreprise débitrice, comme le prévoit l'article L. 622-17 du Code de commerce impose le paiement des créances régulièrement nées pour les besoins de la procédure à leurs échéances, à défaut de quoi la contrepartie serait fondée à mettre fin au contrat en vertu de l'article L. 622-13 III 2) du même code. Le risque de défaut est

⁵⁹ *The High Risk Opportunities Hub fund Ltd. V. Credit Lyonnais*, Tribunal de New-York City, 6 juillet 2005

⁶⁰ Cass. Com., 3 mai 2011, n°10-16758

⁶¹ Article L. 622-17 et L. 641-13 s'agissant de la liquidation judiciaire

relativement faible, l'administrateur judiciaire engage sa responsabilité s'il continue un contrat que l'entreprise n'est pas en mesure d'honorer. S'agissant des créances antérieures, leur montant devra être déclaré à la procédure, comme le prévoit l'article L. 622-24 du Code de commerce sans que cela appelle de commentaires particuliers, des délais de paiement pourront être imposés dans le cadre du plan adopté, voire des remises si la procédure a été ouverte avec des comités de créanciers. Il est évident que le paiement des échéances du contrat de swap plusieurs années après leurs échéances dénature complètement l'économie de l'opération. Sera considéré comme une créance antérieure le solde de résiliation en faveur du créancier Si la procédure débouche sur une liquidation judiciaire, le classement opéré par l'article L. 641-13 réserve à la contrepartie au swap, créancier ordinaire titulaire d'une créance antérieure la dernière place, autant dire que ces chances d'être payés sont infimes. Les créances antérieures ne sont pas éligibles au privilège de procédure de sauvegarde ou de redressement prévu à l'article L. 622-17. Les créances afférentes aux échéances postérieures du contrat de swap seront quant à elles éligibles au privilège de procédure.

Une question peut à ce stade se poser, celle de savoir s'il est bien légitime de décomposer le contrat de swap entre les créances antérieures et postérieures au jugement d'ouverture, et si au contraire, il ne serait pas plus exact de considérer que ce contrat constitue une unique opération qui ne peut pas être soumise à une telle scission. Cela pourrait avoir pour conséquence de permettre à la contrepartie de bénéficier du privilège de procédure de sauvegarde de l'article L. 622-17 également pour les échéances antérieures au jugement d'ouverture lorsque le swap est conclu. Une telle approche n'est pas celle retenue par P. Boulat et P.-Y. Chabert qui retiennent la dichotomie classique entre les créances antérieures et les créances postérieures au jugement d'ouverture. De surcroît, la nouvelle rédaction de l'article L. 622-17 issu de la loi de sauvegarde du 26 juillet 2005 en ne visant expressément que « les créances nées régulièrement après le jugement d'ouverture pour les besoins de la procédure » semble exclure l'idée de considérer le contrat de swap comme un tout. La contrepartie saine n'a guère d'espérance si elle a déclaré sa créance, une jurisprudence récente a privé d'office du privilège de l'article L. 622-17 le créancier qui a déclaré sa créance⁶². A l'inverse, on ne saurait lui conseiller de parier sur la reconnaissance du bénéfice de ce privilège en ne déclarant pas sa créance, il risquerait d'être forclos pour non-respect du délai de déclaration de sa créance dans le délai préfix de deux mois à compter de la publication du jugement d'ouverture.

Une autre question soulevée est celle de la validité des clauses de compensation lorsque le régime exorbitant est inapplicable. Dans l'hypothèse d'une réponse négative, cela signifierait

⁶² Cass. Com. 3 mai 2011, n° 10-18031

que la contrepartie non défailante au *swap* créancier serait contrainte de solder l'ensemble de ce qu'il doit à son cocontractant sans pour autant obtenir de son cocontractant le paiement correspondant, ce qui porterait un coup sensible à l'économie de l'opération. Avant la reconnaissance légale de ces clauses avec la loi de 1993, la validité de cette clause ne tenait qu'en raison de la conception large de la notion de connexité que faisait la Cour de cassation. L'interdiction de paiement des créances antérieures est levée pour le paiement par compensation de créances connexes⁶³. La connexité est le lien naturel ou économique qui réunit deux créances réciproques. La compensation suppose le caractère certain des créances, leurs liquidité, leur exigibilité et leur réciprocité, mais la connexité permet la compensation même lorsque toutes ces conditions ne sont pas réunies. Lorsque les parties sont liées de manière non artificielle par un contrat-cadre, qui prévoit une unité de relation avec la tenue de position compensée pour les différents swaps individuels, il semble que plusieurs indices concourent à reconnaître la connexité. La solidité juridique des conventions de compensation sur swap avant l'introduction d'un régime dérogatoire était ce que J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC⁶⁴ appellent la «jurisprudence des petits cochons», c'est-à-dire la jurisprudence de la Cour de cassation du 19 mars 1991⁶⁵ au sujet de la compensation de dettes réciproques entre éleveurs de porcs. Elle a décidé que les obligations étaient connexes si elles étaient liées à l'exécution d'un même contrat, et non si elles résultaient d'un même contrat, ce qui fait que deux conventions dont le but est de permettre la conclusion de l'une d'entre elles sont connexes. Cependant, les circonstances de fait des espèces ayant donné lieu à la validation de la compensation tenaient au caractère complémentaire des différentes obligations que l'on souhaitait dire connexes. Il semble discutable de soutenir qu'un *swap* est conclu pour faciliter l'exécution de l'autre, en raison du caractère abstrait de l'opération financière, même si les contrats présentent un lien étroit tenant à l'économie de cette opération. C'est le libéralisme dont la Cour de cassation a fait preuve pour reconnaître la connexité même après l'intervention de la loi du 25 janvier 1985 supposée appeler de retenir une conception particulièrement restrictive de la connexité qui a suscité l'optimisme quant à la reconnaissance de ces clauses de compensation. L'on peut toujours sur s'appuyer sur ce fondement jurisprudentiel afin de tenir pour valable la clause de compensation lorsque le régime dérogatoire n'est pas applicable. Tout cela n'était cependant guère rassurant pour des opérateurs financiers en quête de certitude... Evoquer cette jurisprudence antérieure

⁶³ Article L. 622-7, I, al. 1^{er} du Code de commerce

⁶⁴ J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, La compensation des opérations de marchés à terme, Banque n° 545, févr. 1994, p. 58

⁶⁵ Cette position extensive de la notion de connexité est constante de la part de la Cour de cassation qui a reconnu la connexité entre des obligations résultant de deux contrats différents sur la base de la liberté contractuelle, Cass. Com. 9 novembre 1982, RTD Civ. 1983, p. 356. Mais la priorité affichée au redressement des entreprises dans la loi du 25 janvier 1985 a pu faire douter du maintien d'une position aussi libérale de la part de la Cour de cassation.

montre que le législateur, en instituant le mécanisme de la résiliation-compensation s'est appuyé sur un mécanisme connu et une institution séculaire, que l'on peut trouver dès le Code Justinien, et n'a fait que consacrer une solution déjà admise par les tribunaux. Cela conduit dans une certaine mesure à relativiser son caractère exorbitant et dérogatoire et à percevoir à quel point c'est essentiellement afin d'assurer une sécurité aux acteurs financiers, et à permettre d'améliorer l'utilisation de leur fonds propres qu'il a été introduit.

Chapitre 3 - La responsabilité des intervenants

La conclusion d'un contrat de swap par une entreprise insolvable pose la question de la responsabilité des intervenants et de leurs conséquences, qu'il s'agisse tant de la responsabilité personnelle des dirigeants (I) que de celle du banquier, au titre du manquement au devoir de conseil ou d'une immixtion dans la gestion (II).

I. La responsabilité personnelle du dirigeant au titre d'une éventuelle faute de gestion

Lorsqu'un dirigeant, par ignorance, maladresse, ou imprudence entraîne sa société dans une opération de swap que celle-ci ne sera pas en mesure d'honorer, il commet une faute de gestion susceptible d'engager sa responsabilité pour insuffisance d'actif et de le condamner en conséquence à supporter la totalité ou une partie des dettes sociales de la société si cette société a été placée en liquidation judiciaire. Le domaine de la faute de gestion, fixé à l'article L. 651-2 du Code de commerce est en effet très largement défini et doit être très largement entendu tant la jurisprudence est extensive, en ce qu'elle ne requiert pas de lien entre la faute et l'administration ou la direction de l'entreprise, de même qu'elle admet de manière assez sévère de sanctionner toute décision même si elle a été prise avant la cessation des paiements, et indépendamment de la bonne foi du dirigeant. C'est ainsi que des investissements excessifs ou inadaptés dans un établissement non rentable ont pu être sanctionnés *a posteriori* sur le fondement de la faute de gestion⁶⁶. La sanction d'une décision de gestion malheureuse intervient lors même que le dirigeant a agi en se fondant sur des motifs qu'il pouvait légitimement croire bons lorsqu'il a agi⁶⁷. Le comportement qui est sanctionné avec une certaine rigueur est celle de l'attentisme, l'abstention, l'absence de décision lorsque des signes avant-coureurs se font sentir⁶⁸. Par ailleurs, pour apprécier le lien de causalité entre l'insuffisance d'actif et la faute de l'administrateur, c'est la théorie de l'équivalence des conditions qui est retenue par la loi, autre signe de rigueur. Le pouvoir d'appréciation laissé aux juridictions commerciales par la loi en la matière est considérable au point de pouvoir être considéré comme confinant à l'arbitraire⁶⁹, ce d'autant plus qu'ils

⁶⁶ Com. 19 mars 1996, B. Joly 1996, p. 614

⁶⁷ Com. 30 novembre 2003, B. 440, où un dirigeant est condamné sur le terrain de la faute de gestion alors qu'il a agi sur les conseils du président du Tribunal de commerce.

⁶⁸ F.X. Lucas écrit « L'attentisme des dirigeants sociaux peut leur coûter cher... » in *Le sort du débiteur*, Lpa 14 juin 2007, p. 60, spéc. 62

⁶⁹ Sortais, Mél. Bézard, 2002, p. 321 et s; le Pr. Mascala a soutenu que « la méconnaissance du principe de proportionnalité par les juges du fond caractérisé par la différence entre la gravité de la faute et le montant de la sanction mise à la charge des dirigeants pouvait fonder un recours devant la Cour européenne des droits de l'homme ».

déterminent de manière quasi-discrétionnaire le montant de l'obligation aux dettes. Cela invite à se demander si le dirigeant, le plus souvent parce qu'il avait une vision trop optimiste de la trésorerie future de l'entreprise ou qu'il ne percevait pas toutes les subtilités de l'opération de swap, en particulier l'hypothèse d'un retournement de la valeur d'un actif sous-jacent, qui a engagé l'entreprise dans une opération qu'elle ne pourra pas honorer, court un risque d'être soumis à l'obligation aux dettes sociales. Déterminer ce qui relève de la faute de gestion au regard de ce qui précède ne relève pas de la science exacte, loin s'en faut. Toutefois, une réponse affirmative semble s'imposer. Il faudrait conseiller au dirigeant qui parvient à percevoir la perspective de déboires engendrés par une opération de swap, qui peut dans certaines hypothèses se révéler ruineuse pour la société de solliciter la possibilité auprès de son cocontractant d'en sortir en réduisant autant que possible les coûts à la charge de la société, et de conserver la preuve des démarches entreprises en ce sens mais une telle attitude n'est pas une garantie d'exonération. On lui reprochera certainement toujours, au regard de la jurisprudence, d'avoir engagé la société dans une opération désastreuse.

Cette responsabilité pèse sur les dirigeants de droit mais aussi les dirigeants de fait, ces personnes qui exercent en toute indépendance une activité positive de direction, comme la loi l'a expressément rappelé⁷⁰. Le dirigeant de fait est celui qui ne se contente pas d'apporter son concours financier, de donner des conseils, mais qui s'immisce de manière caractérisée, par les directives qu'il donne aux dirigeants, dans la gestion de la société. Par dérogation au principe d'irresponsabilité du banquier, lorsque cette immixtion dans la gestion intervient lors de l'octroi de crédit, elle peut engager sa responsabilité. L'on peut penser au banquier, qui à l'occasion de l'octroi de crédit, conseille vivement au point d'ordonner à son client de souscrire un swap de taux d'intérêt qui pourrait par la suite ne pas se révéler être l'intérêt de la société au point d'entraîner la cessation des paiements... Sa responsabilité doit certainement être considérée comme engagée dans une telle hypothèse.

II. La responsabilité du banquier pour manquement à son devoir de conseil ou en cas de soutien abusif

La conclusion malvenue d'un contrat de swap pose la question de la responsabilité du banquier, cocontractant habituel pour ce type d'opérations, professionnel soumis à une obligation d'information que certains considèrent comme devant s'étendre à une obligation

⁷⁰ Article L. 651-2 du Code de commerce

de conseil⁷¹, ainsi qu'à une obligation générale de vigilance. C'est le plus souvent lorsque l'opération de swap était adossée à un prêt que celle-ci se révélera ruineuse pour la société au point d'entraîner l'ouverture d'une procédure collective, et pourra poser la question de la responsabilité du banquier. Cette obligation est induite de la jurisprudence et de textes épars. S'il est unanimement admis que pèse sur le banquier une obligation d'information, la question de savoir si elle s'étend à une obligation de conseil et de mise en garde en dépit du principe de non-immixtion du banquier dans les affaires de son client a fait l'objet d'une réponse différente selon les différentes chambres de la Cour de cassation. Alors que la chambre commerciale avait dénié tout devoir de conseil ou de mise en garde⁷² venant s'ajouter à l'obligation d'information d'un emprunteur professionnel, contrairement à la Première Chambre civile⁷³, un arrêt de Chambre mixte⁷⁴ a admis une obligation de mise en garde à l'égard de tout emprunteur profane. Le domaine de cette obligation de mise en garde du banquier se détermine selon que le client soit averti ou profane, l'appréciation se faisant *in concreto* par les juges du fond indépendamment de sa qualité de professionnel ou de consommateur. Le contenu de l'obligation de mise en garde s'étend au regard des capacités financières de la société et des risques de l'endettement né de l'octroi des prêts. Le swap de taux d'intérêt souscrit à l'occasion d'un contrat de prêt peut être considéré comme l'accessoire du prêt et bénéficier du même traitement. En raison de la complexité de l'opération de swap, peut-être la jurisprudence sera relativement libérale pour apprécier le caractère profane du dirigeant de l'entreprise, d'autant plus qu'il est indéniablement plus aisé d'être suffisamment rompu aux affaires pour être en mesure de prévoir les conséquences fâcheuses d'un emprunt excessif par rapport aux capacités financières de la société emprunteuse que pour anticiper les conséquences fâcheuses de swaps qui peuvent, en fonction de l'évolution des valeurs du marché, se retourner brutalement contre le souscripteur. Si l'on retient une conception minimaliste de cette obligation de mise en garde compte tenu de la qualité de professionnel du dirigeant, elle doit certainement inclure à tout le moins la charge pour le banquier de porter à la connaissance du dirigeant les risques inhérents à ce type d'opération, mais peut-être sans toutefois comporter celle de porter un jugement sur l'opportunité d'effectuer l'opération au regard de la situation de l'entreprise. A l'inverse, si l'on retient une conception extensive de cette obligation, il peut également être envisageable de transposer à l'opération de swap la jurisprudence relative à l'obligation

⁷¹ Th. Bonneau, *Droit bancaire*, 8^{ème} éd., p. 328

⁷² Cass. Com., 24 septembre 2003, Bull. civ. IV, n° 137, p.157, où la Haute juridiction n'admettait que la responsabilité des banques ne fût engagée qu'en cas d'asymétrie d'information avant d'opérer un revirement par trois arrêts : Cass. Com. 20 juin 2006, Cass. Com. 4 juillet 2006, Cass. Com. 6 février 2007.

⁷³ Cass. Civ. 1^{re}, 8 juin 2004, Bull. civ. I, n° 166, p.138

⁷⁴ Cass. Ch. Mixte, 29 juin 2007, n° 05 -21104, la responsabilité retenue est de nature contractuelle, fondée sur l'article 1147 même si les parties ne sont pas encore liées par un contrat à ce stade.

d'information en matière d'assurance liée au crédit, car une similitude peut être perçue entre l'opération d'assurance et l'opération de swap, dès lors qu'elles poursuivent toutes deux une finalité de couverture, contre un événement empêchant le remboursement du crédit pour la première ou contre une remontée des taux pour la seconde. Un arrêt d'Assemblée plénière⁷⁵ oblige le banquier à éclairer l'emprunteur sur l'adéquation entre les risques couverts et la situation personnelle de l'emprunteur. L'on pourrait donc transposer cette obligation au swap en obligeant le banquier à prendre parti sur l'opportunité de l'opération de swap au regard de la volatilité du marché de référence, du montant et de la durée du prêt auquel le contrat est adossé, et du bilan de l'entreprise. Cependant, l'obligation d'information du banquier intervenant en tant que prestataire de services d'investissement lorsqu'il propose des produits financiers parmi lesquels figurent les swaps à ses clients est régi par des textes législatifs et réglementaires spécifiques, transposition d'une directive européenne⁷⁶. Pèse ainsi sur les prestataires de service d'investissement une obligation légale⁷⁷ de communiquer à leur client les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du type d'instrument financier proposé ainsi que les risques afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leur décision d'investissement en connaissance de cause. Cette obligation est précisée par une disposition réglementaire⁷⁸ qui prévoit qu'elle se décompose en une obligation objective sur le produit et en une obligation de mise en garde contre les risques du produit, adaptée au client. Si le domaine de l'information objective dépend de la qualité de professionnel du client, la mise en garde sur les risques inhérents à l'investissement dans les instruments proposés ou à certaines stratégies d'investissement est adaptée au statut et au niveau de connaissance du client. Cette obligation est même dépassée dans une certaine mesure puisque pèse désormais sur le prestataire de service une obligation d'évaluation qui implique qu'il apprécie l'adéquation des produits proposés à la situation financière du client, ses préférences en matière de risque, son expérience, la durée de l'investissement⁷⁹. Ainsi, la jurisprudence citée plus haut relative à l'obligation de conseil du banquier lors de l'octroi d'un crédit, que l'on pense interpréter comme susceptible d'imposer au banquier de prendre parti sur l'opportunité de l'opération de swap lorsque le souscripteur est non averti, peut certainement être

⁷⁵ Ass. Plén. 2 mars 2007, Bull. civ. n°4, p. 9

⁷⁶ Article L. 533-12 II, du Code monétaire et financier, issu de l'ordonnance du 12 avril 2007 transposant la Directive « Marchés d'instruments financiers » 2004/39/CE du 21 avril 2004, complété par l'article 314-18 du Règlement général de l'AMF. Dans un arrêt du 9 juillet 2009, la Chambre commerciale de la Cour de cassation se fonde sur des dispositions spéciales pour apprécier l'accomplissement de l'obligation d'information précisée par ces textes, et se fonde sur l'article 1147 du Code civil pour fixer la responsabilité.

⁷⁷ Article L. 533-II du Code monétaire et financier, précité

⁷⁸ Article 314-18 du Règlement général de l'AMF

⁷⁹ Article 321-46 du Règlement général de l'AMF

transposée même lorsque le swap qui s'est révélé être une mauvaise opération pour la société a été conclu indépendamment de toute opération de crédit. S'il est exact que la jurisprudence traditionnelle subordonne l'engagement de la responsabilité du banquier pour manquement au devoir de mise en garde au caractère spéculatif de l'opération lorsqu'il agit en tant que prestataire de service d'investissement ⁸⁰, le swap, en raison de son économie qui permet d'échanger sa situation au regard d'un actif ou d'une valeur avec celle de son cocontractant, présente nécessairement un certain caractère spéculatif en raison du risque qu'elle comporte quand même la finalité de l'opération ne serait que de couverture ou d'arbitrage.

Par ailleurs, si le swap conclu est l'accessoire d'un crédit ruineux, l'on peut se demander si le banquier peut être tenu responsable des dommages engendrés par l'opération de swap en tant qu'accessoire d'un crédit visant à « masquer la situation irrémédiablement compromise de son débiteur le temps de se dégager au détriment des autres créanciers.⁸¹ » Le domaine de la responsabilité des personnes apportant leur concours à l'entreprise a été réduit avec la loi de sauvegarde du 26 juillet 2005 qui conditionne la responsabilité des créanciers à raison des crédits consentis à la démonstration d'une fraude⁸². La question posée est celle de savoir si la conclusion d'un contrat de swap accessoire d'un crédit qui s'avère ruineux pour l'entreprise est susceptible d'engager sa responsabilité. Une réponse peut être de considérer que le banquier n'entre pas dans le régime d'exonération de responsabilité lorsqu'il contracte un swap avec son client car cette opération ne constitue pas un concours financier, seule opération incluse dans le périmètre de l'exception au droit commun de la responsabilité pour faute dont la délimitation doit être effectuée strictement, et ce, quand même le swap serait l'accessoire du contrat. Il engagerait donc sa responsabilité à raison des suites préjudiciables de l'opération de swap. Si l'on estime au contraire qu'en tant qu'accessoire de l'opération de crédit ruineuse, la responsabilité du banquier à raison de la conclusion de l'opération de swap doit suivre le même régime que celle engagée à raison des concours ruineux consentis, il est nécessaire de démontrer la fraude ou éventuellement l'immixtion caractérisée du banquier.

⁸⁰ Les nouveaux textes semblent ne pas subordonner l'obligation d'information au caractère spéculatif de l'opération comme le faisait la jurisprudence antérieure (Cass. Com. 5 novembre 1991, *Buon*, Bull. Joly Bourse, 1993, p. 292 note F. Peltier, confirmé à plusieurs reprises, par ex. : Cass. Com. 23 juin 2009, n°08-15567) mais cette condition peut se retrouver implicitement dans la référence au risque du produit financier pour moduler l'intensité de l'obligation de mise en garde. La jurisprudence continue d'appliquer cette condition y compris à des affaires intervenues postérieurement aux nouveaux textes (Cass. Com., 15 février 2011, n°10-12185)

⁸¹ F.-J. Credot, Y. Gérard, « Encadrement et responsabilité des créanciers pour soutien abusif », *Rev. Dr. Bancaire et financier*, n°6, sept.-oct. 2005, n° 154

⁸² Ou encore d'une immixtion dans la gestion (voir supra) ou de la prise de garanties disproportionnée à ces concours, (questions comme le prévoit l'article L. 650-1, al. 1 du Code de commerce

La responsabilité du banquier peut être mise en œuvre, dans le cadre d'une procédure collective, par le mandataire judiciaire ou le liquidateur⁸³. Les sommes recouvrées à la suite de cette action entrent dans le patrimoine du débiteur et sont affectées en cas de continuation de l'entreprise selon les modalités prévues pour l'apurement de passif. L'intervention du mandataire en tant que représentant de la masse des créanciers conduit à s'interroger sur la question de savoir si les créanciers perdent leur action en réparation du préjudice personnel qu'ils subissent, notamment en raison du caractère extensif en jurisprudence de la notion de préjudice collectif, inhérent à la procédure et qui absorbe le préjudice individuel⁸⁴.

⁸³ Article L. 622-20 du Code de commerce en cas de sauvegarde ou de redressement judiciaire et L. 641-5 du Code de commerce pour la liquidation judiciaire

⁸⁴ V. Derrida, note sous Ass. Plén., 9 juillet 1993, LPA, n°138, 17 novembre 1993, spéc. n°1, p. 19

PARTIE 2 - LES ENJEUX SPECIFIQUES POSES PAR LES *CREDIT* *DEFAULT SWAPS*

Les *credit default swaps*, lors de l'ouverture de la procédure collective, sont perçus comme des éléments perturbateurs à plusieurs titres. Cela est apparu flagrant dans quelques dossiers récents dans lesquels les organes de la procédures se sont avérés désarmés face à des acteurs influents brouillant les cartes entre les protagonistes précisément définis par le droit des entreprises en difficulté et les objectifs que ces derniers sont supposés poursuivre. Il ne saurait être question d'envisager une réforme du droit des procédures collectives qui mettrait fin à l'effet négatif des contrats servant au transfert de risque de crédit, aussi se bornera-t-on à opérer un recensement succinct des discordances entre les institutions établies du droit des procédures collectives et la réalité économique ainsi qu'à proposer quelques hypothèses de solutions permettant d'y remédier. Les effets néfastes des CDS risquent de compromettre les opérations de restructuration de la dette de l'entreprise en difficulté (Chapitre 1). Ces effets néfastes des CDS résultent du fait qu'ils ne sont pas pris en compte par le droit positif, ce qui est regrettable, en ce que cela limite la transparence sur l'exposition réelle des créanciers (Chapitre 2).

Chapitre 1 - Les effets néfastes des CDS sur les opérations de restructuration de la dette des entreprises en difficulté

Les *credit default swaps* sont des contrats financiers appartenant à la catégorie des dérivés de crédit qui ont pour objet de permettre à un créancier de se protéger contre l'insolvabilité du débiteur. Cette protection est achetée à un tiers, qui est le plus souvent un autre établissement de crédit ou un fonds. Elle aura pour effet de jouer lorsque survient un événement de crédit, qui a été défini au préalable avec une grande précision dans la documentation contractuelle. De part leur économie, ces contrats créent une véritable dissociation entre la propriété juridique de la créance et le risque de crédit s'y attachant, qui est supportée par le vendeur de protection. On a pu considérer que de tels contrats étaient intégrés dans le concept de swap, parce qu'ils permettent aux parties d'échanger leur situation au regard de l'actif représenté par la créance sous-jacente : c'est le vendeur de protection qui supporte l'aléa du paiement de la créance, alors que le titulaire de celle-ci ne le subit plus⁸⁵. Mais le Code monétaire et financier les fait entrer dans la catégorie des instruments financiers à terme servant au transfert du risque de crédit⁸⁶. La survenance d'un événement de crédit entraînera l'obligation pour le vendeur de protection, l'émetteur de CDS, d'indemniser le titulaire du CDS. Les parties ont la possibilité d'opter pour un règlement physique (*physical stelement*), ou pour un règlement en liquide (*cash settlement*). Dans le premier cas, le porteur de CDS devra céder la créance sous-jacente à sa contrepartie, qui sera tenue de lui verser en contrepartie une somme égale à sa valeur faciale ou à une valeur de recouvrement convenue d'avance entre les parties, mais qui sera très supérieure à la valeur de marché fortement dépréciée. Dans le second cas, l'émetteur de CDS recevra une somme qui correspondra à la différence entre la valeur de recouvrement du titre et sa valeur de marché.

Les effets malheureux que présentent les CDS sont observables dès avant l'ouverture de la procédure collective, en ce qu'ils peuvent être des facteurs précipitant l'ouverture de celle-ci lors même qu'elle aurait pu être évitée (I). Lorsque celle-ci a été ouverte, ils pourront compromettre sa réussite et rendre plus difficile la tâche de ses organes (II).

⁸⁵ Vernimmen, Finance d'entreprise, éd. 2012

⁸⁶ Article D. 211-1, A, 5° du Code monétaire et financier

I. Les effets des CDS en amont de toute procédure collective

Il est intéressant de se pencher sur la question des effets des CDS avant l'ouverture de d'une procédures collective, bien que ce ne soit pas l'objet de la réflexion initiale à double titre. D'abord, pour la simple raison que les événements susceptibles de constituer un événement de crédit peuvent être situés en amont de l'ouverture d'une procédure collective. Mais cela se justifie également parce que la dimension des entreprises dont les dettes sont couvertes par ces dérivés de crédit est généralement telle que l'on s'efforcera de rechercher une solution anticipée et négociée de traitement des difficultés ; en effet, plus l'entreprise exposée à des difficultés financières est de taille importante, plus grande sera l'ambition, afin de préserver le tissu économique et l'emploi qui s'y trouve attaché, de trouver une solution en dehors de l'ouverture d'une procédure collective, tellement les chances d'y parvenir sont plus élevées à ce stade là. Or, l'existence de ces CDS risque de compromettre gravement cet objectif louable, en raison du comportement que risque d'avoir le porteur de ce titre. Pour mettre en œuvre la garantie qu'il a acquise, il va devoir démontrer la survenance d'un événement qualifié d'événement de crédit. Ces événements de crédit sont définis dans la documentation de *l'International Swaps and Derivatives Association*, la plus usitée en matière de dérivés de crédits.

Les éléments permettant d'après ce modèle de caractériser la survenance d'un événement de crédit, sans que ceux-ci soient pour autant présents dans toutes les conventions, sont les suivants⁸⁷:

- ⇒ *Bankruptcy*, qui suppose la cessation des paiements, le débiteur déclare ne pas être en mesure de faire face à son passif exigible avec son actif disponible
- ⇒ *Failure to Pay*, incapacité du débiteur à honorer une ou plusieurs dettes au(x) lieu(x) et au(x) terme convenu(s)
- ⇒ *Obligation Acceleration*, la créance devient exigible avant son échéance convenue à la suite d'un défaut de paiement du débiteur
- ⇒ *Obligation Default*, la créance peut être exigée avant son échéance convenue à la suite d'un défaut de paiement du débiteur

⁸⁷ Voir ISDA Credit Event Definitions, site web de l'ISDA (www.isda.org)

⇒ *Repudiation/Moratorium*, situation où le débiteur conteste, dénonce, ou réfute la validité de la créance

⇒ *Restructuring*, situation résultant d'un réaménagement de la dette, à la suite d'un accord entre le débiteur et le créancier, pouvant consister en une réduction du montant du principal, des intérêts, en l'octroi d'un délai de grâce, d'un changement dans l'ordre des paiements

Dans son souhait de mettre en œuvre le mécanisme de protection qu'il a souscrit, le porteur de CDS va devoir démontrer l'existence de ces éléments permettant de prouver les difficultés auxquelles sont confrontées l'entreprise de référence. En particulier, si des défauts de paiements (*Failure to pay*) ont été caractérisés, il va les mettre en avant pour tenter d'obtenir la mise en jeu de la garantie. Par ailleurs, si des concessions ont pu être effectuées dans le cadre d'une procédure amiable –mandat *ad hoc*, conciliation - qui aurait été mise en œuvre, il cherchera à s'en prévaloir pour caractériser le réaménagement de la dette, (*Restructuring*) s'il fait partie des événements de crédit garantis. Une telle attitude précipitant la révélation au public des difficultés de l'entreprise débitrice est désastreuse. En effet, sa réputation risque d'être considérablement affectée, et la confiance de ses partenaires tant financiers que commerciaux s'en trouvera gravement compromise, ce qui rend le rétablissement futur de la société difficilement envisageable. Par ailleurs, le contenu et même l'existence de négociations en vue de restructurer la créance d'une société sont absolument confidentiels ; la révélation intempestive des concessions effectuées par les créanciers dans le cadre d'une conciliation est susceptible de leur porter préjudice. C'est la raison pour laquelle le législateur a pris tant de soin pour préserver cette confidentialité dans le cadre et le déroulement de la procédure de conciliation, en désignant compétent pour prendre la décision d'ouvrir cette conciliation le Président du Tribunal de commerce (ou de grande instance) statuant sur requête⁸⁸, en permettant que l'accord soit seulement constaté par le même Président, sur requête conjointe des parties⁸⁹ ou lorsqu'un jugement d'homologation est sollicité, en prévoyant expressément que l'audience ait lieu en chambre du Conseil⁹⁰ et que le jugement ne reprenne pas les termes de l'accord⁹¹, enfin en allant même jusqu'à introduire expressément à la charge de toute personne appelée à la conciliation, ou qui, par

⁸⁸ Article L. 611-6, alinéa 1^{er} du Code de commerce

⁸⁹ Article L. 611-8 I du Code de commerce

⁹⁰ Article L. 611-19 du Code de commerce

⁹¹ Article L. 611-11 du Code de commerce

ses fonctions en a connaissance une obligation de confidentialité⁹². Tous ces efforts semblent vain lorsqu'un tel instrument de transfert de risque est conclu, en raison du comportement que risque d'avoir le porteur de CDS.

Les motivations du créancier porteur de CDS seront différentes de celles qui se trouvent réellement exposées au risque de défaut de l'entreprise débitrice. Non seulement, il sera réticent à concéder des délais de paiement ou la moindre garantie, puisqu'il sait qu'il ne les supportera pas et s'abstiendra de coopérer aux tentatives de restructuration de la dette. Mais il risque également de faire tout son possible pour faire saborder les négociations permettant une restructuration de la dette. D'abord parce que le contrat de CDS peut dans certains cas écartier la protection lorsque des concessions ont été accordées au débiteur, car le porteur ne doit pas se voir reproché d'avoir lui-même participé à la survenance d'une situation caractérisant un « événement de crédit »⁹³. Mais surtout, son objectif est de précipiter l'ouverture d'une procédure collective de traitement des difficultés du débiteur lui permettant de caractériser l'événement de crédit « *Bancruptcy* » et ainsi permettre le déclenchement de la protection attachée au CDS. Le porteur a un intérêt objectif, évident à ce que la déconfiture du débiteur intervienne le plus rapidement possible afin de pouvoir obtenir le paiement intégral et immédiat de sa créance. Un autre risque tient, lorsque le dénouement du CDS s'opère par *physical settlement*, à la survenance d'un nouveau créancier réticent à tout accord alors qu'un consensus permettant la conclusion d'un accord unanime était proche d'aboutir, ou au retard qu'une telle substitution peut engendrer, le cédant ne souhaitant pas négocier tant ce qu'il cherche est se débarrasser de sa créance en l'échange du montant de garanti convenu, ce qui suppose qu'il n'ait pas fait de concessions. C'est ainsi que dans l'affaire Thomson, les créances anciennement détenues par certains créanciers (notamment la Deutsche Bank) qui n'ont pas été partie à un accord de restructuration négocié avec les principaux créanciers ont fait l'objet de CDS, ce qui a obligé la société Thomson à attendre la fin du processus d'enchères organisé par l'ISDA trois mois plus tard pour que l'identité de ses nouveaux créanciers soient connus pour tenter d'obtenir l'accord unanime nécessaire⁹⁴. Cela a eu pour conséquence de retarder de trois mois la reprise de négociations qui n'ont finalement jamais pu aboutir en raison de l'absence de stabilisation de la population de ses créanciers, ces créances ayant continué à faire l'objet de CDS après l'ouverture du plan ; l'accord de restructuration étant devenu caduc, il a été nécessaire d'ouvrir une procédure de sauvegarde.

⁹² Article L. 611-15 du Code de commerce

⁹³ A. Pérès, J. Loget, *Technicolor, une restructuration riche d'enseignements*, janvier 2011, Bull. Joly Sociétés, n°1, p. 64

⁹⁴ Trib. Com. de Nanterre, du 30 novembre 2009

Un tel comportement rendra difficile l'élaboration d'une sauvegarde prépackée⁹⁵, pourtant plébiscitée par la pratique dans les dossiers de grande envergure, qui consiste à préparer une solution permettant le redressement de l'entreprise qui a obtenu l'adhésion d'une majorité de créanciers durant une phase informelle de négociation ou dans le cadre de la procédure de conciliation, puis à placer brièvement l'entreprise en sauvegarde judiciaire afin de consacrer et mettre en œuvre cette solution négociée en amont. En effet, une telle procédure nécessite l'accord préalable de ceux qui représenteront au moins deux tiers des comités de créanciers lors de l'adoption du plan de sauvegarde⁹⁶.

II. Les effets des CDS lors d'une procédure de sauvegarde ou de redressement

Une fois la procédure de sauvegarde ou de redressement ouverte, le créancier porteur des CDS, qui se trouveront le plus souvent regroupés au sein du comité des établissements de crédit, ou dans l'assemblée des obligataires, et assez rarement dans le comité des principaux fournisseurs est traité de la même manière que les autres créanciers. En effet, aucune distinction n'est effectuée entre les créanciers réellement exposés au risque de crédit et ceux porteurs d'une protection dans le calcul des règles de quorum et de majorité. Or, dans sa volonté d'obtenir la réalisation de la faillite du débiteur au plus vite et afin de ne pas se voir reproché d'avoir participé à la survenance de l'événement de crédit, il se gardera de se prononcer en faveur d'une quelconque solution négociée. Or, ces porteurs de CDS peuvent représenter plus d'un tiers des créanciers, leur pouvoir de nuisance se trouve donc élevé car ils peuvent être en mesure de faire obstacle à tout projet de plan. Tout cela ne prend par ailleurs pas en compte les difficultés logistiques que rencontrent les praticiens en tentant de mener des négociations à des créanciers hostiles, qui ont un intérêt à les saborder, et les retards que cela peut causer à l'adoption du plan.

Par ailleurs, lorsque le mode de règlement choisi du CDS est le *physical settlement*, un autre défi peut être posé par l'arrivée du vendeur de protection qui s'est trouvé substitué dans les droits de son cocontractant. L'on peut imaginer les problèmes que peut

⁹⁵ Cette pratique a reçu le soutien du législateur qui a introduit la sauvegarde financière accélérée, dans la loi du 22 octobre 2010.

⁹⁶ On présumera que l'entreprise dont la dette est garantie par des CDS remplit les conditions fixées par l'article L. 626-29 du Code de commerce pour que soient constitués des comités de créanciers : comptes certifiés par un commissaire aux comptes ou établis par un expert-comptable, nombre de salariés supérieur à 150 ou chiffre d'affaire supérieur à 20 millions d'euros

entraîner l'arrivée de cet acteur nouveau, qui poursuivra des finalités totalement étrangères à celles poursuivies par son prédécesseur en raison de son exposition réelle à la dette. Les négociations se déroulant souvent de manière informelle, il peut lui être facile de remettre en cause le difficile équilibre auquel était parvenu les autres créanciers. Par ailleurs, le plus souvent, le porteur de CDS étant le plus souvent une entité *ad hoc*, comme un *special purpose vehicle*, financé au moyen de *credit linked notes*, sorte de titres obligataires divisés par tranches en fonction du risque supporté, émis sur les marchés financiers, il poursuivra des fins spéculatives et le moindre gain sur la somme recouvrée est recherché. Aussi n'a-t-il rien à perdre à conditionner son soutien au plan à un avantage consenti en sa faveur, surtout s'il dispose de la minorité de blocage du tiers.

Chapitre 2 – L’absence de prise en compte des CDS par le droit positif

Les effets néfastes des CDS, qui rendent plus difficile la restructuration de la dette de l’entreprise débitrice, s’expliquent par le fait que ces contrats ne sont pas pris en compte par le droit des entreprises en difficulté, empêchant une transparence quant à l’utilisation de ces contrats (I), et, partant une juste représentation des créanciers au sein des comités des créanciers dans le cadre d’une procédure de sauvegarde ou de redressement en fonction de la réelle exposition au risque économique (II).

I. La transparence nécessaire quant à l’utilisation de ces contrats entraînant un transfert du risque

Les effets pervers des CDS sur les procédures collectives tiennent donc à l’absence d’obligation pour les porteurs de communiquer sur leur exposition réelle au risque d’insolvabilité du débiteur. En effet, la loi prévoit expressément à l’article L. 626-30-2 du Code de commerce que le plan de sauvegarde ou de redressement peut établir un traitement différencié entre les créanciers si les différences de situation le justifient. Or, il est incontestable que la situation d’un créancier réellement exposé au risque de crédit et celle d’un autre dont ce risque a été transféré à un tiers est absolument différente. Une telle information serait souhaitable dès la procédure de conciliation, c’est en effet dès cette période que le conciliateur doit être en mesure de se faire une idée de la situation économique du débiteur, de la structure de son endettement, de la qualité de ses créanciers. Le législateur prévoyait bien la possibilité pour le conciliateur d’obtenir tout renseignement utile.⁹⁷ Seulement, le débiteur n’a pas connaissance des dérivés de crédit souscrits par ses créanciers. Aussi peut-il être jugé opportun de permettre aux créanciers d’obtenir toute information utile, y compris celles relatives aux contrats financiers permettant le transfert de risque de crédit. De la sorte, lors des discussions confidentielles intervenant au stade de la conciliation, le conciliateur pourra éviter de convier le créancier dont la créance n’est qu’une « coquille vide » et qui risquerait de porter à la connaissance du public des informations confidentielles susceptibles de compromettre l’objectif de sauvegarde de l’entreprise, et pire, de faire tout son possible afin que les négociations échouent.

En l’absence de conciliation, une telle information serait souhaitable dès le début de la procédure de sauvegarde ou de redressement afin d’éviter la perte de temps engendrée par

⁹⁷ Article L. 611-7 du Code de commerce

la consultation de ces créanciers qui ne seront pas affectés par le projet de plan, les négociations qui s'ensuivent ainsi que le traitement de leurs observations. Les praticiens seraient également à même d'anticiper l'arrivée nouvelle du vendeur de protection, éventuellement d'entamer des négociations avec lui avant qu'il ne devienne titulaire de la créance dans le cadre d'un CDS par *physical settlement*.

II. La juste représentation des créanciers au sein des comités de créanciers

Une autre discordance tient à l'absence de prise en compte de l'exposition économique réelle des créanciers pour la composition des comités de créanciers. L'objectif de la constitution des comités de créanciers, institution introduite avec la loi de sauvegarde du 26 juillet 2005, est de faire des créanciers un moteur possible de l'adoption du plan de sauvegarde ou de redressement⁹⁸. L'idée phare est de permettre que le plan soit librement négocié et accepté par ceux qui acceptent des sacrifices ; ainsi, ce n'est que lorsque des comités de créanciers ont été constitués que la loi permet d'imposer à ceux qui se sont opposés au plan des remises. Ignorer l'exposition au risque économique pour le calcul du quorum et de la majorité va à l'encontre des objectifs qui ont été poursuivis par le législateur lorsqu'il a instauré le fait majoritaire. Aussi ne faudrait-il pas tenir compte, pour le calcul du quorum et de la majorité au sein des créanciers de la valeur nominale de la créance des porteurs de CDS mais de leur exposition réelle à l'insolvabilité du débiteur. C'est pourquoi la valeur nominale de la créance devrait être diminuée du montant que représente la valeur couverte par le CDS pour le calcul du quorum et de la majorité, de sorte que le créancier porteur d'un instrument de transfert du risque de crédit serait représenté au sein du comité à hauteur de sa légitimité à se prononcer sur l'adoption d'un plan.

Bien sûr, cette représentation des créanciers en fonction de leur exposition économique réelle à la dette du débiteur est indissociable de la transparence quant à l'utilisation des contrats entraînant un transfert du risque de contrepartie. Cependant, et non sans une certaine provocation, il est possible d'avancer qu'une telle transparence serait à elle seule une forte avancée et que l'imagination des praticiens des procédures collectives se chargerait de remédier à cette discordance entre la représentation des créanciers au sein des comités de créanciers et leur exposition économique réelle comme elle a pu le faire par le passé dans d'autres circonstances. En effet, dans le dossier Thomson, les administrateurs judiciaires en charge du dossier ont pris certaines libertés avec les textes relatifs aux droits

⁹⁸ F. Pérochon, R. Bonhomme, op. cit., p. 342

de vote au sein des comités de créanciers⁹⁹ lorsqu'ils les ont appliqué aux créanciers obligataires porteurs de titres super-subordonnés, en décidant de ne leur accorder le droit de vote que pour la seule fraction de leur créance correspondant aux intérêts, susceptible d'être affectée par la procédure collective, et qu'ils devaient être traités comme des actionnaires pour la fraction de la créance représentant le nominal. Un tel raisonnement a été condamné par la Cour d'Appel de Paris, approuvée ce point par la Cour de cassation¹⁰⁰ qui n'a pas pour autant prononcé l'annulation du plan en se fondant sur la théorie du vote utile, mais a été par la suite consacré par le législateur qui a cherché à neutraliser les créanciers qui ne sont pas affectés par le plan¹⁰¹. Il résulte cependant de l'analyse des termes de cette disposition législative récemment introduite que celle-ci ne permet pas d'écarter le créancier qui n'est pas exposé économiquement à la dette parce qu'il est couvert par un instrument de transfert de risque, tant les termes de la loi renvoient davantage à l'affectation de la créance par le plan et non à l'affectation du patrimoine du créancier en général. On peut regretter que le législateur n'ait pas saisi l'occasion pour rendre la représentation des créanciers plus sincère et se soit contenté, en écartant du vote les créanciers qui ne sont pas affectés par le plan, d'exclure les créanciers dont la créance n'est pas modifiée par le plan ou est intégralement réglée dès l'arrêté du plan ou l'admission des créances, sans se soucier des créanciers, qui, bénéficiant d'une couverture sur cette créance, ne sont pas plus affectés par le plan. Peut-être la hardiesse d'un administrateur judiciaire qui aura eu connaissance de l'existence d'un contrat de transfert de risque affectant l'exposition économique de certains créanciers l'incitera à réduire le droit de vote de ces derniers à la seule hauteur de la partie de la créance non couverte par le CDS, certes en violation de l'article L. 636-32 alinéa 3 du Code de commerce, mais en espérant que ces créanciers non exposés ne se présenteront pas

⁹⁹ Article L. 636-32 alinéa 3 du Code de commerce qui dispose que le droit de vote des créanciers est à la mesure de la créance du CDS. Le principe *Ubi lex non distinguit, non distinguere debemus* a été baffoué.

¹⁰⁰ CA Versailles, 13^{ème} ch., 18 novembre 2010, Bull. Joly Entreprises en difficulté 2011, p. 14, note P. Roussel-Galle, pourvoi rejeté par Cass. Com. 21 février 2012. La Cour d'appel, approuvée par la Cour de cassation a censuré au visa de l'article L. 636-32 du Code de commerce précité le raisonnement consistant à considérer les porteurs de TSS comme des actionnaires en ce qui concernait le nominal de leur créance et à les priver de leur droit de vote à hauteur de ce montant au prétexte qu'ils devaient être assimilés à des actionnaires du fait qu'ils étaient désintéressés immédiatement avant eux. Cependant, il n'a pas été fait droit aux demandes des porteurs de TSS d'annuler le vote du plan car la Cour de cassation a approuvé la Cour d'appel d'avoir retenu, en se fondant sur la théorie du vote utile, que l'irrégularité était sans incidence sur le résultat du vote compte tenu du nombre de porteurs de TSS présents lors du vote. Une telle solution est discutable et pourrait peut-être contrevenir le principe du droit au respect des biens prévu à l'article 1^{er} du 1^{er} protocole additionnel à la Conv. EDH car de très nombreux porteurs ne se sont pas présentés à l'assemblée obligatoire précisément parce qu'ils savaient que leur présence serait inutile en raison de la dilution de leur droit de vote.

¹⁰¹ La loi du 22 septembre 2010 a introduit l'article L. 630-2 qui prévoit que « ne prennent pas part au vote les créanciers pour lesquels le projet de plan ne prévoit pas de modification des modalités de paiement ou prévoit un paiement intégral en numéraire dès l'arrêté du plan ou dès l'admission des créances », ce texte n'a pas été repris dans les dispositions s'appliquant aux assemblées obligatoires, ce qui l'empêche assez curieusement de s'appliquer aux Titres super-subordonnés.

à l'assemblée du comité de créanciers le jour du vote, de sorte qu'ils ne seront pas fondés, d'après la dernière jurisprudence de la Cour de cassation, telle qu'elle résulte de l'arrêt du 21 février 2012, à obtenir l'annulation du vote sur le plan... Une telle initiative aurait peut-être le mérite d'inspirer une réaction du législateur, mais elle ne semble relever que de la fiction, tant il est difficile de concevoir que les créanciers couverts par le CDS porteront à la connaissance de l'administrateur judiciaire l'étendue de cette couverture s'ils n'y sont pas contraints.

PROPOS CONCLUSIF

La principale raison des frictions qui existent entre les règles qui président au traitement des entreprises en difficulté et ces instruments financiers complexes tient à l'ignorance des seconds par les premières. En effet, si un traitement particulier est réservé au contrat de swap, c'est en vertu d'une disposition spéciale du droit financier répondant aux impératifs de préserver le marché du risque systémique, et accessoirement d'éviter de trop altérer la compétitivité de la place financière de Paris et ses opérateurs dans un marché très libéralisé et concurrentiel, mais non en vertu d'une exception instituée par le droit des entreprises en difficulté. C'est également l'ignorance totale des dérivés de crédit comme les *crédit default swaps* qui entraîne un dysfonctionnement des organes chargés de présider au redressement de l'entreprise. Le succès considérable que rencontre ces opérations de swaps, en raison de la multiplicité des finalités qu'ils peuvent permettre d'atteindre, montre qu'ils font pleinement partie de la réalité économique que le droit des entreprises en difficulté se donne pour mission de prendre en compte. Cela appelle donc une réponse appropriée du législateur afin de permettre la pleine intégration de ces opérations dans le droit des procédures collectives qui gagnerait à être à même de s'adapter à l'ensemble des enjeux soulevés par ces opérations plutôt que d'être remis en cause par des dispositions exogènes ou de se révéler dans l'incapacité de remplir sa finalité en raison de l'inadéquation des organes institués à la réalité économique.

BIBLIOGRAPHIE

Références doctrinales citées

- J.-P. MATTOUT, *Opération d'échange de taux d'intérêt et de devises : qualification et régime juridique en droit français – défaillance de l'une des parties*, Revue Banque 1987, n°468, p. 24 et n°469, p. 128
- J.-P. MATTOUT, G. DIRANI, *Swaps : les nouvelles conditions générales de l'AFB*, Revue Banque n° 492, mars 1989
- F. MEYRIER, *Les contrats d'échange de devises et de taux d'intérêt (swaps)*, D.P.C.I. 1986, Tome 12, n°1, pp. 9-32
- Th. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2010, pp. 250-258
- LA CLAVIERE, *Se protéger contre une remontée des taux d'intérêt*, Revue Banque n°492, mars 1989
- P.-Y. CHABERT, *Heurts et malheurs de la qualification juridique des opérations de swaps*, RDAI n°1, 1989
- L. LE GUERNEVE, N. MORELLI, *Les nouveaux enjeux des comités de créanciers, cahier du droit de l'entreprise*, juillet 2011
- A. PÉRÈS, J. LOGET, *Technicolor : une restructuration riche d'enseignements*, Bull. Joly Sociétés, janvier 2011, n°1, p. 64
- H. BOUCHETA, *La clause dite de « restructuring » : enjeux pour le marché des CDS*, Bull. Joly Sociétés, juillet 2009, n°4, p.262
- Th. BONNEAU, note sous T. Com. Paris, 28 octobre 1992, n°91-37 373, Bull. Joly Bourse, janvier 1993, p. 51
- J.-F. SECHER, J. FIERVILLE, *Les contrats de swaps à l'épreuve des procédures collectives*, Cahiers du droit de l'entreprise n°4, juillet 2011
- Ch. GAVALDA, *Droit bancaire : Institutions, Comptes, Opérations, Services*, Litec, 1992, p. 407
- J.-L RIVES LANGE, M. CONTAMINE-RAYNAUD, *Droit bancaire*, Dalloz, 1990
- P.-A. BOULAT, P.-Y. CHABERT, *Les swaps, technique contractuelle et régime juridique*, Masson, 1992

- H. EKUE, *Lehman Brothers: contrepartie dans des opérations de produits dérivés*, Revue de Droit bancaire et financier
- CAILLEMER DU FERRAGE, *Le rêve familial du global netting à la française*, Banque et Droit n°79, sept.-oct. 2001, p.3
- G. PASQUIER, *Produits dérivés et ventes à découvert: extension du domaine de la régulation*, LPA, 16 décembre 2010, p.37
- S. PRAICHEUX, *Instruments financiers à terme*, Rép. Soc. Dalloz, mai 2009, par. 116
- F. PEROCHON, R. BONHOMME, *Entreprises en difficulté*, Instruments de crédit et de paiement, LGDJ, 8^{ème} ed.
- GAUVIN, *Droit des dérivés de crédit*, Revue Banque Edition, 2003, p.350
- Convention cadre de la Fédération bancaire française relative aux opérations financiers à terme, 2007
- P. VERNIMMEN, *Finance d'entreprise 2012*, p. 1121
- *Effets de la compensation ou close-out netting*, JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse Fasc. 2050 n°5, septembre 2009
- DERRIDA, note sous Ass. Plén., 9 juillet 1993, LPA, n°138, 17 novembre 1993, spéc. n°1, p. 19
- F.-J. CREDOT, Y. GERARD, « Encadrement et responsabilité des créanciers pour soutien abusif », Rev. Dr. Bancaire et financier, n°6, sept.-oct. 2005, n° 154
- F.-X. LUCAS, *Le sort du débiteur*, Lpa 14 juin 2007, p. 60, spéc. 62
- SORTAIS, Mél. Bézard, 2002, p. 321
- L. AYNES, *Les principales clause des contrats conclu entre professionnels*, PU Aix-Marseille, 1990, p. 131
- *La validité de la compensation bilatérale des contrats*, rapport de la Commission bancaire, 1989
- JEANTIN et LE CANNU, *Droit commercial, Entreprises en difficultés*, Précis Dalloz, Ed. 2007, n°690

Décisions jurisprudentielles citées

- Cass. Ass. Plén, 9 octobre 2006, n°06-14.975 et 06-15.377, JCP éd. G. 2006 II 10175, D. 2006,
- Cass. Ass. Plén. 2 mars 2007, Bull. civ. n°4, p. 9
- Cass. Ch. Mixte, 29 juin 2007, n° 05 -21104

- Cass. Civ. 1^{re}, 8 juin 2004, Bull. civ. I, n° 166, p.138
- Cass. Com. 9 novembre 1982, RTD Civ. 1983, p. 356
- Cass. Com. 19 mars 1996, B. Joly 1996, p. 614
- Cass. Com. 5 novembre 1991, *Buon*, Bull. Joly Bourse, 1993, p. 292
- Cass. Com., 24 septembre 2003, Bull. civ. IV, n° 137, p.157
- Cass. Com. 30 novembre 2003, B. 440
- Cass. Com. 23 juin 2009, n°08-15567
- Cass. Com., 15 février 2011, n°10-12185
- Cass. Com. 3 mai 2011, n° 10-18031
- T. Com. Paris, 28 octobre 1992, note Th. Bonneau, n°91-37 373, Bull. Joly Bourse, janvier 1993, p. 51
- T. Com. de Nanterre, du 30 novembre 2009
- *The High Risk Opportunities Hub fund Ltd. V. Credit Lyonnais*, Tribunal de New-York City, 6 juillet 2005