



UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

ÉCOLE DOCTORALE DE DROIT, SCIENCE POLITIQUE ET HISTOIRE

**LES GARANTIES RÉELLES DÉROGATOIRES
DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER**

Thèse pour l'obtention du grade de Docteur en droit

Discipline : droit privé

Présentée et soutenue publiquement par

Jad NADER

Le 29 septembre 2012

Membres du jury :

Monsieur Pierre CROCQ

Professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris II)

Monsieur Jean-Jacques DAIGRE

Professeur à l'Université Panthéon-Sorbonne (Paris I)

Rapporteur

Madame Michèle GRÉGOIRE

Professeur à l'Université Libre de Bruxelles

Rapporteur

Madame Isabelle RIASSETTO

Professeur à l'Université de Luxembourg

Monsieur Michel STORCK

Professeur à l'Université de Strasbourg

Monsieur Georges WIEDERKEHR

Professeur émérite à l'Université de Strasbourg

Directeur de thèse



UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

ÉCOLE DOCTORALE DE DROIT, SCIENCE POLITIQUE ET HISTOIRE

**LES GARANTIES RÉELLES DÉROGATOIRES
DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER**

Thèse pour l'obtention du grade de Docteur en droit

Discipline : droit privé

Présentée et soutenue publiquement par

Jad NADER

Le 29 septembre 2012

Membres du jury :

Monsieur Pierre CROCQ

Professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris II)

Monsieur Jean-Jacques DAIGRE

Professeur à l'Université Panthéon-Sorbonne (Paris I)

Rapporteur

Madame Michèle GRÉGOIRE

Professeur à l'Université Libre de Bruxelles

Rapporteur

Madame Isabelle RIASSETTO

Professeur à l'Université de Luxembourg

Monsieur Michel STORCK

Professeur à l'Université de Strasbourg

Monsieur Georges WIEDERKEHR

Professeur émérite à l'Université de Strasbourg

Directeur de thèse

L'Université n'entend donner ni approbation ni improbation aux opinions émises dans la présente thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

*Mes remerciements vont à Monsieur le Doyen Georges Wiederkehr
pour ses conseils et sa disponibilité.*

Ils s'adressent également à Marion, Jacqueline, Catherine et Christophe.

A mes parents.

SOMMAIRE

<i>SOMMAIRE</i>	13
<i>PRINCIPALES ABRÉVIATIONS EMPLOYÉES</i>	15
<i>INTRODUCTION GÉNÉRALE</i>	19
I^{RE} PARTIE LES DIFFÉRENTES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES	55
TITRE I LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES	61
<i>CHAPITRE I DÉFINITION DE LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES</i>	63
<i>CHAPITRE II CRITÈRES D'APPLICATION DE LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES</i>	113
TITRE II LES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES AUTRES QUE LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES	149
<i>CHAPITRE I LA COUVERTURE SUR LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS</i>	151
<i>CHAPITRE II LES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES EN DEHORS DES STRICTES OPÉRATIONS DE MARCHÉ</i>	181
II^E PARTIE LES RÉGIMES JURIDIQUES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES	203
TITRE I LA SOUPLESSE DANS LES RÉGIMES JURIDIQUES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES	209
<i>CHAPITRE I LA SOUPLESSE DANS LES RÉGIMES JURIDIQUES DE CONSTITUTION ET DE RÉALISATION DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES</i>	213
<i>CHAPITRE II LA SOUPLESSE DANS LA GESTION DES ACTIFS AFFECTÉS EN GARANTIE</i>	263
TITRE II LA SÉCURITÉ DANS LES RÉGIMES JURIDIQUES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES	309
<i>CHAPITRE I L'IMMUNITÉ FACE AUX PROCÉDURES COLLECTIVES</i>	313
<i>CHAPITRE II LA DÉROGATION AUX RÈGLES DE CONFLIT DE LOIS TRADITIONNELLES</i>	357
III^E PARTIE LE REGROUPEMENT DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES	417
TITRE I UNE CATÉGORIE EN QUÊTE DE RECONNAISSANCE	423
<i>CHAPITRE I LES SPÉCIFICITÉS FONCTIONNELLES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES</i>	425
<i>CHAPITRE II LES CARACTÉRISTIQUES STRUCTURELLES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES</i>	473
TITRE II UNE CATÉGORIE EN QUÊTE DE STRUCTURE	507
<i>CHAPITRE I LE REMODELAGE DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES DANS UNE SEULE GARANTIE CADRE</i>	509
<i>CHAPITRE II LES TRAITES DE LA NOUVELLE GARANTIE RÉELLE FINANCIÈRE : L'ARTICLE L. 211-38 DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER REVISITÉ</i>	545
<i>CONCLUSION GÉNÉRALE</i>	603
<i>BIBLIOGRAPHIE</i>	607
<i>TABLE DES DÉCISIONS CITÉES</i>	641
<i>TABLE DES MATIÈRES</i>	649

PRINCIPALES ABREVIATIONS EMPLOYEES

A - B

Acad. dr. int.	Académie de droit international
AEDBF	Association européenne pour le droit bancaire et financier
AFTB	Association du Forex et des Trésoriers de Banque
AJ	Actualités juridiques
BRDA	Bulletin rapide de droit des affaires Francis Lefebvre
BRI	Banque des règlements internationaux
Bull. Banque Fr.	Bulletin de la Banque de France
Bull. civ.	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation, Chambres civiles
Bull. COB	Bulletin de la commission des opérations de bourse
Bull. Inst. Int. d'Adm. Pub.	Bulletin de l'Institut international d'administration publique
Bull. Joly	Bulletin Joly

C - D

Cah. dr. entr.	Cahiers de droit de l'entreprise
Cah. éco. et mon.	Cahiers économiques et monétaires
Cass. Req.	Chambre des requêtes de la Cour de cassation
Chron.	Chroniques
CNUDCI	Commission des Nations Unies pour le droit commercial international
D.	Recueil Dalloz
D. affaires	Dalloz affaires
DH	Dalloz hebdomadaire
Doc. préél.	Document préliminaire
DP	Dalloz périodique
Dr. sociétés	Revue droit des sociétés

G - I - J

Gaz. Pal.	La Gazette du Palais
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
JCP E	La semaine juridique, édition entreprise
JCP G	La semaine juridique, édition générale
JCP N	La semaine juridique, édition notariale
JIBFL	Journal of International Banking and Financial Law

JIBLR	Journal of International Banking Law and Regulation
JO	Journal officiel
JOAN Q	Journal officiel de l'Assemblée nationale - questions
JOUE	Journal officiel de l'Union européenne
Jur.	Jurisprudence

L - M - O

LGDJ	Librairie générale de droit et de jurisprudence
MATIF	Marché à terme des instruments financiers
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques

P

PA	Petites affiches
PASF	Plan d'action sur les services financiers
PRACA	Place of Relevant Account Approach
Préc.	Précité
Préf.	Préface
PRIMA	Place of Relevant Intermediary Approach
PU	Presses universitaires
PUF	Presses universitaires de France

R

RD bancaire et fin.	Revue de droit bancaire et financier
RDC	Revue des contrats
Rec.	Recueil
Rép.	Répertoire
Rev. arb.	Revue de l'arbitrage
Rev. crit. DIP	Revue critique de droit international privé
RD bancaire et bourse	Revue de droit bancaire et de la bourse
Rev. éco. fin.	Revue d'économie financière
Revue dr. unif.	Revue de droit uniforme
Revue proc. coll.	Revue des procédures collectives
RJ com.	Revue de jurisprudence commerciale
RJDA	Revue juridique de droit des affaires
RLDA	Revue Lamy Droit des affaires
RLDC	Revue Lamy Droit civil
RPS	Revue pratique des sociétés
RTD civ.	Revue trimestrielle de droit civil

RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial
RTD fin.	Revue trimestrielle de droit financier

S - T - V

s.	Suivant(s)
S.	Sirey
Somm.	Sommaires commentés
V.	Voir
v°	Mot

INTRODUCTION GENERALE

« *Le droit financier s'autorise décidément toutes les libertés pour le bien-être de quelques nantis* »¹.

« *Qu'au pays des gaulois, le droit des garanties n'ait pas le bel ordonnancement des voies romaines, qu'il paraisse désordonné, et pour tout dire pagailleux, n'a pas de quoi surprendre. Il est le fruit de l'histoire et du tempérament* »².

1. **Les garanties sur actifs financiers dérogatoires au droit commun.** « *Un dispositif totalement dérogatoire au droit commun* » : c'est en ces mots que le Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005, simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière³, présente les garanties constituées entre des parties publiques ou régulées conformément à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Les garanties sur actifs financiers données dans le cadre d'opérations financières sont hétéroclites et ne présentent pas de structure d'ensemble. Contrairement à d'autres types de sûretés, on assigne souvent à ces garanties une double fonction. Elles visent, d'une part, comme toute sûreté, à sécuriser la créance du bénéficiaire ou de son mandant, et, d'autre part, elles participent à sécuriser le marché dans son ensemble. Il est en général admis que les principales parties concernées par ces garanties sont des établissements soumis à la réglementation financière⁴, ce qui imprègne ces garanties d'un double caractère : elles sont à la fois spéciales et dérogatoires. Elles sont des garanties spéciales⁵ car elles

¹ Ph. SIMLER et Ph. DELEBECQUE, *Droit civil, Les sûretés, La publicité foncière*, 5^e éd., Dalloz, 2009, n° 664, p. 583.

² L. AYNES, « L'évolution des garanties financières », *PA* 26 mai 2005, p. 8.

³ Rapp. au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005, simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, *JO* du 25 février 2005.

⁴ Le rapport d'activité de l'ISDA pour 2009 souligne la nature des parties aux contrats de garanties sur actifs financiers: « [...] *large firms have relatively more collateral agreements in place with counterparties in the Institutional Investor and Other categories. Small firms now deal almost exclusively with other Banks—they have relatively fewer collateral agreements outstanding with Hedge Funds, Corporates and Other counterparties. The counterparty mix for Medium companies has remained relatively stable* » : *2009 ISDA Margin Survey*, p. 8, disponible sur le site : www.isda.org.

⁵ La spécialité que nous évoquons ici vise à souligner le rattachement de ces garanties à un type spécifique d'actifs, par opposition aux sûretés réelles de droit commun. Elle ne s'entend pas de celle qui

portent sur des actifs financiers. Elles appartiennent au genre des sûretés réelles conventionnelles dont elles constituent une espèce⁶. Elles sont dérogatoires en raison des exceptions dont leur régime est doté, notamment l'immunité qu'elles permettent face aux procédures collectives⁷. Par l'efficacité et la sécurité qu'elles procurent, elles jouent un rôle économique important pour leurs titulaires et pour l'ensemble du marché. Les bénéficiaires de ces garanties sont souvent soumis à des obligations de respect de ratios de fonds propres. Pour ces entités, le recours à des garanties bénéficiant d'un régime dérogatoire, immunisées face aux procédures collectives, a pour intérêt, sur le plan réglementaire, d'améliorer le ratio de solvabilité auquel elles sont assujetties⁸. A cet égard, les accords de Bâle⁹ mentionnent que « *les banques qui acceptent des sûretés financières éligibles (par exemple des liquidités ou des titres, comme explicité aux paragraphes 145 et 146) sont autorisées à réduire leur exposition vis-à-vis d'une contrepartie aux fins du calcul de leurs exigences de fonds propres pour tenir compte de l'atténuation du risque apportée par la sûreté* »¹⁰. En outre, la prise en compte du lien entre l'accès au crédit d'un côté et la qualité ainsi que la teneur des garanties – désignées comme partie d'un dispositif de collatéralisation – que les contreparties peuvent consentir, de l'autre, est essentielle¹¹. Les créanciers qui

décrit l'amplitude de l'assiette, en opposant les sûretés réelles qui portent sur un bien en particulier, à la généralité des sûretés qui portent sur l'ensemble des actifs. V. à ce propos, notamment, M. CABRILLAC, Ch. MOULY, S. CABRILLAC, Ph. PETEL, *Droit des sûretés*, 9^e éd., Litec, 2010, n° 590, p. 439-440.

⁶ On parlera de garanties spéciales sur actifs financiers pour évoquer l'ensemble des garanties ne relevant pas du régime général du droit commun des sûretés réelles. Ces garanties prennent pour assiette des actifs financiers. On entend par l'expression « actifs financiers », les titres, espèces et créances financières. Ce droit spécial entretient avec le droit général « un rapport d'espèce à genre ». Sur ce rapport du droit spécial au droit commun, V. R. GASSIN, « Lois spéciales et droit commun », *D.* 1961, I, 91.

⁷ V. à ce sujet, notamment, Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010, n° 888, p. 1019 ; E. CHVIKA, *Droit privé et procédures collectives*, thèse, préf. Th. BONNEAU, Defrénois, 2003, n° 152 et s. ; D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse, préf. P. LE CANNU, LGDJ, 2003.

⁸ Il s'agit pour les établissements français du ratio de solvabilité prévu par le règlement 91-05 du Comité de la réglementation bancaire, tel que modifié. Suivant cette disposition, le ratio exigé est d'un montant minimum de 8 % de fonds propres par rapport au montant des engagements. Le recours à un mécanisme de compensation comme voie de réalisation des garanties, bénéficiant d'une large immunité, est un élément essentiel dans une telle optique.

⁹ Le Comité de Bâle sur le contrôle prudentiel bancaire a été créé en 1974. Mis en place par les gouverneurs des banques centrales des principaux pays industrialisés, il vise à renforcer la sécurité et la fiabilité du système financier et à promouvoir de meilleures pratiques de surveillance bancaire.

¹⁰ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, « Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres » (Dispositif révisé), juin 2004, n° 120.

¹¹ « *L'établissement d'un lien plus étroit entre les dispositifs de collatéralisation et l'évaluation de la qualité de crédit des contreparties était un aspect important souligné par le Comité de Bâle dans son rapport sur les saines pratiques et demeure un domaine dans lequel de nombreuses banques doivent*

disposent de garanties sur actifs financiers réalisables réduisent leur risque-crédit, ces garanties leur permettant de mobiliser des montants qui auraient autrement été affectés à la garantie d'opérations financières diverses, principalement des prêts¹². Pour les établissements bancaires, le recours à une sûreté forte a pour effet de diminuer le risque crédit et corollairement le coût¹³. Ce point est d'autant plus important que la crise¹⁴ récente a révélé que les établissements bancaires, principaux utilisateurs des garanties spéciales sur actifs financiers, souffrent d'une sous-capitalisation au risque de rapidement manquer de liquidités. Même si les banques françaises ont un ratio de fonds propres (autour de 8 %)¹⁵ qui est parmi les plus élevés de la zone euro¹⁶, les marchés sont cependant globalisés, et il n'est plus possible de raisonner en termes strictement nationaux.

2. **Un cadre européen pour les garanties sur actifs financiers.** Le rôle économique joué par les garanties sur actifs financiers¹⁷ a été l'objet de développements importants dans le contexte de l'adoption de la directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, dite « directive *Collateral* », qui a mis en place un cadre commun pour les

encore progresser » : D. NOUY, « La supervision indirecte des *hedge funds* », *Banque de France, Revue de la stabilité financière*, numéro spécial Hedge Funds, n° 10, avril 2007, p. 110.

¹² « *Creditors obtaining valid and enforceable collateral can reduce their credit risk and free credit lines for further business* » : K. LOBER et E. KLIMA, « *The Implementation of Directive 2002/47 on financial Collateral Arrangements* », *JIBLR* 2006, Issue 4, p. 203.

¹³ G. AFFAKI, « Des aspects bancaires dans le Guide législatif de la CNUDCI sur les opérations garanties », in *Un droit moderne pour le commerce mondial, Congrès célébrant la quarantième session annuelle de la CNUDCI*, Vienne, 9-12 juillet 2007.

¹⁴ Cette crise que le Comité économique et social européen décrit comme étant « *la crise américaine des crédits hypothécaires à risques (dite des subprime), qui s'est propagée à la communauté financière mondiale* », COM(2008) 213 final – 2008/0082 (COD), (2009/C 175/13), *JOUE* du 28 juill. 2009.

¹⁵ V. note 8 ci-haut.

¹⁶ Le ratio de solvabilité a été récemment porté par l'accord de Bâle III à 7 %. Le ratio des fonds propres durs (*core Tier one*) passe d'une exigence minimale de 2 % des actifs à 4,5 %, un plancher auquel vient se rattacher un matelas de précaution de 2,5 %. V. à ce sujet, A. DUROYON, « Le Comité de Bâle porte à 7 % le ratio de solvabilité des banques », *AGEFI* du 13/09/2010.

¹⁷ « *In no area is this globalisation trend more apparent than in the privately negotiated derivatives markets (including those for interest rate swaps, currency swaps, equity options, energy derivatives, credit derivatives, etc. which are used to manage the risks associated with traditional financial activities). The growth of the privately negotiated derivatives markets has led to large, variable credit exposures between many financial institutions. These credit exposures are substantially reduced through the netting of these obligations under master agreements and the collateralisation of the remaining exposures* » : Dr. Th. J. WERLEN et S. M. FLANAGAN, « *The 2002 Model Netting Act: A Solution for Insolvency Uncertainty* », *JIBFL* avril 2002, p. 154.

garanties financières dans l'Union européenne¹⁸. L'adoption de la directive *Collateral* a encouragé le recours aux garanties financières dans les Etats membres ainsi que l'ont souligné les acteurs du marché qui ont répondu à l'enquête de la Commission européenne dans le cadre de l'évaluation de cette directive. Les résultats sont criants : « *Au cours des dernières années, les programmes de garantie ont explosé en Europe. Depuis décembre 2002, ABN AMRO a ainsi enregistré une hausse de 240 % du nombre de contrats de garantie financière conclus avec des contreparties situées dans l'Union européenne et une hausse similaire du nombre de garanties constituées d'actifs libellés en euros. ABN AMRO estime que (l'arrivée attendue de) la DCGF [la directive Collatéral]¹⁹ a favorisé la conclusion de ces contrats... »²⁰. Dans son appréciation de la pertinence de la directive 2002/47/CE, le rapport d'évaluation de la Commission au Parlement européen et au Conseil en date du 20 décembre 2006 fait état de l'importante progression du recours aux garanties tant dans les opérations de crédit que dans les opérations de pension de titres²¹. L'*International Swaps and Derivatives Association* a de son côté estimé la croissance du montant de *Collateral* utilisé en relation avec les opérations sur dérivés de gré-à-gré (*over-the-counter* ou *OTC* ou *off-exchange*) à un taux de 86 % en 2008, portant le montant des actifs affectés en garantie de 2 100 milliards de dollars à 4 000 milliards de dollars²².*

¹⁸ JOCE n° L 168, 27 juin 2002, p. 43. Sur cette directive V. notamment : J.-J DAIGRE et H. de VAUPLANE, « Directive contrats de garantie financière du 6 juin 2002 », *Banque & Droit* n° 89, 2003, p. 38 ; D. LEGAIS, *Sûretés et garanties du crédit*, 4^e éd., LGDJ, 2004, spéc. n° 60 et s, n° 371 et s. et n° 513 et s.

¹⁹ Ajouté par nos soins.

²⁰ *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 5, disponible sur le portail de la Commission européenne : <http://ec.europa.eu>.

²¹ « *Le marché européen des mises en pension, qui est l'un des plus grands marchés financiers au monde, a connu une croissance rapide au cours des dernières années, affichant une valeur totale de 5,883 milliards d'euros en décembre 2005 contre 3,788 milliards d'euros en décembre 2003 et 1,863 milliard d'euros en juin 2015. En outre, selon les données de l'Eurosystème, le volume des garanties utilisées dans ses opérations de crédit a progressé de 33 % environ entre 2002 et 2005 (passant de 650 milliards d'euros à 866 milliards d'euros) » : Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil, COM (2006) 833 final, *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, p. 4. Ce rapport peut être consulté sur l'adresse internet suivante : http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/collateral/fcd_report_fr.pdf.*

V. également, le rapport *ICMA repo market survey*, disponible sur le site www.icma-group.org, et qui fait notamment état de la taille du marché des opérations de mise en pension, qui excéderait les 5300 milliards d'euros.

²² *2009 ISDA Margin Survey*, p. 6 : notons que le rapport de 2010 – qui prend en compte les chiffres de l'année 2009, année pendant laquelle la crise financière a sclérosé les marchés –, souligne que le montant du collatéral avait baissé de 20 % au courant de 2009, portant ainsi le chiffre à 3 200 milliards. Ces rapports sont disponibles sur le site : www.isda.org.

3. **Un domaine qui ne tolère pas la défaillance.** L'importance du rôle économique joué par les garanties spéciales sur actifs financiers dans les rapports des établissements bancaires et financiers, sur une échelle individuelle, est exponentielle lorsqu'un tel risque est considéré sur l'échelle d'une place financière ou d'une économie intégrée (le marché intérieur de l'Union européenne par exemple). La défaillance des utilisateurs de garanties sur actifs financiers, tant des donneurs que celle des bénéficiaires, risque d'être fatale pour l'économie²³ du fait de leur taille souvent importante et des faillites en chaîne qu'elle risquerait de déclencher. Les garanties sur actifs financiers auxquelles recourent les institutions bancaires et financières sur les marchés de capitaux doivent être infaillibles. « *La banque est une entreprise qui n'existe que par la confiance que lui témoigne le public. La perte de confiance dans cet instrument privilégié de collecte de l'épargne et du financement des entreprises que constitue le système bancaire, est de nature à perturber gravement l'ensemble des mécanismes économiques et financiers* »²⁴. De plus, dans des opérations impliquant un ensemble d'intervenants, la défaillance d'un acteur de la chaîne peut se répercuter sur les autres, phénomène qu'on désigne par « risque systémique »²⁵. Cette dualité du rôle joué par les garanties réelles financières explique l'essor de certaines garanties spéciales sur actifs financiers qui, aussi contestables qu'elles soient, sont vitales dans les économies de marché. En termes économiques, cet essor est compréhensible au vu de la réduction des risques et de la couverture qu'il permet²⁶, et, en termes juridiques, l'avantage que ces garanties procurent en comparaison avec les sûretés de droit

²³ Rappelons, avec M. Bonneau, les formules utilisées dans le contexte de la crise pour décrire la taille importante des institutions concernées par la défaillance, « *too big to fail* », « *too interconnected to fail* », « *too big to rescue* » : Th. BONNEAU, « Pour être dans le vent en 2010 », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2010, p. 1.

²⁴ B. GRELON, « Les banques en difficulté », *D.* 1997, chron., p. 197.

²⁵ Il est admis que le risque systémique a une conséquence immédiate sur le coût des opérations de financement. Il a ainsi été souligné que du fait de ce risque, « *non seulement les taux d'intérêt sont majorés, mais encore la quantité de titres pris en garantie dépasse très largement ce qui serait nécessaire à la couverture du risque nominal* » : M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », *Rev. crit. DIP* janv.-févr. 2004, p. 49, et spéc. p. 55. Pour une vision d'ensemble des différents aspects du risque systémique, V. le numéro dédié au à ce thème de la *Revue d'Economie financière*, n°100, janvier 2011 (Le Risque systémique. 1. Repenser la finance).

²⁶ « *The difficulties triggered by the failure of the world's largest hedge fund (LTCM) in 1998 have prompted the tightening up of controls as investment banks have significantly improved the way in which they manage their exposures to hedge funds (greater selectivity, more collateralisation etc.)* »: *Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe*, European Commission, Internal Market and Services DG, juillet 2006.

commun les rend très convoitées²⁷. Le contexte d'émergence des garanties sur actifs financiers (I) permet de mieux comprendre la place qu'elles ont aujourd'hui dans le Code monétaire et financier (II).

-I-

LE CONTEXTE D'EMERGENCE DES GARANTIES SUR ACTIFS FINANCIERS

4. **Les sûretés comme instrument de politique économique.** La réglementation des sûretés, au même titre que certaines règles prudentielles²⁸, ou les règles relatives notamment aux taux d'intérêts, joue le rôle d'instruments de la politique du crédit²⁹. Dans ce cadre, certains biens reçoivent un traitement de choix en raison de leur importance économique et de leurs spécificités structurelles. Les actifs financiers sont ainsi propulsés, du fait de la vitalité économique que génère l'activité de marché, au rang de richesses privilégiées. La richesse a changé et « *le Code civil, rédigé à un moment où la grande industrie naît à peine, s'est contenté de citer les "actions ou intérêts dans les compagnies de finance, de commerce ou d'industrie" pour les classer comme biens meubles à côté des rentes perpétuelles ou viagères soit sur l'Etat, soit sur les particuliers (art. 529). La partie importante et stable des fortunes, ce sont, en 1804, les terres et les maisons (art. 518). Les biens mobiliers représentent dans le patrimoine des éléments changeants et périssables* »³⁰. Le constat est vieux, mais ce sont les deux dernières décennies qui ont vu cette tendance s'accélérer sans entraves, du fait,

²⁷ V. la thèse de M. Praicheux, où l'auteur souligne qu' « *au moyen de la garantie de bonne fin de la chambre de compensation, dont se double parfois la garantie de l'intermédiaire en qualité de commissionnaire du croire, sans négliger le fonds de garantie de la compensation, le créancier est assuré qu'à son tour, le garant ne sera pas défaillant : ce qui rend inutile la constitution d'une seconde sûreté protégeant conventionnellement le créancier contre le risque de défaillance de garant* » : S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse, Revue Banque Edition, 2004, n° 204, p. 165.

²⁸ V. les travaux du comité de Bâle sur des normes bancaires.

²⁹ « *La politique des sûretés est une composante de la politique du crédit ou de l'endettement. Selon qu'elle s'inscrit dans une politique de soutien du crédit ou de lutte contre le surendettement, la législation des sûretés est inspirée d'un esprit de faveur ou de rigueur : la loi encourage le bon pourvoyeur de crédit en le dotant d'un privilège ou en plaçant en bon rang la sûreté obtenue du débiteur ; mais elle sanctionne le surendetteur en rabotant sa créance sans égard pour sa sûreté. Inévitablement, le régime des sûretés réelles se ressent de la difficulté à trouver le point d'équilibre* » : M. GRIMALDI, Rapport français, Journées portugaises, Actualité du droit des sûretés, organisées par l'Association Henri Capitant.

³⁰ G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2nde éd., LGDJ, 1951, n° 55, p. 130.

notamment, des phénomènes de déréglementation³¹, de désintermédiation³² et de décloisonnement des marchés³³. La Commission européenne a identifié quatre facteurs de développement à l'origine de l'évolution spectaculaire des dernières décennies en matière financière³⁴ : la mondialisation, l'intégration européenne, l'innovation financière³⁵ et l'innovation technologique³⁶. L'action combinée de ces facteurs a permis une augmentation des flux financiers transfrontaliers qui, à son tour, a conduit au développement de produits financiers complexes.

5. Contexte de concurrence internationale des places. La place financière de Paris, avec sa réglementation et ses lois, est depuis quelques années mise en concurrence avec d'autres places³⁷. L'internationalisation des opérations sur actifs financiers a connu une progression exponentielle durant la dernière décennie³⁸. M. Martin observait en marge de la loi de modernisation des activités financières que « *la mondialisation – comme on dit – des activités financières est un fait. Elle suscite entre*

³¹ Il ne faut pas voir dans l'idée de déréglementation une absence ou même une diminution de la réglementation. A considérer la masse de réglementations, il est incontestable qu'elle n'a fait qu'augmenter afin de fixer les conditions d'accès des entreprises aux diverses activités financières, les règles de conduite s'appliquant à l'exercice de ces activités, la protection des investisseurs, etc. « *La déréglementation, suscitée par les entreprises, a consisté pour les pays occidentaux à supprimer un certain nombre de règles juridiques nationales qui cloisonnaient les marchés nationaux et entravaient la libre circulation des capitaux et des titres* » : N. GAUTHIER, *Les nouveaux marchés financiers et leurs instruments : sources de profit pour les entreprises*, 2^e éd., Publi-Union, 1988, p. 14.

³² « *La désintermédiation a visé, quant à elle, une concurrence accrue sur les marchés financiers et à réduire le coût des transactions* » : N. GAUTHIER, préc.

³³ Sur le contexte qui a permis un développement accéléré de l'activité financière dans les années 1990, V. J.-P. MATTOU, « La sécurité et la responsabilité sur les marchés de produits dérivés de gré à gré », *PA* 1996, n° 56, p. 24.

³⁴ V. sur ce thème J. PAILLUSSEAU, « Le droit des activités économiques à l'aube du XXI^e siècle », *D.* 2003, p. 260. V. également sur ce thème J. H. SOMMER, « *A Law of Financial Accounts: Modern Payment and Securities Transfer* », *The Business Lawyer*, Vol. 53, No. 2, 1998, 1182.

³⁵ V. au sujet de l'effet de l'innovation financière sur l'évolution des règles juridiques : A. COURET, « Innovation financière et règle de droit », *D.* 1990, chron., p. 135.

³⁶ « *Les infrastructures de marché par exemple, qui avaient été conçues avant tout pour répondre aux besoins des marchés nationaux, ont dû s'adapter aux défis liés à une réalité de plus en plus marquée par un environnement transfrontalier. De même, les acteurs qui ont décidé d'étendre leurs activités au-delà de leurs marchés nationaux ont découvert des régimes juridiques différents. En outre, les participants du marché confrontés à un environnement opérationnel de plus en plus complexe ont dû s'attacher davantage à la gestion des risques et la constitution de garanties* » : Document de travail des services de la Commission européenne, « *Analyse de l'impact accompagnant la proposition de directive modifiant la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, en ce qui concerne les systèmes liés et les créances privées* ».

³⁷ Sur l'attractivité du droit français des entreprises en difficulté, et le rôle de la règle de droit objet de concurrence, V. notamment, J.-L. VALLENS, « L'attractivité du nouveau droit français de l'insolvabilité », *PA* 2007, n° 119, p. 55.

³⁸ V. en ce sens le Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil d'évaluation de la Directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE), spéc. p. 4 et 5.

les pays développés, ou émergents, une concurrence planétaire pour la captation des marchés, la localisation des actifs et le rattachement des opérations »³⁹. Ainsi, des facteurs, notamment internationaux, commandaient au droit français de s'adapter pour permettre à la place financière de Paris de rester concurrentielle⁴⁰. La concurrence entre places financières commandait en effet au législateur de procurer un cadre de sécurité des marchés qui aura pour conséquence de doter la place financière française d'un atout déjà utilisé par d'autres places européennes⁴¹. La doctrine n'a pas manqué d'ailleurs de souligner l'importance de l'argument législatif dans l'attractivité d'une place financière⁴², à tel point que depuis quelques années il est difficile de trouver une publication sur un domaine se rapportant au droit du crédit en général, ou au droit des marchés en particulier, qui ne s'y réfère pas. On a surtout appelé la loi française à fournir les instruments nécessaires pour cette attractivité⁴³ en mettant en perspective la place de référence du Code civil au début du XIX^e siècle, et la perte de vitesse qui s'en est suivie durant les deux derniers siècles face à la montée de concepts issus de la *common law*, réputée plus souple, plus pragmatique et plus efficace.

6. **La lutte contre le risque systémique.** La lutte contre le risque systémique vise à éviter les faillites en chaîne. Ce risque est particulièrement présent sur les marchés financiers où la défaillance d'un opérateur peut entraîner celles d'autres opérateurs du fait de l'interdépendance des différentes transactions et de l'imbrication des actifs : cela peut entraîner une menace pour le marché dans son ensemble⁴⁴. L'imbrication est observée sur tous les marchés. Le risque systémique sur les marchés se traduit en coûts importants pour les opérations de financement : « *non seulement les taux d'intérêt sont majorés, mais encore la quantité de titres pris en garantie dépasse*

³⁹ D.-R. MARTIN, « Du gage d'actifs scripturaux », *D.* 1996, chron., p. 263.

⁴⁰ V. E. LOQUIN, « Les sources du droit mondialisé », *Droit et patrimoine* n° 96, septembre 2001, p.78.

⁴¹ V. à ce titre le rapport du Sénateur Philippe Marini sur le projet de loi de modernisation des activités financières qui mettait en évidence le contexte de concurrence déjà assez présent à l'époque, entre les différentes places financières européennes : « *la sécurité des opérations sera sans doute l'un des éléments importants de la concurrence que se livreront entre eux les différents marchés de l'Union* », Sénat, session ordinaire, n° 254, annexe au procès-verbal de la séance du 6 mars 1996, p. 188.

⁴² V. M.-A. FRISON-ROCHE, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers », *Banque & Droit* n° 41, 1995, p. 46, spéc. n° 5 ; D. DAVYDOFF, « Places concurrentes, places partenaires », *Banque*, n° 594, juil.-août 1998, p. 30 ; D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 16-18, p. 14-16.

⁴³ R. DAMMANN, « Réflexions sur la réforme du droit des sûretés au regard du droit des procédures collectives : pour une attractivité retrouvée du gage », *D.* 2005, chron., p. 2447.

⁴⁴ Ch. BOILLOT, « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : exceptions ou contradiction ? », *D.* 2003, chron., p. 2741.

très largement ce qui serait nécessaire à la couverture du risque nominal »⁴⁵. Il n'est pas étonnant dès lors que ce risque eût été traditionnellement considéré comme, « une préoccupation majeure des autorités bancaires et financières de tous les pays développés »⁴⁶. Or, l'actualité nous a permis de constater à grande échelle l'effet ravageur de ce risque systémique lorsqu'il vient à se réaliser. En effet, les déboires de grandes institutions bancaires qui ont défrayé les chroniques durant les quatre dernières années n'ont fait que confirmer le besoin de sécurité et d'instruments permettant de limiter la propagation de l'onde de choc sur l'ensemble des intervenants de la chaîne de crédits ou de donneurs d'ordres successifs sur un marché. Si la réponse est essentiellement de nature réglementaire et prudentielle⁴⁷, il reste qu'un cadre juridique offrant des sûretés fiables et des amortissements à l'effet systémique, reste un moyen important de lutte contre de tels phénomènes⁴⁸ qui risquent encore de se produire dans l'avenir⁴⁹. Pourtant, la lutte contre le risque systémique avait mobilisé les initiatives pour adopter des règles supranationales dès la fin des années 1990, avec en particulier l'adoption de la directive 98/26/CE. La Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, conclue le 5 juillet 2006,

⁴⁵ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc., spéc. p. 55.

⁴⁶ V. J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *Droit et patrimoine* n° 140, sept. 2005, p. 24, spéc. p. 25

⁴⁷ V. à cet égard, la riche littérature relative à la récente crise financière : Ph. MARINI, « 57 propositions pour un nouvel ordre financier mondial » Rapport d'information n° 59 (2009-2010), fait au nom de la commission des finances, déposé le 21 octobre 2009 ; H. de VAUPLANE, « La supervision bancaire après le G20 : les enjeux pour les banques françaises », *Revue Banque*, déc. 2009, n° 719, p. 83 ; Y. PACLOT, « Vers une régulation financière mondiale », *RD bancaire et fin.* nov.-déc. 2009, p. 1 ; le dossier « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2009, Etudes, p. 24. On note, en particulier, les propositions faites par le rapport du Sénateur Marini concernant la transparence et la régulation des produits et marchés. V. également sur les nouvelles régulations financières, notamment suite aux accords dits « Bâle III », B. BREHIER, « Les nouvelles régulations bancaires et financières », *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 426.

⁴⁸ A voir également l'exploration de nouvelles pistes, telles que celles des « *living wills* » (testaments vivants), sortes de testaments par lesquels les principaux établissements bancaires prévoient à l'avance, en cas de mésaventure, comment devrait s'opérer leur démantèlement : F. DEMARIGNY et P.-Y. THORALVAL, « Les testaments bancaires ou *living wills* », *Revue Banque* déc. 2009, n° 719, p. 45 ; Th. BONNEAU, « Pour être dans le vent en 2010 », préc. ; Pour d'autres pistes de lutte contre les risques, mais qui ont été désavouées par la crise, voir la création de parts hiérarchisées par les organismes de titrisation, ou l'intervention de rehausseurs de crédit : H. SYNDET, « Introduction » au dossier « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », préc., p. 25.

⁴⁹ Une image qui illustre bien le caractère discret mais néanmoins fondamental du rôle de certaines activités financiers, dont on ne se rend vraiment compte que lorsque les projecteurs de la crise se braquent dessus, ce qui est notamment le cas des garanties sur actifs financiers: « *Bank lawyers often compare payments or securities transfers to plumbing--both invisible because they work so well. Users only notice plumbing, or the law of financial accounts, when they break down* » : J. H. SOMMER, « *A Law of Financial Accounts: Modern Payment and Securities Transfer* », préc., p. 1196.

place la lutte contre le risque systémique parmi ses objectifs lorsqu'elle énonce dans son préambule que les Etats signataires procèdent à la conclusion de ladite convention « *en vue de faciliter les flux internationaux de capitaux et l'accès aux marchés des capitaux, à l'intérêt essentiel qu'il y a à réduire les risques juridiques, les risques systémiques et les coûts correspondants, liés aux opérations transfrontières portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire* ». En droit européen, la directive *Collateral* s'était donné comme objectif de renforcer la lutte contre le risque systémique⁵⁰ qui avait déjà été engagée par la directive sur le caractère définitif des règlements⁵¹. La crise récente a cependant démontré qu'il est aujourd'hui certain que la lutte contre un tel risque est d'autant plus vitale pour le système bancaire mondial⁵², mais qu'elle ne se fait pas au niveau juridique⁵³. Si elle devait être complétée par des mesures du point de vue juridique, c'est davantage au niveau de la réglementation prudentielle qu'au niveau de la prise de sûretés qu'elle devrait être améliorée⁵⁴. Pour autant, la prise de sûretés n'en reste pas moins cruciale⁵⁵. Le considérant (1) de la

⁵⁰ V. le premier considérant de la directive qui constate que la mise en œuvre de la directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres « *a montré qu'il importait de limiter le risque systémique inhérent à ces systèmes du fait de la coexistence de régimes juridiques différents et qu'il serait avantageux d'instaurer une réglementation commune concernant les garanties constituées dans le cadre desdits systèmes* ».

⁵¹ Or, la crise actuelle n'est pas un fait exceptionnel sur les marchés, mais son ampleur et sa force de propagation le sont: « *In the past 25 years, perhaps 70 per cent or more of the world's nations have experienced either a systemic bank collapse or a major collapse necessitating the infusion of large amounts of the citizens' money* », Ph. WOOD, *Comparative Law of Security Interests and Title Finance*, Vol. 2, 2^e éd., Thomson, Sweet & Maxwell, 2007, coll. *The Law and Practice of International Finance Series*, n° 1-003, p. 4.

⁵² La presse économique n'a pas manqué d'aborder cette question régulièrement depuis l'éclatement de la crise. On peut par exemple lire, dans le journal belge l'Echo : « *Sur un plan général, il est sûr que l'effondrement de pans entiers du monde bancaire américain crée un effet domino sur son homologue européen* » : « Le poids des faillites, Le choc des marchés », *L'Echo* du 17 sept. 2008, p. 3.

⁵³ V. sur une analyse de l'inefficacité des sûretés face au risque systémique dans le cas de la crise des subprimes : V. CATILLON, « Le droit des sûretés à l'épreuve des crises financières systémiques », *PA* 2008, n° 159, p. 7. Ainsi, l'auteur s'interroge à propos des sûretés : « *si ces auxiliaires du crédit sont destinés à sécuriser le créancier en situation économique stable, n'opèrent-ils pas dans un sens contraire en présence de crise financière systémique ?* »

⁵⁴ V. pour des pistes de réflexion sur de possibles mesures législatives visant à endiguer la crise : A. PRUM, « La crise financière défie les autorités européennes et américaines de surveillance », *RD bancaire et fin.* mai-juin 2008, p. 1 ; Th. BONNEAU, « Crise financière : l'AMF hors la loi... Pour la bonne cause », *RD bancaire et fin.* sept.-oct. 2008, p. 1 ; H. CAUSSE, J. STOUFFLET et S. DUROX, « Après la crise financière, quelle rénovation du droit bancaire et financier ? », *RD bancaire et fin.* nov.-déc. 2008, p. 5. Pour les mesures prises aux Etats-Unis, V. G. AFFAKI et J. STOUFFLET, « Droit bancaire international », *Chronique, Banque & Droit* n° 125, mai-juin 2009, p. 40.

⁵⁵ Pour illustrer le rôle des sûretés réelles dans les chaînes d'intervenants, en particulier pour les dépositaires et les chambres de compensation, un exemple nous est fourni par les commentaires qu'un dépositaire a présentés lors des travaux précédant l'adoption de la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus par un intermédiaire. BNP Paribas Securities Services,

directive *Collateral* 2002/47/CE, abordant le même souci de lutte contre le risque systémique, précise que la mise en œuvre de la directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, « *a montré qu'il importait de limiter le risque systémique inhérent à ces systèmes du fait de la coexistence de régimes juridiques différents et qu'il serait avantageux d'instaurer une réglementation commune concernant les garanties constituées dans le cadre desdits systèmes* »⁵⁶.

7. **Le besoin de sûretés modernes.** De même que l'économie a besoin du crédit et que le crédit a lui-même besoin des sûretés, les sûretés ont un besoin permanent de modernisation pour pouvoir répondre aux attentes des acteurs économiques⁵⁷. Cette modernisation passe par un régime juridique qui assure leur souplesse et leur efficacité⁵⁸. Or, ce qui est vrai pour les sûretés de manière générale,

dans le cadre des commentaires sur l'avant-projet de convention de La Haye, remarque : « *Customer A (incorporated in England) has an account with BP2S in Paris. Following a transaction on the market, the customer must pay for securities bought and BP2S is expecting the delivery of the securities. The amount necessary to settle such transaction is provided through a cash credit facility (committed or not) granted by BP2S to the customer. This facility is secured by a collateral on flow (as defined above). Given the SSS rule on irrevocability of settlement of transactions, BP2S is irrevocably committed in its own name towards the market to pay for the securities to be received for the account of its customer. In the absence of specific legal or statutory provisions, if A defaults (in particular due to insolvency or equivalent procedure), then BP2S may be under an obligation to deliver the securities received to A (pursuant to a claim by its liquidator or administrator) but by definition will be unable to recover the amount advanced for the purchase of those securities and thus will have to claim as an unsecured creditor for the purchase price. To avoid this risk, some jurisdictions have put in place specific legislation or practices to protect custodian/clearers* »: Conférence de La Haye de droit international privé, *Tableau reflétant les observations reçues sur « L'avant-projet de convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire »* (doc. pré-l. n° 15) et sur « *les options a et b contenues à l'article 4(1)* » (doc. pré-l. n° 16), 28 novembre 2002, p. 123-124.

⁵⁶ Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil, du 19 mai 1998, concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, *JOCE*, L 166, du 11 juin 1998, p. 45.

⁵⁷ G. AFFAKI, « De la relation perfectible entre le crédit et les sûretés », in *Repenser le droit des sûretés mobilières*, M.-E. ANCEL (ss dir.), LGDJ, 2005, p. 9. L'auteur s'appuie sur des rapports de la Banque Mondiale et du Fonds Monétaire International, qui démontrent le rapport entre le système juridique d'un pays, son attractivité aux investissements étrangers et sa croissance. Parmi les études auxquelles se réfère l'auteur, nous citons celle de Ross Levine démontrant que les pays qui disposent d'un système favorisant les droits des créanciers gagistes notamment en cas de procédure collective sont aussi ceux qui ont un secteur bancaire plus développé : « *The legal environment, banks and long-run economic growth* », 1998 *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 30, n° 3, 596.

⁵⁸ Dans un contexte international, l'efficacité d'une sûreté est encore plus cruciale : « *the World Bank considers the role of security so central in promoting economic growth that before making a loan to a developing country it will normally seek to establish to what extent a sound legal system for the creation and protection of security interests is or will be in place* » : R. GOODE, « *Security in cross-border transactions* », *Texas International Law Journal*, janvier 1998, vol. 33, issue 1, p. 47.

l'est d'autant plus en matière financière, qui se pose à la fois comme avant-poste et laboratoire du droit des sûretés⁵⁹. De fait, si l'évolution des sûretés, dans un premier temps sur les marchés financiers, ensuite au niveau du droit commun des sûretés mobilières, a pu poursuivre une idée de souplesse et de simplification, elle a surtout été motivée par la quête de l'efficacité et de la sécurité. La doctrine a d'ailleurs souligné que le terme sûreté, créé en 1498, est dérivé de « seüreté » et signifie non seulement « sécurité, absence de crainte » mais aussi, « gage, promesse »⁶⁰. Son association au terme « réelle » devrait permettre un degré important de sécurité⁶¹. Pourtant, les garanties réelles présentent certaines faiblesses et ne sont pas les seuls instruments qui permettent de traiter les risques sur les marchés. Il est également fait recours aux garanties personnelles sous la forme de la garantie du croire ainsi que les formes d'assurance contre le risque de contrepartie, tels que les *Credit Default Swaps* (CDS). Ces instruments viennent en complément des sûretés réelles⁶².

8. **Le caractère international des garanties.** Le droit spécial dont nous traitons n'est pas proprement français. Il s'agit d'un ensemble de règles qui, par leurs sources – les différentes initiatives d'harmonisation⁶³ – et du fait de la nature même des opérations de marché auxquelles elles se rapportent, sont principalement internationales⁶⁴. Aujourd'hui ces règles devenues droit positif sont surtout de source européenne, bien plus que proprement française. L'europanisation du droit financier a

⁵⁹ V. à propos de cette idée de laboratoire du droit, l'article de M. Legeais, du reste, largement cité en doctrine dans le contexte de la réforme du droit des sûretés : D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties des garanties réelles », préc. Plus généralement, le droit financier/boursier est présenté selon la formule du Professeur Couret comme « *une sorte de laboratoire d'essais du droit des affaires* » : A. COURET, « Le nouveau droit des marchés financiers », *Bull. Joly* 1990, p. 11. V. également J. CARBONNIER, *Droit civil*, tome IV, 22^e éd., PUF, 2000, § 3.

⁶⁰ W. von WARTBURG, *Französisches etymologisches Wörterbuch, Beiheft*, Tübingen, 1950, cité par A.-M. TOLEDO, *Notion de sûreté et droit du commerce international*, thèse Paris I, 1997.

⁶¹ M. GREGOIRE, « Les sûretés réelles », in *Synthèses de droit bancaire et financier, Liber Amicorum André Bruyneel*, Bruylant, 2008, p. 343.

⁶² La nature des *Credit Default Swaps*, instruments de couverture (*hedging instruments*) est à rapprocher des contrats d'assurance. Ils ne sont, à ce titre, pas exclusifs des sûretés réelles

⁶³ H. PIGOT, « Steps towards the harmonisation of collateral law in Europe », *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, octobre 2000.

⁶⁴ « *Most collateral agreements among firms with large programs are with hedge funds and institutional investors (50 %), followed by Corporates (15 %), Banks (13 %), and Other (21 %). At the other extreme, small firms, the survey respondents with the least number of collateral agreements outstanding deal mostly with other banks. Approximately half the collateral agreements at "Medium" firms are with other Banks and Corporates. Medium firms also deal with Hedge Funds and Institutional Investors, but to a relatively smaller extent than Large firms* » : 2009 ISDA Margin Survey, p. 8, disponible sur le site : www.isda.org.

été possible grâce au cadre communautaire qui a conduit depuis les années 1970 à un décloisonnement progressif des marchés⁶⁵. Dans la deuxième moitié des années 1990, ces avancées ont permis, en particulier, l'adoption d'un ensemble de mesures connues sous le nom de plan d'action pour les services financiers⁶⁶. Ce plan adopté par la Commission européenne en 1999⁶⁷ a été un vecteur de modernisation du cadre financier, notamment pour les garanties financières, en ce qu'il a conduit, entre autre mesure, à l'adoption de la directive *Collateral*. La colonne vertébrale de la matière des garanties financières, en droit européen, est constituée par la directive *Collateral* et par la directive sur le caractère définitif du paiement. Notons cependant, que le droit français avait déjà, notamment par la loi du 2 juillet 1996⁶⁸, franchi le pas le plus important dans la consécration d'un droit dérogatoire pour les garanties sur actifs financiers⁶⁹. Des garanties spécifiques aux marchés financiers dont les régimes bénéficiaient de larges faveurs avaient ainsi déjà fait leur entrée en droit français. On citera principalement, les garanties prévues aux articles L. 442-6 (devenu article L. 440-7), et L. 431-7 al. 5 (devenu article L. 211-38) du Code monétaire et financier, ainsi que le régime des opérations de pension (de telles opérations ne sont pas intrinsèquement des garanties, se pose toutefois la question de leur qualification, au regard notamment du rôle de garanties fiduciaires qu'elles peuvent remplir).

⁶⁵ L'entrée de la Grande-Bretagne dans le marché commun en 1973 a permis d'élargir le champ des directives communautaires et surtout de mettre l'accent sur la création d'un « marché unique » européen des services financiers qui a achevé le décloisonnement des marchés des Etats membres. En particulier la deuxième directive bancaire 89/646/CEE du 15 décembre 1989 visant la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (*JOCE* L 386/1 du 30 décembre 1989).

Cette directive a été remplacée par une directive coordonnée 2000/12/CE du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (*JOCE* L 126 du 26 mai 2000) qui a elle-même été abrogée et remplacée par la directive 2006/48/CE du 14 juin 2006 du même nom, qui intègre l'approche des « trois piliers » du système prudentiel de Bâle II.

⁶⁶ Le neuvième rapport sur la mise en œuvre du Plan d'action pour les services financiers intitulé « Dernière ligne droite pour le PASF », daté du 24 novembre 2003, a conclu que le PASF, dont l'achèvement était prévu pour 2005, « a été l'un des moteurs du développement du marché européen des capitaux », Communication de la Commission, du 28 octobre 1998, sur le thème « Services financiers: élaborer un cadre d'action », p. 6.

⁶⁷ Le « *Financial Services Action Plan* » (communication de la Commission, COM(1999)232, 11 mai 1999) de la Commission européenne. Le plan d'action a été intégralement avalisé par les chefs d'Etat et de gouvernement réunis en Conseil européen à Lisbonne, en mars 2000. Sur le plan d'action, V. notamment, Bl. SOUSI, « La procédure Lamfalussy à l'épreuve de la directive concernant les marchés d'instruments financiers », *Euredia* 2004/2, p. 209 ; P. DELSAUX, « L'indispensable régulation des marchés financiers », *Reflets et perspectives*, De Boeck Université, Louvain-la Neuve, 2004/2, p. 43.

⁶⁸ Loi n° 96-597 du 2 juil. 1996, *JO* 4 juil. 1996, p. 10063.

⁶⁹ La doctrine a d'ailleurs souligné le fait que l'ordonnance de transposition de la directive *Collateral* n'a pas bouleversé le droit dérogatoire existant, mais a simplement modifié certaines de ses dispositions. V. en ce sens, D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 523.

9. **La recherche de sûretés efficaces.** Le développement spectaculaire qu'ont connu les activités financières durant les dernières années a eu pour conséquence logique un accroissement du recours aux garanties financières⁷⁰. Les marchés réglementés⁷¹ mais aussi la plupart des marchés organisés bénéficiant des services d'une chambre de compensation présentent l'avantage d'offrir une sécurité accrue par rapport aux marchés de gré à gré, du fait notamment de l'intervention d'une contrepartie centrale⁷². L'importance du rôle joué par les garanties sur actifs financiers est souvent soulignée en doctrine. A cet effet, M. Praicheux observe dans sa thèse :

⁷⁰ Ce rapport de corrélation est souligné d'ailleurs par le Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 2. Il est également intéressant de noter à cet égard, une des réponses à la question 3.8 du questionnaire d'évaluation de la directive *Collateral*, formulée par le City of London Law Society Financial Law Committee, qui souligne que l'augmentation du recours aux garanties financières devrait être surtout attribuée au développement de l'activités des marchés financiers internationaux, et pas nécessairement à l'adoption de la directive *Collateral* ! Toujours dans le rapport d'évaluation, notons la réponse de la banque ABN AMRO, qui observe une augmentation du nombre de contrats de garantie financière de 240 % en réponse à la question 3 : *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006.

⁷¹ L'article L. 421-3 du Code monétaire et financier (reprenant et modifiant une disposition introduite par l'article 42 de la loi du 2 juillet 1996) précise que « *pour être reconnu comme marché réglementé, un marché d'instruments financiers doit garantir un fonctionnement régulier des négociations. Doivent notamment être fixées par les règles de ce marché, établies par l'entreprise de marché définie à l'article L. 441-1, les conditions d'accès au marché et d'admission à la cotation, les dispositions d'organisation des transactions, les conditions de suspension des négociations d'un ou plusieurs instruments financiers, les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité des négociations* ». L'article L. 421-1 définit le marché réglementé comme étant « *un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables* ».

⁷² En effet, l'intervention sur les marchés organisés d'une contrepartie centrale a pour effet de concentrer les risques sur cette entité, ce qui accroît d'ailleurs l'intérêt que ces contreparties peuvent avoir pour des sûretés solides, mais aussi adaptables. Pour cela, les chambres de compensation doivent « *établir des critères d'accès financiers et opérationnels rigoureux et recalculer en permanence la position de leurs membres en prenant en compte les risques de variation de prix des actifs échangés. Sur cette base, elles effectuent des appels de garanties auprès de leurs membres afin de couvrir les pertes qui pourraient résulter de la défaillance de l'un d'entre eux et de la liquidation de leurs portefeuilles. Ces garanties prennent la forme de marges individuelles et de fonds de compensation mutualisés (pour les risques non couverts par les marges en situation de marché extrême mais plausible)*.

Eu égard à l'importance des risques qu'elles prennent en charge, les contreparties centrales font l'objet d'une surveillance et d'une évaluation périodique de la part des autorités compétentes » : Y. LUCAS, « L'impact de la crise financière sur les systèmes d'échange », *Bull. Banque Fr.*, 1^{er} trimestre 2009, p. 3. On notera par ailleurs que dans le cadre de ses travaux visant à mettre en place un système financier plus sûr à la suite de la crise financière récente, la Commission européenne a présenté un projet de règlement (Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux COM(2010) 484 final du 15 septembre 2010) destiné à améliorer la sécurité et la transparence du marché des produits dérivés, notamment sur les marchés dits de gré à gré. Ce projet vise à étendre la protection fournie par les chambres de compensation contre le risque de défaillance de la contrepartie à l'ensemble des produits dérivés y compris sur les marchés de gré à gré.

« Obtenir en bourse un instrument financier-sûreté présente un avantage sur les sûretés de droit commun qui tient dans la sécurité des opérations qu'offre le marché financier : au moyen de la garantie de bonne fin de la chambre de compensation, dont se double parfois la garantie de l'intermédiaire en qualité de commissionnaire du croire, sans négliger le fonds de garantie de la compensation, le créancier est assuré qu'à son tour, le garant ne sera pas défaillant : ce qui rend inutile la constitution d'une seconde sûreté protégeant conventionnellement le créancier contre le risque de défaillance du garant »⁷³. Si la couverture sur les marchés réglementés est très tôt apparue, la recherche de garanties efficaces a principalement visé à sécuriser les opérations de gré à gré, ainsi que les opérations post-marché telles que les opérations de règlement et de livraison de titres⁷⁴. Pour ces deux types d'opérations, l'interposition de chambre de compensation et la garantie du croire des intermédiaires sont inexistantes (pour les premières) ou sans effet (pour les dernières).

-II-

LES GARANTIES SUR ACTIFS FINANCIERS DANS LE CODE MONETAIRE ET FINANCIER

10. **La définition des garanties « sur actifs financiers ».** Nous nous référerons à ces mécanismes par une appellation unique de « garanties sur actifs financiers ». L'emploi du terme « garantie », tout d'abord, tient au fait que les mécanismes couverts ne relèvent pas nécessairement de sûretés *stricto sensu*. Si le nantissement est incontestablement une sûreté, la nature des remises en pleine propriété a longtemps fait l'objet de vives discussions en doctrine⁷⁵. Malgré l'évolution récente qui a consacré la propriété retenue ou cédée à titre de garantie en tant que sûreté mobilière⁷⁶, il reste que le pan de la réforme proposée pour le droit des sûretés par la commission Grimaldi,

⁷³ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 204, p. 165.

⁷⁴ V. à cet effet les considérants des directives 98/26/CE et 2002/47/CE et plus particulièrement la proposition de directive 2002/47/CE : *Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les contrats de garantie financière*, Bruxelles, le 27 mars 2001, COM(2001) 168 final, 2001/0086 (COD).

⁷⁵ V. en particulier, F. BARRIERE, *La réception du trust au travers de la fiducie*, thèse Paris II, Litec, 2004.

⁷⁶ V. l'article 2329 du Code civil dans sa rédaction postérieure à l'ordonnance n° 2009-112 du 30 janv. 2009.

relatif au transfert à titre de propriété, n'a pas été retenu. La loi du 19 février 2007 introduisant la fiducie, et ses diverses modifications⁷⁷, pourraient également plaider pour une reconnaissance de la nature de sûreté des mécanismes de transfert de propriété à titre de garantie. Et c'est là une consécration terminologique – puisque l'évolution conceptuelle est déjà consommée par le biais des textes que nous venons d'énumérer – en faveur de laquelle nous plaiderons dans ces lignes. De fait, la différence entre sûreté et garantie paraît aujourd'hui assez ténue dans notre matière⁷⁸. Le choix du terme « garantie » est d'autant plus justifié que l'ordonnance du 24 février 2005, qui transpose la directive *Collateral*, semble exclure, du moins dans l'apparence, la notion de propriété-garantie de la qualification de sûreté lorsqu'elle se réfère aux « *remises en pleine propriété [...] ou à la constitution de sûreté* ». Par ailleurs, pour ce qui est de la locution « actifs financiers », elle ne nous semble pas isolée. On la retrouve dans différents textes professionnels ou internationaux⁷⁹, mais plus rarement dans les textes français. La doctrine l'emploie souvent de manière générique⁸⁰.

11. **Une acception restreinte : les actifs financiers, des actifs scripturaux.** Il conviendrait d'entendre par la locution « actifs financiers », les actifs scripturaux. On retrouve la référence à la locution « actifs financiers » dans des textes divers. Ainsi, la Banque centrale européenne définit la dématérialisation comme étant « *la suppression des supports-papier ou titres représentatifs d'un droit de propriété sur des actifs financiers, de sorte que ces derniers n'existent plus que sous forme d'enregistrements comptables* ». Il est par ailleurs intéressant de noter, à titre de comparaison, que la loi luxembourgeoise de transposition de la directive *Collateral* utilise les termes « avoirs financiers » pour désigner les instruments financiers et les créances, qui constituent

⁷⁷ V. les modifications portées par la loi du 4 août 2008, par l'ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008, par l'ordonnance n° 2009-112 du 30 janvier 2009 et par la loi n° 2009-526 du 12 mai 2009.

⁷⁸ Sur l'incertitude de la notion de sûreté réelle, il a été observé à juste titre, à propos du mot « garantie » qu'on ne sait « *s'il faut le considérer comme synonyme de sûreté ou lui prêter une acception plus large* » : M. CABRILLAC, Ch. MOULY, S. CABRILLAC, Ph. PETEL, *Droit des sûretés*, préc., n° 565, p. 411.

⁷⁹ L'article 1^{er} de la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire, du 5 juillet 2006, définit les « titres » comme désignant « *toutes actions, obligations ou autres instruments financiers ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres* ». La référence à la locution « actifs financiers » est ici utilisée dans un sens générique et général, qui permet d'embrasser le plus grand nombre d'actifs, l'inconvénient étant cependant qu'une telle définition ne permet pas d'arrêter de manière claire les actifs qui peuvent être éligibles.

⁸⁰ Cf. DUCOULOUX-FAVARD, « Dématérialisation des actifs financiers », *RLDA* 2007, p. 17.

l'assiette des contrats de garantie financière⁸¹. L'inclusion des créances dans la qualification d'actifs financiers est utile au vu des évolutions récentes, notamment de la modification de la directive *Collateral*, même si, intellectuellement, elle pourrait être contestable dans une interprétation stricte du terme « financier » qui renvoie normalement à des actifs liquides⁸².

12. Une acception large pour les actifs financiers. Selon la convention-cadre FBF, le terme « Garantie » est défini comme « *l'ensemble des actifs financiers définis à l'article 3.1, reçus par le Bénéficiaire en fonction de l'évolution de la Valeur des Transactions de Référence dans le but de garantir les obligations du Constituant relatives à toutes les Transactions régies par la Convention* ». Or, la même convention-cadre ajoute que les « *actifs financiers susceptibles de constituer une Garantie sont les sommes d'argent, valeurs, titres et effets spécifiés à l'article 11.3* ». L'acception donnée par cette convention-cadre, à laquelle la pratique a recours sur les marchés de gré à gré, couvre ainsi un large spectre d'actifs. En doctrine, M. Martin voit dans les actifs financiers une catégorie aux confins de l'idée et du physique, et y inclut, entre autres actifs, les valeurs mobilières et les créances professionnelles. M. Synvet estime qu'« *avec les créances, la monnaie, les instruments financiers, on est dans le domaine des actifs financiers, qui occupent une place grandissante dans le patrimoine des Français* »⁸³. En somme, aucune terminologie définitive ne s'impose en cette matière. Les références à des « avoirs » comme les références à des « actifs », sont des références génériques. Elles visent à mettre dans une même catégorie des biens qui sont de nature différente mais qui ont en commun une dimension financière, une certaine liquidité, voire un caractère monétaire⁸⁴. Ainsi, dans la locution « actifs financiers » tout comme dans celle de « garanties réelles financières » les ajouts respectifs des

⁸¹ A l'opposé de la loi luxembourgeoise, la loi belge se contente d'une référence aux actifs énumérés sans les englober dans une définition quelconque. Il en résulte une référence aux « *instruments financiers et espèces* ».

⁸² Il est admis que la liquidité n'est généralement pas reconnue aux créances, sauf à ce qu'elles soient titrisées : Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 132, p. 198.

⁸³ H. SYNVET, « Le nantissement des meubles incorporels », in « Rapport "Grimaldi" : pour une réforme globale des sûretés », *Droit et patrimoine* n° 140, sept. 2005, p. 67. V. également sur la notion d'actifs financiers, G. PARLEANI, « L'actif financier, un concept simple et opérationnel », in *Les concepts émergents en droit des affaires*, E. LE DOLLEY (ss dir.), LGDJ, 2010.

⁸⁴ V. S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », *Rép. sociétés Dalloz*, oct. 2010, n° 107, p. 22 : selon M. Praicheux, « *par essence monétaire, la garantie financière porte sur des biens possédant un lien avec la monnaie, qui forme l'essence des transactions financières* ».

termes « financier » ou « financières », visent à mettre l'accent sur la caractéristique des biens qui composent ces catégories.

13. **Le schéma complexe des garanties sur actifs financiers.** Le développement des activités de marché et leur complexification ont entraîné, dans leur sillage, le développement par la pratique de garanties – souvent non reconnues en tant que *sûretés* – de plus en plus simples dans leur constitution et leur réalisation. Ce droit spécial, tenant compte largement des souhaits de la pratique, a réussi à sortir de son berceau jugé trop étroit – du fait de l'évolution de l'offre de produits financiers et de la nature du fonctionnement des marchés – pour gagner un champ d'application de plus en plus large. Les différentes formes de garanties dont nous traitons ne semblent connaître, de prime abord, ni identité de régime, ni identité de champ d'application. Pour chacune de ces garanties, son assiette, les personnes qui y sont impliquées, le cadre dans lequel elle est prise, et l'obligation qu'elle garantit, sont des facteurs pouvant faire basculer aussi bien la qualification d'une garantie que son rattachement à un corps de textes, et par là même son régime. Cette complexité juridique donne à la matière son intérêt particulier et rend l'exercice d'autant plus nécessaire. A partir de l'observation des phénomènes juridiques⁸⁵ que peuvent constituer les différents régimes des garanties sur actifs financiers, nous tenterons de dégager, malgré l'absence de structuration de la matière (§ 1), les garanties présentant un caractère dérogatoire (§ 2).

§ 1 Absence de structuration de la matière

14. La succession de réformes et leur superposition en dehors de tout système coordonné (B), a conduit à multiplier le nombre de garanties dans le Code monétaire et financier (A).

⁸⁵ J. CARBONNIER, *Sociologie juridique*, 2^e éd., PUF, 2004, p. 332.

A. Multiplication des institutions et des réformes

15. Le droit des sûretés réelles, dans sa composante se rapportant aux actifs financiers, forme un labyrinthe⁸⁶ construit par étapes successives, sans coordination, parfois dans une approche par marché, et parfois suivant la technique ou le risque sous-jacent. Ainsi, le Code monétaire et financier ne prévoit pas un seul mais une multitude de régimes pour les garanties sur actifs financiers. L'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005⁸⁷, qui a porté transposition de la directive *Collateral*, n'a pas cherché à déterminer la nature juridique de l'institution qu'elle a introduite sous la dénomination de « garantie des obligations financières », ni à mettre à plat le dispositif existant. Elle a ainsi manqué une occasion de doter le système français des garanties financières de catégories claires et lisibles⁸⁸. La réécriture des dispositions du Code monétaire et financier relatives aux garanties sur actifs financiers s'est faite sans aucun souci de structuration, et encore moins de systématisation. Il suffit d'ailleurs de comparer le droit français aux législations belges ou luxembourgeoises pour s'en rendre compte. Le droit belge, très fidèle à la présentation voulue par la directive, a procédé dans la loi du 15 décembre 2004 en distinguant clairement deux grandes catégories de sûretés financières : le gage et le transfert en pleine propriété⁸⁹. Le droit luxembourgeois, dans la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garanties financières, a abordé successivement, le gage, le transfert de propriété à titre de garantie, la mise en pension et la compensation⁹⁰ qu'elle a englobés sous la notion unique de contrat de

⁸⁶ A. COURET, « Le cadre juridique des techniques de couverture des risques des opérations de marché », *Banque & Droit* n° 38, nov.-déc. 1994, p. 11.

⁸⁷ Ord. n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, *JO* n° 47, du 25 février 2005, texte n° 40 ; *D.* 2005, lég., p. 630 ; *JCP* 2005, I 135, n° 19, obs. Ph. DELEBECQUE ; *RD bancaire et fin.* mars-avril 2005, p. 47, obs. G. ELIET et A. GAUVIN.

⁸⁸ V. pour une critique des maladresses de rédaction dans la directive *Collateral* : H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 82, en particulier n° 5, p. 83 et n° 12 p. 84.

⁸⁹ L'article 3, 3°, b) de la loi belge précise d'ailleurs, que « les conventions de transfert de propriété à titre de garantie, en ce compris les conventions de cession rétrocession ("repos") » : loi du 15 décembre 2004 relative aux sûretés financières et portant des dispositions fiscales diverses en matière de conventions constitutives de sûreté réelle et de prêts portant sur des instruments financiers *Moniteur belge* du 1^{er} février 2005, p. 2961. La loi luxembourgeoise du 5 août 2005, même si elle rejoint la loi belge dans cette classification, érige cependant les opérations de mises en pension en catégorie de garantie financière autonome à côté des gages et transferts de propriété à titre de garantie. C'est là une des oppositions essentielles pour ce qui est de la classification, entre les droits belge et luxembourgeois, d'un côté, et le droit français de l'autre.

⁹⁰ *Mémorial A*, n° 128 du 16 août 2005.

garantie financière. Il n'en a pas été de même en France. Le dispositif des garanties réelles dans le Code monétaire et financier n'est pas aisé à présenter. Le législateur français a adopté tantôt l'approche téléologique, en fixant le rôle à jouer par la garantie, sa finalité (il en est ainsi des différentes couvertures jouant le rôle soit d'appels de marge soit de dépôts de garantie), et la forme de la sûreté est alors établie de manière impérative par un texte⁹¹ ; tantôt il s'est attaché aux caractéristiques de l'opération garantie et à la qualité des parties, pour lui associer une catégorie spécifique de sûreté (tel est le cas des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier)⁹². La réforme intervenue en 2009 portant simplification et clarification du droit⁹³, malgré l'organisation qu'elle a apportée à certaines garanties du Code monétaire et financier, elle n'a pas cherché à clarifier les notions. Cette réforme préparée par la direction générale du Trésor public a visé, dans l'une de ses mesures, à réformer la présentation générale de la matière dans le Code monétaire et financier, en regroupant les dispositions relatives aux mécanismes de garantie. Ainsi que le soulignent les rédacteurs du projet, « *la création de cette sous-section permet de grouper dans une nouvelle sous-section "nantissement de compte-titre" l'ensemble des dispositions applicables aux garanties dans le Livre II alors qu'elles sont pour le moment éparpillées dans le Livre IV du Code monétaire et financier* »⁹⁴. Sur le fond comme dans la structure, le contrat reste cependant inchangé, les garanties multiples et non coordonnées.

B. L'approche tantôt globalisante, tantôt technique, tantôt sectorielle

16. **Les approches multiples.** La couverture en bourse a longtemps été une appellation générique, renseignant davantage sur la finalité de l'opération que sur sa nature juridique. Au niveau des techniques utilisées, la couverture ne recouvrait, en

⁹¹ V. l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier.

⁹² V. les articles L. 211-38 et L. 330-2 du Code monétaire et financier.

⁹³ Loi n° 2009-526 du 12 mai 2009 de simplification et de clarification du droit et d'allègement des procédures, portant, entre autre disposition, modification du Code monétaire et financier.

⁹⁴ Cette sous-section qui a été elle-même re-rédigée comme suit : Titre Ier, Les instruments financiers - Chapitre I^{er}, Dispositions générales - Section 2, Les titres financiers - Sous-section 4, Nantissement de comptes-titres.

⁹⁵ Projet de réforme du droit des titres (version du 20.12.2007), disponible sur le site www.minefe.gouv.fr.

principe, qu'une seule réalité, celle du dépôt de garantie ou *deposit*. Elle puisait son régime dans les textes professionnels et les pratiques de place. Mais l'évolution a permis d'inclure sous l'appellation de couverture des mécanismes aussi variés que le dépôt de garantie, le nantissement, voire pour certains, le séquestre⁹⁶. Plus récemment, la directive 2002/47/CE a été construite autour de la notion unique de « contrats de garantie financière » qui correspond à la traduction française du « *financial collateral arrangements* »⁹⁷ connu des systèmes anglo-américains. Sans bouleverser les conceptions nationales, l'ordonnance de transposition a introduit cette notion dans le droit interne, en modifiant considérablement sa teneur par rapport à la conception qu'en donnait la directive *Collateral*. Moins ambiguë que celle de couverture mais tout aussi étrangère à notre droit des sûretés, la notion de contrat de garantie financière renvoie clairement à une garantie, cette garantie pouvant être du type « transfert de propriété en garantie » ou « constitution de sûreté » ainsi que l'indique l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Les notions de couverture et de garantie financière, qui embrassent des réalités juridiques différentes, permettent, de par la souplesse de leurs régimes juridiques, un fonctionnement optimisé et mieux adapté des mécanismes de garantie sur les marchés financiers. Mais au-delà de cet apport fonctionnel, l'approche globalisante qu'elles introduisent porte en elle un apport conceptuel important qui réside dans la liberté ouverte aux parties de déterminer elles-mêmes les caractéristiques de la sûreté qu'elles choisissent au sein d'une même notion-cadre.

17. **Tentative de classification des garanties sur actifs financiers.** On pourrait, en premier lieu, classer les mécanismes de garantie en fonction de leur référence à une technique de garantie connue ailleurs que dans le domaine financier : il en est ainsi de la technique du nantissement dans le nantissement de comptes-titres (article L. 211-20 du Code monétaire et financier), de la cession fiduciaire à titre de garantie dans les cessions de créances professionnelles dites « Dailly » (article L. 313-23 et s. du Code monétaire et financier) les pensions livrées lorsqu'elles jouent le rôle de garanties

⁹⁶ V. S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc.

⁹⁷ Nous reviendrons plus en détails sur la terminologie et la traduction donnée aux *financial collateral arrangements* dans la suite des développements.

(article L. 211-27 et s. du même Code)⁹⁸, et les dépôts de garantie (article L. 440-7 du Code monétaire et financier). En deuxième lieu, se trouvent les mécanismes qui désignent des garanties sectorielles. Il en est ainsi de la garantie contenue à l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier, concernant les systèmes interbancaires et les systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers, et enfin de la garantie de l'article L. 141-4 du même Code, concernant les garanties constituées au profit des banques centrales nationales membres du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne. En troisième et dernier lieu, se trouve le mécanisme de garantie des obligations financières (article L. 211-38 et s. du Code monétaire et financier), qui s'appuie tantôt sur la technique du nantissement, tantôt sur celle du transfert de propriété à titre de garantie, sans qu'il soit pour autant possible d'exclure d'autres techniques qui pourraient être admises à la qualification de « sûreté » au sens de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier tant la formulation de celui-ci est large.

§ 2 Champ d'application restreint aux garanties sur actifs financiers présentant un caractère dérogatoire.

18. **Genèse des garanties dérogatoires.** Le caractère dérogatoire est l'illustration de la recherche obsessionnelle de sécurité sur les marchés financiers⁹⁹. Les enjeux des transactions financières atteignent des mesures qui rendent le moindre dysfonctionnement lourd de conséquences sur l'ensemble de l'économie. Or, le droit commun des sûretés de la majorité des Etats membres de l'Union européenne, normalement appelé à jouer le rôle d'un garde-fou, ne présentait, jusqu'aux années 1990¹⁰⁰, pas de cadre approprié à ces opérations dont la majorité sont issues de

⁹⁸ Même si elles n'ont pas été reconnues par le législateur comme constituant de véritables sûretés, nous pensons que les opérations de pension doivent être incluses dans le champ de notre étude du fait du rôle de garantie qu'elles sont fréquemment amenées à jouer.

⁹⁹ A lire la comparaison de la sécurité des transactions financière et de la tuyauterie que relate M. Sommer : « *Bank lawyers often compare payments or securities transfers to plumbing--both invisible because they work so well. Users only notice plumbing, or the law of financial accounts, when they break down* », J. H. SOMMER, « *A Law of Financial Accounts: Modern Payment and Securities Transfer* », préc.

¹⁰⁰ M. Gissinger remarque que l'histoire des régimes d'exception dans notre matière « *remonte à la loi du 31 décembre 1993 qui, pour la première fois, institua un régime de "résiliation-compensation" (netting) pour les opérations de marché à terme alors régies par la loi du 28 mars 1885* » : P.

pratiques venues d'outre-Atlantique. Suite au rapport Lamfalussy¹⁰¹, la Commission européenne consciente de ces enjeux avait engagé, dans le cadre de ce qui est communément désigné comme le plan d'action pour les services financiers¹⁰², les travaux qui ont notamment abouti à l'adoption de la directive sur la finalité des paiements¹⁰³ et la directive *Collateral*. Cette dernière directive s'inscrit dans un large éventail de mesures prises pour sécuriser et encourager les transactions transfrontalières dans le secteur des services financiers, afin de tirer le meilleur parti de la monnaie unique et d'optimiser le fonctionnement du marché financier européen¹⁰⁴. Ces textes ont en commun la volonté de lutter contre le risque systémique. Ils établissent également des règles permettant d'harmoniser et de coordonner les dispositions de droit international privé en relation avec les opérations de *collatéralisation*. La dualité des risques¹⁰⁵ contre lesquels les instruments communautaires se sont donné pour objectif de lutter transparait dans les documents préparatoires de la directive *Collateral*. On peut ainsi lire dans l'exposé des motifs de la proposition qui a donné lieu à la directive *Collateral*, la description suivante : « *Les opérateurs du marché communautaire qui*

GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », *RD bancaire et fin.* janv. 2007, dossier 4, n° 1.

¹⁰¹ Rapport Lamfalussy, *Les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du groupe des Dix*, BRI, sept. 1992. Le premier considérant de la directive 98/26/CE ouvre le texte de la directive sur l'énoncé suivant : « *Considérant que le rapport Lamfalussy de 1990 aux gouverneurs des banques centrales des pays du groupe des Dix a démontré l'importance du risque systémique inhérent aux systèmes de paiement fonctionnant sur la base de plusieurs modes juridiques de compensation des paiements, notamment la compensation multilatérale...* ». V. également Bl. SOUSI, « La procédure Lamfalussy à l'épreuve de la directive concernant les marchés d'instruments financiers », *Euredia*, 2004/2, p. 209 ; P. DELSAUX, « L'indispensable régulation des marchés financiers », *Reflets et perspectives*, De Boeck Université, Louvain-la Neuve, 2004/2, p. 43. Citons également le rapport du Groupe Giovannini intitulé « *Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union* », qui a également contribué à mettre l'accent sur certaines lacunes des législations en matière de compensation et de règlement-livraison de titres, disponible sur le site suivant :

http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/clearint1101_en.pdf

¹⁰² Communication de la Commission, du 28 octobre 1998, sur le thème « Services financiers : élaborer un cadre d'action ».

¹⁰³ Cette directive s'applique aux garanties dans les systèmes de règlement et de livraison, ainsi qu'aux garanties constituées dans le cadre des opérations effectuées par les banques centrales des États membres et la Banque centrale européenne dans l'exercice de leurs missions de banquiers centraux (y compris leur politique monétaire).

¹⁰⁴ Communiqué de presse de la Commission sur la proposition de directive, IP/01/464, du 30 mars 2001.

¹⁰⁵ V. également sur ce point, l'article de M.-E. TERRET, où l'auteur résume la problématique double dans les termes suivants : « *Bien que spécialement conçues pour prévenir le risque de contrepartie, les garanties classiques ne sont pas totalement efficaces. Des risques subsistent, dus principalement à leur inefficacité relative en cas d'ouverture d'une procédure collective consécutive à une faillite. Ces risques sont devenus d'autant plus importants que les marchés financiers se sont internationalisés et voient se multiplier les risques de conflits de loi concernant ces procédures collectives* » : M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *Bull. Banque Fr.*, mai 2005, n° 137, p. 39.

cherchent à réduire le risque de crédit à l'aide de garanties sont confrontés à quinze régimes différents en ce qui concerne les conditions de validité (les formalités que le preneur de la garantie doit accomplir pour que la garantie soit opposable aux tiers, en ce compris le liquidateur en cas de faillite). Ils se heurtent également à une incertitude en ce qui concerne la loi applicable aux transferts transfrontaliers de titres dématérialisés. Ils doivent par ailleurs prendre en considération les répercussions des différentes législations nationales sur la faillite. De là des coûts administratifs, qui font obstacle à l'intégration et au fonctionnement au meilleur coût du marché communautaire, et une insécurité juridique, qui fait peser un risque systémique injustifié sur les marchés financiers, une garantie transfrontalière risquant davantage d'être invalidée qu'une garantie purement "nationale" »¹⁰⁶.

19. **Des garanties spéciales sur actifs financiers.** Pour MM. Malaurie et Aynès, doit désormais être désigné par « gage spécial », « *le gage dont le régime échappe en tout ou en partie aux articles 2333 à 2350 du Code civil, souvent au regard des règles de constitution et de publicité* »¹⁰⁷. Par extension, nous dirons que toute garantie qui se trouve en dehors du cadre tracé par le Code civil est à considérer comme une garantie de droit spécial. Il en est ainsi des garanties réelles organisées par le Code monétaire et financier et qui portent sur des actifs financiers. Ces garanties spéciales sur actifs financiers ont en commun d'avoir été consacrées par des textes spéciaux, et de prendre pour assiette des actifs financiers, en cela compris des titres, des espèces, et comme récemment admis en droit européen, des créances. L'ensemble de ces régimes constitue une nébuleuse de garanties spéciales sur actifs financiers. Cependant, toutes les garanties spéciales portant sur des actifs financiers ne sont pas dotées de régimes dérogatoires. Seul un nombre restreint parmi ces mécanismes a été reconnu par le législateur comme nécessitant, de par les risques contre lesquels il contribue à lutter, de recevoir des attributs exorbitants. Ces mécanismes jouissent de régimes dérogatoires qui les distinguent tant de l'ensemble des autres garanties spéciales portant sur des actifs financiers que des sûretés de droit commun.

¹⁰⁶ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les contrats de garantie financière, Bruxelles, le 27.03.2001, COM(2001) 168 final, 2001/0086 (COD), p. 4. Sur la place grandissante de la notion de sécurité en droit Français, V. B. MATHIEU, « La sécurité juridique : un produit d'importation dorénavant "made in France" », D. 2000, Point de vue, p. VII.

¹⁰⁷ Ph. MALAURIE et L. AYNES, *Les sûretés, La publicité foncière*, 3^e éd., Defrénois, 2008, p. 234, n°517.

20. **Précision terminologique.** Toutes les garanties portant sur des actifs financiers ne présentent pas nécessairement un caractère dérogatoire. Ces garanties peuvent certes être désignées comme étant des garanties spéciales, la spécialité venant dans ce cas de leur rattachement à une catégorie spécifique d'actifs ou de personnes. Elles peuvent ainsi former une catégorie qu'on peut désigner par « droit spécial des garanties sur actifs financiers »¹⁰⁸, qui, en réalité, n'est qu'une succession de régimes de garanties disparates qui ont en commun de porter sur des actifs financiers. Faut-il pour autant privilégier une appellation qui se réfère aux marchés plutôt qu'aux actifs, en se référant à un droit des garanties sur les marchés financiers ? L'idée peut se défendre. Elle était en tout cas irréprochable jusqu'à ce que les garanties nées pour les marchés financiers, tel que le gage de compte d'instruments financiers, sortent du carcan des marchés – ce gage pouvant même concerner, selon la formule de M. Martin, « le français moyen, le bon père de famille « d'en bas », titulaire d'un portefeuille de trois parts de SICAV et de deux parts de FCP »¹⁰⁹ – pour connaître une fortune dans les relations commerciales comme dans les relations entre particuliers. A l'inverse, certaines techniques de garanties, accusées d'ailleurs d'être archaïques, tel le gage-espèces, sont prisées par les praticiens, y compris sur les marchés, alors même qu'elles sont des sûretés génériques et qu'elles ne sont pas spécifiques aux activités de marché. Mais, au sein du droit spécial des garanties sur actifs financiers, il existe une catégorie, qui se distingue par une spécialité à trois niveaux, et dans laquelle les garanties sont dotées d'un régime dérogatoire (A). Ce sont les garanties réelles dérogatoires du Code monétaire et financier que nous désignerons ci-après par les « garanties réelles financières »¹¹⁰ pour employer une formulation simplifiée (B).

¹⁰⁸ V. sur l'opposition entre droit spécial et droit commun, J.-P. CHAZAL, « Réflexions épistémologiques sur le droit commun et les droits spéciaux », in *Liber amicorum J. Calais-Auloy*, Dalloz, 2004, p. 279.

¹⁰⁹ D.-R. MARTIN, « Quel Gâchis », *RD bancaire et fin.* mai-juin 2005, p. 73. Dans le même sens, V. également, H. SYNVEY, « Le nantissement des meubles incorporels », préc., p. 66.

¹¹⁰ M. Robine décrit la catégorie des garanties visées par l'ordonnance du 24 février 2005 comme instituant « un droit spécial des contrats de garantie financière » (D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., n° 2, p. 521). Nous souscrivons à cette vision, tout en y incluant d'autres garanties telles les couvertures en bourse lesquelles, selon nous, relèvent de la même logique que les garanties issues de la directive *Collateral*, le caractère dérogatoire étant l'élément fédérateur de ces institutions.

A. Le caractère dérogatoire dans les garanties sur actifs financiers

21. **Qu'est-ce que le régime dérogatoire ?** Le droit dérogatoire se caractérise principalement par le caractère exorbitant de ses dispositions par rapport à une règle générale. L'action de déroger se définit comme le fait de « *ne pas observer (une loi, une règle), ne pas appliquer (une règle, une convention)* »¹¹¹. De par son opposition au droit commun, le droit dérogatoire est constitutif d'une bulle de droit spécial qui n'observe pas le strict cadre dessiné par les règles du droit commun. La technique du dérogatoire se manifeste dans les différentes branches du droit financier. Elle n'est pas spécifique aux sûretés sur actifs financiers¹¹². Ainsi, le droit dérogatoire ne se confond pas avec le droit spécial, même si un droit spécial peut être également dérogatoire. En effet, le spécial peut s'opposer au général par son domaine, sans présenter toutefois de traits exorbitants ou de contradiction avec la règle de droit commun. En matière de garanties sur actifs financiers, la caractéristique majeure du régime dérogatoire est qu'il vise à prévenir le risque de défaillance d'une contrepartie mais également, de manière indirecte, le risque systémique évoqué précédemment, dont l'importance a été mise en évidence par la récente crise financière¹¹³. Pour cela, les garanties que nous avons identifiées sont dotées d'une panoplie de mesures qui font leur spécificité. Ces garanties partagent ainsi comme tronc commun les objectifs qui ont motivé leur adoption, ainsi que le caractère dérogatoire de leurs régimes.

Le rapport d'évaluation de la directive *Collateral* distingue trois mesures dérogatoires : le droit de réutilisation, un droit exorbitant pour le mécanisme de compensation avec déchéance du terme, et une règle de conflit de lois spécifique à la matière. Il convient donc de distinguer, au nombre de ces mesures, les dispositions qui visent le droit interne, de celles qui s'attachent au droit international. Il est en outre utile de se reporter aux travaux qui ont accompagné l'adoption de la directive

¹¹¹ *Le Nouveau Petit Robert*, 2007, p. 694.

¹¹² Le recours à la technique des bulles dérogatoires n'est pas un fait exceptionnel en droit financier. Il en est ainsi pour le compte d'affectation spéciale, pour les produits dérivés, pour l'action en revendication dont dispose l'investisseur non propriétaire, V. *infra* n° 462 s.

¹¹³ Notons que cette crise n'est pas un fait exceptionnel sur les marchés, même si elle l'est sans doute par son ampleur. M. Philip Wood fait remarquer qu'au courant des 25 dernières années, 70 % des pays ont eu à connaître du risque systémique dû à l'insolvabilité d'établissements bancaires, ou de déconfiture importantes nécessitant l'injection d'argent public : Ph. WOOD, *Comparative Law of Security Interests and Title Finance*, préc., n° 1-003, p. 4.

Collateral, ainsi que le texte même de cette directive¹¹⁴. On peut souligner à cet effet que la directive *Collateral* a été le fruit de négociations et de consultations multiples auprès des principaux acteurs financiers. A travers les mesures qu'elle instaure, la directive consacre un travail de lobbying important de la part des institutions financières, principales bénéficiaires des sûretés financières, et traduit au mieux les traits d'une sûreté financière efficace, telle que souhaitée par l'industrie du titre et les banques d'investissement en particulier¹¹⁵. En résumé, la directive *Collateral* prévoit, en son article 8, un ensemble de règles qui visent à faire obstacle à l'application de dispositions jugées risquées pour le bon fonctionnement des marchés et de nature à causer la réalisation d'un risque systémique. On retrouve parmi les règles posées par cet article, la mise en échec des règles des nullités obligatoires et facultatives de la période suspecte, la mise en échec de la règle dite du « zéro heure » ainsi que des règles pouvant entraîner la nullité des constitutions de compléments de garantie ou de la remise d'actifs financiers se substituant à des éléments qui constituaient déjà la garantie. Pour assurer l'efficacité de certaines de ces règles, il faut également mentionner la généralisation des règles de compensation (compensation multilatérale et résiliation-compensation) en ce qu'elles assurent un mode de réalisation efficace des garanties sur actifs financiers. A ces mesures dérogatoires qu'on pourrait désigner comme étant de droit interne, il faudrait rajouter des mesures dérogatoires, issues également de règles d'origine européenne, et qui visent à assurer une prévisibilité au niveau de la loi désignée comme compétente pour régir la garantie. Ce choix peut avoir un effet déterminant sur l'efficacité de la sûreté¹¹⁶, eu égard aux disparités de traitement des garanties par les différents systèmes (y compris ceux des Etats membres), notamment antérieurement à l'entrée en vigueur de la directive *Collateral*. Outre la sécurité du preneur de garantie, c'est la sécurité juridique et la prévisibilité que la directive contribue à renforcer. Mais les mesures dérogatoires ne se limitent pas à celles introduites par la directive *Collateral*. Et il faut rappeler que l'existence d'un nombre de

¹¹⁴ En particulier : l'article 8 et les considérants 5 et 12, concernant les mesures dérogatoires aux droits des procédures collectives, ainsi que l'article 9 et les considérants 7, 8 et 11 concernant le caractère dérogatoire aux règles du droit international privé.

¹¹⁵ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc.

¹¹⁶ « *There are over 300 jurisdictions in the world and most of them differ in their approach to security interests. There are at least 50 different classes of asset which merit special treatment. The number of legal issues which a lawyer has to consider in putting together a security package is somewhere around 40, one of which (priorities) may involve over a couple of dozen different priority questions. If one multiplies the combinations, the result is a staggeringly huge number of issues* ».

garanties sur actifs financiers qui jouissent de régimes dérogatoires a précédé l'adoption de la directive Collateral.

B. Les techniques de garantie sur actifs financiers présentant un caractère dérogatoire

22. **Exclusion des garanties sur actifs financiers ne présentant pas un caractère dérogatoire.** Tout en étant des garanties spéciales, par opposition au régime général des sûretés réelles tel que prévu par le Code civil, certaines de ces garanties ne présentent pas nécessairement de traits dérogatoires au droit commun. Il s'agit pour beaucoup de ces régimes d'aménagements et de corps de règles adaptés à certaines techniques (le nantissement de compte-titres), à certains professionnels, ou aux deux (la cession de créances *Dailly*). Nous observons d'ailleurs que dans son projet de réforme du droit des sûretés, la commission Grimaldi, estimant que le gage de compte d'instruments financiers (aujourd'hui devenu nantissement de compte-titres¹¹⁷) autant que les cessions de créances *Dailly* faisaient partie des sûretés de droit commun, avait proposé de les rapatrier dans le Code civil. Une telle position, à laquelle nous souscrivons, n'a malheureusement pas été retenue – et l'objet du propos n'est pas ici de revenir sur les discussions qui ont accompagné cette réforme ni sur les raisons avancées pour ne pas retenir cette proposition, mais simplement de rappeler une tentative de structuration de la matière qui a échoué¹¹⁸ – et les deux institutions sont toujours dans le Code monétaire et financier.

23. **Le nantissement de compte-titres.** Le nantissement de compte-titres, malgré l'essor qu'il connaît en pratique, ne sera abordé qu'incidemment et uniquement dans la mesure où d'autres notions telle que celle de contrats de garantie financière

¹¹⁷ Depuis la réforme opérée par l'ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006, la dénomination « gage » n'était plus adaptée, le terme « gage » étant désormais, par application de l'article 2333 du même code, réservé aux sûretés sur meubles corporels. Afin de s'aligner sur cette nouvelle terminologie, l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 a modifié la dénomination de la sûreté créée par la loi de modernisation des activités financières pour la qualifier de nantissement.

¹¹⁸ A cet égard, M. Legeais observait que « l'échec de la réforme d'ensemble du droit du crédit ou tout du moins son déroulement laborieux invite ainsi à une réflexion de portée plus générale puisqu'elle conduit à remettre en cause les clivages traditionnels ou nouveaux sur lesquels repose notre système juridique » : D. LEGEAIS, « La réforme du droit des garanties ou l'art de mal légiférer », in *Mélanges Philippe Simler*, Dalloz/Litec, 2006, p. 367 et spéc. p. 374.

s'appuient sur lui. Si l'existence du nantissement sur les marchés réglementés n'est pas évidente, elle n'est pas pour autant exclue des opérations financières, notamment sur les marchés de gré à gré, puisqu'elle présente par rapport aux remises à titre de garantie l'avantage de ne pas priver le constituant de la jouissance de ses actifs¹¹⁹. L'amendement introduit par la loi sur les nouvelles régulations économiques a permis l'ouverture de la notion de collatéral à des formes de garantie, autres que la remise en pleine propriété¹²⁰. La réforme opérée par l'ordonnance du 24 février 2005 a maintenu, tout en le modernisant, le régime du gage de compte d'instruments financiers, aujourd'hui devenu le nantissement de compte-titres. Le recours au nantissement dans les opérations sur produits dérivés de gré à gré a été rendu possible du fait des réformes introduites par la loi sur la modernisation des activités financières et les différents aménagements qui ont suivi, notamment les lois de 2001, de 2003 et l'ordonnance du 24 février 2005. Les différents éléments de flexibilité qui ont été consacrés pour le régime de cette sûreté permettent en effet d'adapter la sûreté au montant de la créance garantie qui évolue en fonction de l'évolution du cours du sous-jacent¹²¹. La couverture peut ainsi être adaptée par le biais d'apports supplémentaires qui permettent de maintenir ou de moduler son niveau. Cependant, malgré un régime souple, cette garantie ne s'est pas réellement imposée sur les marchés financiers¹²². Le succès qu'elle a connu reste lié à sa généralisation, tant auprès des sociétés commerciales que des

¹¹⁹ Il faudrait, bien entendu, souligner l'avantage que les techniques de nantissement peuvent avoir du point de vue fiscal par rapport aux transferts en pleine propriété. En effet, la neutralité fiscale que le législateur a voulue pour favoriser les transferts fiduciaires n'est assurée que si certaines conditions sont remplies. M. Plais, citant les actions et les titres, souligne que « *la remise doit concerner une action qui, pendant la période de garantie, ne doit pas détacher de dividende ouvrant droit à avoir fiscal ou faire l'objet, par exemple, d'un amortissement, d'un échange ou d'une conversion* » : S. PLAIS, « Réflexion sur le gage de compte d'instruments financiers en couverture d'opérations de dérivés de gré à gré », *Banque & Droit* n° 87, janv.-févr. 2003, p. 3. – V. également les articles 38 bis-0 A bis et 39 duodecies du Code général des impôts.

¹²⁰ H. HOVASSE, « La loi n° 2001-420 relative aux nouvelles régulations économiques », *Droit des sociétés* août-septembre 2001, p. 9.

¹²¹ *Idem.*

¹²² V. à ce propos, P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc., spéc. p. 91 : M. Gissinger fait remarquer en commentant l'enquête ISDA, « *on remarque la prédominance absolument écrasante de systèmes de garanties financières reposant, soit sur un transfert de propriété à titre de garantie (22,3 % attribués à la Credit Support Annex publiée par l'ISDA en droit anglais), soit des garanties constituées en droit de l'Etat de New York (qui sont au moins aussi fortes en termes de garantie conférée au bénéficiaire à tel point que le droit de New York ne connaît pas réellement la distinction entre cette sûreté et le transfert de propriété à titre de garantie). Nous voyons donc vraiment des sûretés cash et titres essentiellement translatives de propriété* ». Les rapports de 2008 et de 2009 confirment cette tendance, et le rapport de 2009 voit le volume des garanties financières par transfert de propriété progresser davantage.

particuliers¹²³. En outre, cette institution qui, depuis sa consécration par la loi de modernisation des activités financières¹²⁴, n'a eu de cesse d'être saluée par les praticiens et la doctrine, pour la simplification qu'elle autorise au régime de mise en gage des titres, ne présente pas un caractère dérogatoire. L'intérêt du régime du nantissement de compte-titres est qu'il offre une sûreté qui bénéficie d'une flexibilité qui la rend très attractive, sans pour autant jouir d'un statut dérogatoire. C'est d'ailleurs l'absence d'effet dérogatoire qui a permis l'utilisation large de cette sûreté, ainsi que l'influence qu'elle a joué depuis sur l'évolution de sûretés de droit commun, en particulier dans le régime reconnu aux nouvelles sûretés par la réforme opérée par l'ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006¹²⁵. Comme le soulignent MM. Mouy et Vauplane à propos des mesures introduites par la loi de modernisation des activités financières, « *le texte nouveau n'a pas pour but de modifier le régime du gage lors de la survenance d'une procédure collective relative au constituant* ». Le risque de nullité de cette sûreté sur le fondement des articles L. 632-1 et L. 632-2 du Code de commerce subsiste donc toujours.

24. **Les pensions livrées.** La directive *Collateral* a placé les opérations de pension livrée parmi les contrats de garantie financière. Pour la directive, le rôle des garanties financières ne consiste pas seulement à offrir une protection au créancier, mais elles jouent aussi le rôle d'instruments de refinancement¹²⁶. Au sens de la directive, la place des pensions livrées parmi les contrats de garanties financières est centrale, au point que l'essor des opérations de pension est pris par la Commission

¹²³ Les auteurs ont, à plusieurs reprises, souligné le caractère général et ouvert de cette garantie, à l'occasion notamment de l'adoption de la réforme des sûretés. V. par exemple, M. Legeais, qui observait au lendemain de l'entrée en vigueur de la loi de modernisation des activités financières que « *les nantissements de comptes d'instruments financiers tout comme les nantissements de valeurs mobilières qu'ils remplacent sont des garanties souvent utilisées [...]. Les valeurs mobilières ont aujourd'hui dans les patrimoines une place considérable et elles ont donc vocation à être source de crédit. Cette sûreté vient ainsi régulièrement garantir les avances sur titres qu'une banque peut consentir au portefeuille de valeurs mobilières. Un crédit à court terme renouvelable est alors consenti à un particulier ou un commerçant. Ces garanties sont aussi utilisées dans les groupes de sociétés qui mobilisent ainsi leurs participations internes* » : D. LEGEAIS, « Gage de comptes d'instruments financiers », *RD bancaire et bourse* n° 64, 1997, p. 225. V. également, au sujet du recours au gage de compte d'instruments financiers dans les financements de type LBO, F. JULIEN et E. GROS, « Financements LBO, gage de compte d'instruments financiers et banque de couverture », *Banque & Droit* n° 118, mars-avril 2008, p. 3.

¹²⁴ Loi n° 96-597 du 2 juill. 1996, *JO* 4 juill. 1996, p. 10063.

¹²⁵ Ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux sûretés, *JO* n° 71 du 24 mars 2006 p. 4475, texte n° 29.

¹²⁶ S. PRAICHEUX, « La garantie financière, esquisse d'une sûreté européenne », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2010, p. 97, spéc. n° 14.

européenne comme exemple pour illustrer la pertinence de la directive¹²⁷. Le modèle de contrat « *Euromaster Agreement* » de la fédération bancaire européenne prévoit que « *sauf accord contraire des parties, toute livraison ou transfert de titres ou de tous autres instruments financiers ("Titres") ou de tous autres actifs (y compris, en ce qui concerne les Opérations sur instruments financiers à terme, tous autres actifs sous-jacents à ces opérations) par une partie à l'autre partie en application de la Convention constitue une cession en pleine propriété ou, selon les usages du marché sur lequel la livraison doit s'effectuer, constitue un droit assimilable à l'équivalent économique de cette cession en pleine propriété (tel qu'une part indivise dans un titre global, le statut de bénéficiaire d'un trust ou toute autre forme de "beneficial interest" »)*¹²⁸. Le droit français, dans sa transposition de la directive, a laissé les opérations de pension en dehors du champ de ce qu'il a appelé « garanties des obligations financières » à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Ce code appréhende les opérations de pension en tant qu'opérations sur titres. Leur dimension de sûreté n'apparaît pas dans les textes. Le caractère dérogatoire ne leur est reconnu que dans l'hypothèse où elles sont prises sous l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. De ce fait, elles ne seront abordées en tant que telles, mais simplement en ce qu'elles peuvent intervenir comme remises en pleine propriété au titre de l'article L. 211-38 et ce malgré le fait que certains auteurs n'hésitent pas à les classer parmi les garanties financières¹²⁹.

25. La cession de créances *Dailly*. Tout comme le nantissement de compte-titres, la cession de créance *Dailly* constitue une institution plébiscitée par les praticiens. Elle est cependant d'application moins large puisque cette institution a un champ réservé *ratione personae* aux professionnels, et *ratione materiae* aux créances professionnelles. C'est donc une institution qui présente tous les traits d'une institution

¹²⁷ V. le rapport d'évaluation de la directive *Collateral* qui précise : « *Le marché européen des mises en pension, qui est l'un des plus grands marchés financiers au monde, a connu une croissance rapide au cours des dernières années, affichant une valeur totale de 5,883 milliards d'euros en décembre 2005 contre 3,788 milliards d'euros en décembre 2003 et 1,863 milliard d'euros en juin 20015. En outre, selon les données de l'Eurosystème6, le volume des garanties utilisées dans ses opérations de crédit a progressé de 33 % environ entre 2002 et 2005 (passant de 650 milliards d'euros à 866 milliards d'euros) »* : Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil - Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE), COM(2006)833 final p. 4.

¹²⁸ Fédération bancaire européenne, *Euromaster Agreement*, section 3 (2) (a).

¹²⁹ A. BOUJEKA, « Marchés financiers », *Rép. communautaire Dalloz*, juin 2010, n° 139, p. 24.

de droit spécial. Cependant, au vu des critères de qualification du droit dérogatoire, nous pensons qu'elle reste une institution non dérogatoire, et à ce titre elle ne fera pas l'objet de notre étude.

26. Spécificité des garanties spéciales présentant un caractère dérogatoire. Le régime de droit spécial se retrouve dans toutes les garanties sur actifs financiers prévues par le Code monétaire et financier, du fait de leur rattachement à une catégorie spécifique d'actifs ou d'opérations. Le caractère dérogatoire aux règles des procédures collectives reste spécifique à certains textes du Code monétaire et financier. Les garanties qui nous intéressent ici sont celles qui, en plus d'être des garanties spéciales portant sur des actifs financiers, emportent un régime dérogatoire au droit commun, et, en particulier, au droit des procédures collectives. Ce champ recoupe les garanties pour lesquelles la directive *Collateral* a été adoptée. Il dépasse cependant le champ des textes transposant cette directive en droit français, du fait de la parcimonie avec laquelle a été transposée la directive *Collateral*. Ces garanties dérogatoires sont prévues par un ensemble de textes spéciaux qui constituent la nébuleuse des garanties réelles financières. Par définition, les garanties réelles emportent une atteinte au droit de gage général. Elles doivent dès lors trouver leur assise dans un texte législatif conformément à la règle générale énoncée à l'article 2323 du Code civil qui dispose que « *les causes légitimes de préférence sont les privilèges et les hypothèques* »¹³⁰. Et, du fait des conséquences du caractère dérogatoire qu'elles emportent, notamment la mise en échec de dispositions d'ordre public, la dérogation doit être expressément prévue.

27. Physionomie des garanties réelles dérogatoires dans le Code monétaire et financier. Il serait en effet erroné de penser que le caractère dérogatoire est propre à la catégorie des contrats de garantie financière introduite par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005. Malgré son caractère innovant, le dispositif introduit par cette ordonnance et qui se trouve aujourd'hui à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier n'est pas la seule institution de garantie sur actifs financiers jouissant d'un régime dérogatoire. Telle a été la volonté des rédacteurs de l'ordonnance de

¹³⁰ V. notamment, M. CABRILLAC, Ch. MOULY, S. CABRILLAC, Ph. PETEL, *Droit des sûretés*, préc., n° 569, p. 416. C ces auteurs soulignent, notamment, que « *les parties ne peuvent modifier une sûreté existante en lui enlevant un élément considéré comme fondamental (par exemple la dépossession dans le gage traditionnel ou étendre une sûreté en dehors du domaine que le législateur lui a tracé)* ».

transposition de la directive *Collateral*. De fait, les garanties dérogoires dans notre sujet sont multiples. Elles ne connaissent pas de structure particulière ni d'approche unifiée. Comme l'ensemble des garanties sur actifs financiers, elles sont parfois sectorielles (articles L. 141-4 et L. 330-2 du Code monétaire et financier), parfois générales et globalisantes (article L. 211-38 du Code monétaire et financier). Parfois encore elles décrivent un mécanisme, une technique de garantie qui s'appuie sur un transfert de propriété (l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier). A ces textes instituant des garanties dérogoires, le Code monétaire et financier ajoute également un certain nombre de textes sectoriels, emportant garantie par renvoi aux garanties dérogoires de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier¹³¹.

28. **Plan.** La simplification n'est pas un dogme mais la lisibilité est une nécessité même dans un domaine réputé « technicien ». M. Viandier a décrit la difficulté pour le juriste qui cherche à comprendre la réglementation boursière de manière générale, en considérant qu'il était handicapé « *par la fréquentation des normes juridiques et la révérence portée à la sécurité et à la liberté contractuelles* »¹³². Il en est de même pour les différents régimes de garanties réelles financières : la multiplication des normes rend leurs champs d'application flous et compromet leur efficacité. La compréhension du schéma actuel des garanties réelles financières et la délimitation de leurs champs d'application respectifs permettent de circonscrire le champ d'application global des garanties réelles financières, et de comprendre les contradictions et les faiblesses d'une telle architecture (I^{re} partie). Le caractère dérogoire étant l'élément commun qui fédère ces garanties, il transparait à travers l'étude de leurs régimes et contribue à leurs convergences. Si la nature des choses commande leur régime, dans notre matière, le raisonnement est inversé du fait de la construction pragmatique de la matière et de l'absence chronique d'apport conceptuel dans les régimes juridiques des différentes garanties¹³³. Ce qui est vrai pour les valeurs mobilières pour lesquelles M. Martin observe que « *leur régime, élaboré, ouvre utilement sur la discussion de leur*

¹³¹ Ces textes sont principalement dans la partie réglementaire comme nous le verrons dans les développements qui suivent.

¹³² A. VIANDIER, « Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française », *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 7.

¹³³ A propos du rôle de la conceptualisation dans la construction juridique, V. H. MOTULSKY, « Mission pratique de la philosophie du droit », *Archives de philosophie du droit*, Sirey, 1952, p. 175.

nature »¹³⁴, l'est d'autant plus pour les sûretés sur actifs financiers, pour lesquelles le régime s'est construit par étapes successives et par réception tantôt partielle, tantôt complète, tantôt directe, tantôt indirecte, de concepts étrangers et dont l'absence de structuration témoignerait du malaise que connaissent les juristes dans leur appréhension (II^e partie). Les garanties réelles financières devraient pouvoir trouver une structure fondée sur une approche unique qui transcende les clivages entre marchés, entre risques et entre textes sectoriels. Si le besoin de clarté ne se fait pas pressant au point d'appeler une réaction législative immédiate, le domaine financier s'accommode pourtant mal de l'ambiguïté et de l'incertitude juridique. L'approche de la directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière et le caractère partiel de sa transposition en droit français nous poussent à rechercher une approche unitaire¹³⁵ des garanties réelles financières. Or, pour tirer des conclusions du point de vue de l'existence d'un ensemble cohérent qui permettrait d'évoquer une catégorie dérogatoire, il faudrait vérifier si pour chacune des garanties que nous visons, il existe une identité d'objectifs, qui serait servie par une identité des moyens mis en place pour les atteindre. Il ne s'agira pas simplement de transposer l'idée d'un droit construit autour de la notion de « *collateral* » à l'instar de la directive 2002/47/CE, mais de démontrer que des éléments intrinsèques à la matière plaideraient en faveur du rapprochement des différents régimes de garanties spéciales. Les initiatives récentes en faveur du rapprochement entre les marchés réglementés et les marchés de gré à gré visent à mettre en place un dispositif qui permet l'intervention systématique d'une chambre de compensation dans les transactions de gré à gré. Une telle mesure affaiblit l'argument qui permettait de maintenir des fondements différents pour les sûretés prises sur chacun de ces marchés. Le rapprochement du mode de fonctionnement des marchés devrait permettre de rapprocher les sûretés. Il convient alors d'en tirer les conclusions pour proposer une

¹³⁴ D. R. MARTIN, « De la nature corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux) », *D.* 1996, chron., p. 47.

¹³⁵ V. sur une approche unitaire : J.-F. RIFFARD, *Le security interest ou l'approche fonctionnelle et unitaire des sûretés mobilières*, thèse, PU Clermont, 1999, préf. J. STOUFFLET. V. également P. CROCQ, « L'évolution des garanties du paiement : de la diversité à l'unité », in *Mélanges Christian Mouly*, Litec, 1999, p. 317.

construction rationnelle d'une garantie réelle financière unique autour de certaines lignes directrices¹³⁶ (III^e partie).

¹³⁶ On se réfèrera à cet égard à la méthode décrite par Pierre-Yves Gautier, qui souligne l'importance dans le travail de systématisation des normes, de « *rechercher les dénominateurs communs entre des mécanismes ou institutions variés* » : « De l'utilité de la philosophie du droit pour les professionnels », in *Etudes à la mémoire du Professeur Bruno Oppetit*, Litec, 2010, p. 281, spéc. p. 283.

I^{RE} PARTIE

LES DIFFERENTES GARANTIES REELLES FINANCIERES

29. **La distribution des garanties suivant les marchés.** Les garanties réelles financières ont vocation à s'appliquer dans des situations très diverses. Le Professeur Storck observe qu'au nombre des garanties qui jouissent d'un régime dérogatoire et qui ne sont pas affectées par l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, « *les opérateurs du marché ont recours à des garanties avec ou sans transfert de propriété (nantissement ou mise en pension de titres, remises fiduciaires, gage de compte d'instruments financiers) pour gérer et réduire le risque de crédit auquel ils sont exposés par des opérations aussi diverses que les contrats dérivés ou les emprunts bancaires les plus courants. Les garanties sont aussi utilisées sur les marchés monétaires, où les opérateurs se répartissent la liquidité globale fournie par les banques centrales en effectuant entre eux des transactions où les excédents de liquidité des uns comblent les déficits des autres* »¹³⁷. A travers cette présentation sommaire que fait M. Storck des garanties sur actifs financiers, on mesure la complexité de leur champ d'application.

30. **Une diversité de champs d'application pour une multitude de régimes.** Chaque garantie réelle financière a son champ d'application propre. L'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 a permis d'assouplir les critères de définition du champ d'application de certaines d'entre elles. Préalablement à l'entrée en vigueur de cette ordonnance, le droit français connaissait déjà des garanties au régime dérogatoire¹³⁸. L'ordonnance du 24 février 2005 a surtout permis de consacrer des critères de définition qui n'étaient pas habituels en droit des sûretés, et qui opèrent par le biais d'un recours à une nouvelle notion, celle de garantie des obligations financières. Cette garantie a une place particulière dans le Code monétaire et financier, elle jouit d'une certaine généralité¹³⁹. Or, l'ordonnance de transposition de la directive *Collateral* a laissé subsister à côté des garanties des obligations financières un nombre de garanties dont les rapports et les frontières avec les garanties des obligations financières nécessitent d'être clarifiés. Si le champ d'application des garanties de l'article

¹³⁷ M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *RTD com.* 2005, p. 375.

¹³⁸ Loi n° 96-597 du 2 juil. 1996, *JO* 4 juil. 1996, p. 10063.

¹³⁹ L'un des principaux traits de cette généralité réside dans le fait que certains textes du Code monétaire et financier renvoient à la garantie de l'article L. 211-38.

L. 211-38 du Code monétaire et financier présente certains traits de généralité, il n'a pas cependant été doté d'un monopole des garanties réelles dérogatoires. De fait, à côté de la garantie des obligations financières, le Code monétaire et financier laisse subsister un ensemble de garanties spéciales et dérogatoires, et il est vain de chercher dans l'approche du code une logique ou une quelconque symétrie, une rationalité ou une quelconque approche commune dans le dispositif législatif relatif aux garanties sur actifs financiers. De fait, on retrouve certains textes qui décrivent une technique de transfert de propriété à titre de garantie, d'autres qui consacrent à un secteur particulier le bénéfice d'un régime de garantie réelle dérogatoire sur actifs financiers. Or, cette multiplicité des champs d'application rend nécessaire le tracé d'une ligne de démarcation entre les différentes garanties et la garantie de l'article L. 211-38, notamment dans certaines situations auxquelles plusieurs textes pourraient prétendre à s'appliquer.

31. **L'approche de la matière.** Le schéma des garanties sur actifs financiers dans le Code monétaire et financier n'a pas fait l'objet d'une structuration d'ensemble. Il n'est dès lors pas étonnant de constater que l'approche suivie par le législateur pour l'organisation de ces garanties ne présente aucune coordination. Comme dans d'autres matières du droit financier, les garanties réelles financières sont le fruit de multiples réformes qui se sont superposées souvent sans effort de systématisation. De fait, les garanties réelles financière dérogatoires peuvent être abordées de différentes manières. On peut les étudier suivant le marché sur lequel elles sont prises¹⁴⁰. Une telle approche offre l'avantage de mettre en évidence la distinction entre les garanties données sur les marchés réglementés et celles données sur les marchés de gré à gré. Une troisième catégorie concernerait alors les garanties réelles financières données en dehors des marchés dans le cadre des opérations de *prime brokerage*, de *global custody*, de titrisation, de prêts bancaires, ou dans les opérations interbancaires. Une telle approche, pour fidèle qu'elle soit au clivage des marchés, n'est pas toujours exacte du fait que les garanties qui étaient initialement destinées au marché de gré à gré à l'ancien article L. 431-7 al. 5 du Code monétaire et financier, sont aujourd'hui contenues dans un article L. 211-38 du même code, mais dont le champ d'application dépasse dans

¹⁴⁰ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc., spéc. n° 3.

beaucoup de cas le cadre des marchés de gré à gré. Il est également possible, afin d'éviter un tel reproche, de procéder à une étude technique par technique, ou institution par institution. Une telle approche, malgré la faiblesse de sa structure, présente l'avantage d'être exhaustive et de ne pas courir le risque d'une classification qui est d'avance vouée à l'échec du fait de l'absence de rationalité dans la matière. Il n'existe pas d'approche irréprochable qui puisse refléter de manière satisfaisante la morphologie de la matière. Les articles L. 211-36 et s. qui sont des adaptations de textes qui étaient à l'origine destinés aux marchés de gré à gré, se voient assigner aujourd'hui une portée plus générale. Il nous semble cependant qu'une approche institution par institution, à défaut d'être structurée, permet néanmoins de ne pas négliger certains aspects, et de ne pas forcer les institutions à rentrer dans des catégories qui sont soit trop petites, soit pas assez grandes.

32. **Difficultés à effectuer une approche institution par institution.** A côté des garanties de l'article L. 211-38 voulues transversales et présentant une certaine généralité, le Code monétaire et financier contient plusieurs textes relatifs aux transferts de propriété à titre de propriété bénéficiant de régimes dérogatoires. Ces textes peuvent être regroupés en deux catégories : il s'agit, tout d'abord, de textes décrivant une technique de garantie, celle du transfert de propriété à titre de garantie ; à côté de cette catégorie, le Code monétaire et financier connaît des garanties sectorielles, spécifiques à une catégorie particulière d'opérations financières et d'opérateurs.

33. **Plan.** Le droit français des sûretés a connu en 2005 une innovation majeure à travers la consécration de ce qui est communément connu sous l'appellation « contrats de garanties financières ». Cette institution trouve aujourd'hui son assise à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Elle a une place centrale dans le Code monétaire et financier. Elle a pour finalité principale de sécuriser les marchés de gré à gré mais présente néanmoins des caractères de généralité (Titre I). Mais ce texte a manqué de regrouper les régimes dérogatoires du Code monétaire et financier. Le droit français, en consacrant cette nouvelle institution, a en effet laissé subsister des textes spéciaux qui imposent tantôt des régimes de garantie obligatoires, tantôt des régimes de garantie sectoriels (Titre II).

TITRE I

LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES

34. **Une garantie protéiforme définie en référence à plusieurs critères.** L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier dispose qu'à titre de garantie des obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers présentes ou futures, les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalités, d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits. On note d'emblée que le champ d'application des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier est un élément essentiel de la définition de la garantie des obligations financières. Il ressort de la lecture de cet article que la définition des garanties qu'il vise s'appuie sur trois piliers. Tout d'abord, le caractère financier des obligations. Il s'agit en effet du premier des critères, et sans doute l'élément essentiel. Il est d'ailleurs mentionné dans le titre même du paragraphe du Code monétaire et financier contenant l'article L. 211-38 « Garantie des obligations financières ». Ce critère en emporte un deuxième, qui est celui de la qualité des parties puisque la définition des obligations financières renvoie à l'article L. 211-36. Vient ensuite le critère des techniques de garantie qui peuvent constituer la garantie de l'article L. 211-38, et les actifs qui y sont éligibles. Ainsi la définition des garanties de l'article L. 211-38 se fait exclusivement par référence à des critères d'application. De par la nouveauté du régime de la garantie des obligations financières et l'approche inhabituelle qu'elle suit, l'étude du collatéral dans sa formule consacrée par l'ordonnance du 24 février 2005 (chapitre II) nécessitera, au préalable, une clarification de la notion qu'elle comporte pour mieux cerner ses multiples dimensions (chapitre I).

CHAPITRE I

DEFINITION DE LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIERES

35. **L'appui sur des garanties sous-jacentes.** L'article L. 211-38 vise un ensemble de garanties qui sont diverses tant dans leurs natures que dans leurs régimes juridiques. Cet ensemble ressort du texte même de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier puisque ce texte se réfère, au titre de la garantie des obligations financières, aux remises en pleine propriété ou à la constitution de sûretés. Ainsi, la garantie de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier présente comme principale particularité de se greffer sur des remises en pleine propriété ou sur des sûretés. Mais cette garantie, qui n'est en réalité qu'un régime spécial qui prend corps dans une garantie sous-jacente, même si elle ne fait que se greffer sur un autre mécanisme de garantie, présente néanmoins un ensemble de caractéristiques propres qui permettent de la définir et de déterminer son champ d'application. De fait, l'étude du champ d'application de l'article L. 211-38 devrait prendre en considération tant les caractéristiques propres à la définition du régime de garantie institué par l'article L. 211-38 et son étendue (section 1), que les particularités nées de la combinaison avec les champs d'application spécifiques à chacune des garanties sous-jacentes (section 2).

SECTION 1 : LA NOTION DE CONTRATS DITS DE « GARANTIE FINANCIÈRE »

36. La notion de contrat de garantie financière est expressément définie dans la directive *Collateral*. La portée de cette définition pourraient être critiquées, il reste cependant que l'interprète peut trouver un appui dans le texte qui lui permet de cerner relativement bien la notion (§ 1). A l'inverse de la directive *Collateral*, le droit français n'a pas consacré cette notion de manière expresse. Et l'on peut s'interroger même sur la pertinence de l'emploi de la locution « contrats de garantie financière » par le Code monétaire et financier (§ 2).

§ 1 La difficile appréhension de la notion de « contrat de garantie financière » de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

La difficulté à appréhender la notion de contrat de garantie financière se traduit par un imprécision sur sa teneur (A) et sur l'étendue de son champ d'application (B).

A. Imprécision de la notion de « contrat de garantie financière »

37. **Les garanties financières dans les textes européens.** La directive *Collateral* ne fournit pas de définition des garanties financières. Elle comprend cependant, dans son considérant (3), une énumération de ce qui constitue une garantie financière, en précisant qu'« *il y a lieu d'instituer un régime communautaire applicable aux garanties remises, sous la forme d'espèces ou d'instruments financiers (ci-après dénommés "garanties financières")* ». L'article 1^{er}, par. 4 a), reprenant cette énumération, rajoute que « *la garantie financière doit être constituée par des espèces ou des instruments financiers* ». La directive 98/26/CE¹⁴¹ avait pris le soin de préciser qu'elle ne vise pas à modifier la réglementation nationale des types de garanties¹⁴². Elle fournissait une définition autonome de ce qu'elle entend par l'expression « garantie ». Cette définition, qui se voulait très large, couvrait notamment les accords de prise en pension, les privilèges légaux et les transferts fiduciaires. La directive *Collateral* a cependant donné une définition différente des garanties financières, en réduisant les types de garanties financières aux contrats de garantie financière avec transferts de propriété et aux contrats de garantie financière avec constitution de sûreté.

1. Les contrats de garantie financière dans la directive *Collateral*

38. **La notion de *financial collateral arrangement*.** La notion de *financial collateral arrangement* de la directive *Collateral*, pivot de la directive, a été trahie par

¹⁴¹ Directive 98/26/CE du Parlement Européen et du Conseil, du 19 mai 1998, concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres *JOCE*, L 166, du 11 juin 1998, p. 45.

¹⁴² Considérant (9) de la directive 98/26/CE.

la traduction française. La version originale (en langue anglaise) se référerait aux *financial collateral arrangements*¹⁴³ qui ont été traduits en français par la locution « contrats de garantie financière ». Le défi que pose toute traduction technique est de permettre de rendre compte fidèlement du sens et de la portée de la notion traduite. Nous craignons, à ce titre, que la portée double du concept de *financial collateral arrangements* n'ait été dévoyée dans la traduction.

39. Premier grief : la garantie financière présentée comme un ensemble d'actifs et non comme une technique de sûreté. A la difficulté d'appréhension de notions nouvelles, s'ajoute celle due à la difficulté de trouver des termes appropriés pour traduire des concepts méconnus de notre droit et qui permettent de cerner le sens et la portée exactes de tels concepts. Il en est ainsi des textes européens qui se fondent sur la traduction, tant terminologique que conceptuelle¹⁴⁴, de la notion de *collateral* de droit anglo-américain¹⁴⁵. Ainsi, tout d'abord le texte de la directive 98/26/CE définit les « garanties » comme étant « tout élément d'actif réalisable fourni dans le cadre d'un nantissement (y compris de l'argent fourni dans le cadre d'un nantissement), d'un accord de pension ou d'un accord analogue, ou d'une autre manière »¹⁴⁶. Par ailleurs, le rapport d'évaluation de la directive 2002/47/CE énonce dans son introduction¹⁴⁷, qu'« on appelle "garantie financière" les actifs fournis par un emprunteur à un prêteur afin de minimiser le risque de pertes financières encouru par le prêteur dans l'hypothèse où l'emprunteur se révélerait incapable d'honorer les engagements financiers qu'il a contractés à son égard »¹⁴⁸. Or, si les concepts de droit anglo-saxons

¹⁴³ H. KANDA, « Financial Collateral Transactions – What are they? », *ECB Insolvency Symposium*, 30 septembre 2003. - Th. KEIJSER, « Financial Collateral Arrangements », *Law of Business and Finance*, vol. 9, 2006, p. 3.

¹⁴⁴ V. dans ce sens, M. Martin qui souligne le désordre du vocabulaire et des directives dans une matière voisine (la localisation des valeurs mobilières) en abondant que « la différence des cultures, des conceptions et des analyses qui s'y affrontent y ajoute même des incompatibilités théoriques à peu près irréductibles » : D.-R. MARTIN, « La théorie de la scripturalisation », *D.* 2005, p. 1702, n° 23.

¹⁴⁵ V. pour une critique de l'imprécision à laquelle conduit l'usage de la terminologie anglaise en matière financière, J.-P. MATTOUT, « La sécurité et la responsabilité sur les marchés de produits dérivés de gré à gré », préc. Pour un regard critique sur l'usage de la terminologie anglaise dans le droit V. également, Th. BONNEAU, « Pour être dans le vent en 2010 », préc.

¹⁴⁶ Article 2, m) de la directive 98/26/CE du 19 mai 1998.

¹⁴⁷ *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 3.

¹⁴⁸ Qui correspond à la traduction littérale de « Financial collateral are assets provided by a borrower to a lender to minimize the risk of financial loss to the lender in the event of the borrower defaulting on its financial obligations to the lender ».

permettent de dire que le *collateral* est un ensemble d'actifs¹⁴⁹, il est en revanche regrettable – même si dans la pratique cette confusion entre l'objet et la technique peut être fréquemment rencontrée – du point de vue de nos concepts juridiques, qu'un texte vienne énoncer qu'on appelle garantie financière des actifs. La terminologie que la directive *Collateral* utilise est à notre sens contestable. La notion de contrat de garantie financière renvoie à l'objet et non à la technique de garantie. Il faut donc entendre par « garanties financières » les instruments financiers, espèces et créances constituant l'assiette des « contrats de garantie financière ». Il aurait dès lors été malvenu de viser le droit spécial des « garanties sur garanties financières », même si en somme, c'est bien à cela qu'on se réfère. Le glissement dans la terminologie n'est d'ailleurs pas isolé en matière de garanties financières. Ce phénomène est observé souvent dans les opérations complexes impliquant des techniques de garantie spécifiques. Ainsi a-t-on observé que « *le langage utilisé dans les opérations de politique monétaire traduit ce rapprochement entre garanties et opérations sous-jacentes puisque, les opérations de crédit des banques centrales sont dénommées en fonction du type de garantie utilisée. Ainsi, les opérations de crédit effectuées par la Banque de France dans le cadre de l'Eurosystème sont qualifiées de pension (lorsque la garantie consiste en une remise de titres) ou de "Dailly" (lorsque la garantie consiste en une remise de créances) et celles de la Banque fédérale d'Allemagne de "Lombard" (équivalent allemand du Dailly) »*¹⁵⁰.

¹⁴⁹ Le *collateral* est donc l'avoir sur lequel un droit est créé, le vecteur de création de ce droit est le « *Collateral Arrangement* ». Ainsi les deux catégories principales de l'institution de « *collateral arrangement* » au sens de la directive 2002/47/CE sont (1) le « *pledge* », et le (2) « *title transfer* ». Plusieurs auteurs ont donné du *collateral* une définition qui confirme cette position. Ainsi peut-on lire « *Collateral is the property, such as securities or cash, provided by a borrower to a lender to minimize the lender's risk of financial loss in the event of the borrower's failure to repay in full its financial obligation to the lender* » : K. ALEXANDER, « *A Uniform Choice of Law Rule for the Taking of Collateral Interests in Securities: Using Private Law Approaches to Reduce Credit and Legal Risk in Financial systems* », ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 211, p. 6 ; ce qu'exprime le glossaire de la Banque des règlements internationaux, qui donne deux définitions du *collateral*: « *an asset that is delivered by the collateral provider to secure an obligation to the collateral taker. Collateral arrangements may take different legal forms; collateral may be obtained using the method of title transfer or pledge* » ; ou « *an asset or third-party commitment that is accepted by the collateral taker to secure an obligation of the collateral provider vis-à-vis the collateral taker* », Bank for International Settlements, Committee on Payment and Settlement Systems, *A glossary of terms used in payments and settlement systems*, mars 2003, p. 14.

¹⁵⁰ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 40.

40. **Second grief : une garantie réelle dont la dénomination n'est ni fonction de la technique ni fonction des actifs qui la composent.** La terminologie employée par le texte européen pour identifier le contrat de garantie financière est pour le moins critiquable du point de vue du droit des sûretés réelles. Les institutions du droit français des sûretés réelles sont construites autour de l'objet de la sûreté, au sens d'assiette de cette sûreté. La matière s'articule autour de la nature des biens composant l'assiette. La nature de ces biens commande les spécificités de la sûreté, son identification et, consécutivement, le régime juridique qui lui est applicable¹⁵¹. Les subdivisions d'une famille de sûretés sont déterminées en fonction des caractéristiques des biens composant son assiette. Cet élément domine le droit des sûretés réelles, il en commande le génome¹⁵². De fait, le second grief résulte indirectement du premier, comme conséquence de la terminologie employée par la directive. Certes, le texte européen n'a pas pour vocation de respecter les spécificités des droits nationaux. Toutefois, la définition de la garantie financière s'attache à une description vague. A première vue, il s'agit de la description plutôt d'une technique (la garantie financière) mais cette technique ne décrit pas un mécanisme tel que c'est le cas pour un nantissement ou un transfert de propriété à titre de garantie, une pension ou une remise en pleine propriété. La garantie n'est pas définie non plus par référence à l'actif sur lequel elle porte (cet actif étant le « *financial collateral* », qui devrait d'ailleurs être traduit non comme « actif financier », mais, et pour rendre compte au mieux de la notion anglaise, comme « actif financier consenti en garantie », ce qui souligne que le terme *collateral* traduit à la fois l'idée d'un actif, ensemble avec une idée de l'emploi de cet actif, la fonction de garantie qu'il remplit). Ce glissement a fait perdre à la référence aux actifs dans la notion de *financial collateral* son rôle de pivot de la matière, puisque dans la version française on s'attache aux contrats portant sur les « garanties financières », un critère fonctionnel, plutôt qu'aux contrats (*arrangements*) portant sur les « actifs financiers

¹⁵¹ Bonnecase, évoquant les rapports juridiques qui naissent du complexe de règles qu'est l'institution, souligne que ces rapports juridiques « *dérivent tous d'un fait unique fondamental ; ce fait, origine et base de l'institution, la domine nécessairement, en commande la structure et le développement* » : G. BAUDRY-LACANTINERIE, *Supplément au traité théorique et pratique de droit civil*, t. I, par J. BONNECASE, Sirey, 1924, p. 591.

¹⁵² M. Crocq a d'ailleurs souligné la prééminence de l'objet de la sûreté (au sens de l'assiette) sur sa nature en précisant que « *l'amélioration de la classification des sûretés est particulièrement sensible à deux points de vue : d'une part, la distinction principale effectuée au sein des sûretés se fera désormais en fonction de leur objet et non en fonction de leur nature et, d'autre part, la confusion existant actuellement entre les notions de gage et de nantissement disparaîtra* » : P. CROCQ, « La future réforme du droit français des sûretés réelles », *RLDC* oct. 2005, p. 29 (souligné par nos soins).

consentis en garantie » (*financial collateral*). En outre, la directive *Collateral* manque de définir les « garanties financières ». Au lieu de cela, elle propose directement une définition du contenu, où il est indiqué à l'article 1-4, a) que « *la garantie financière doit être constituée par des espèces ou des instruments financiers* »¹⁵³.

2. *L'appréhension par le droit français de la notion européenne de « contrats de garantie financière »*

41. Les griefs que nous avons formulés à l'égard de la notion de garantie financière dans la directive *Collateral* tournent principalement autour de la terminologie employée. Or, au-delà de la question terminologique, se pose le problème de la traduction des concepts et la substance qui leur est assignée dans les textes français, où le constat n'est guère plus satisfaisant.

42. **Premier grief : le collatéral considéré comme une méthode de garantie et non comme l'objet (au sens d'assiette) de la garantie.** On peut aisément percevoir le malaise des auteurs dans l'appréhension de cette terminologie. Ainsi, M. Vauplane considère à propos des expressions « garantie financière » et « *collateral* », qu'« *il s'agit de toute méthode de couverture de risques de marchés (tels que le risque de taux, de change ou de crédit). Plus précisément, pour les juristes, l'expression "garanties financières" désigne les techniques juridiques qui ont pour but de réduire le risque de contrepartie* »¹⁵⁴. M. Vauplane y voit ainsi une appellation qui s'attache non pas à l'objet de la garantie, mais à la méthode de garantie. Cette position, pour logique qu'elle soit, va à l'encontre des textes européens, ainsi que des Règles de compensation de LCH.Clearnet SA, ce qui rajoute à la confusion sur la teneur des termes employés. D'autres, prenant pour point de départ la même idée selon laquelle la garantie financière est une « méthode de couverture », lui assignent un domaine bien plus large. Il en est ainsi de M. Terret qui estime que « *le vocable "garantie financière"*

¹⁵³ L'incompatibilité des concepts avec le droit français aurait nécessité un meilleur effort de clarification tant des concepts que des termes employés. Les difficultés à déchiffrer les concepts sont accentuées du fait de la terminologie ambiguë. Sur la clarté linguistique, V. la remarque de M. Malaurie sur la différence d'approche, l'auteur estime que « *les juristes français se sont toujours trouvés plus clairs que les autres juristes étrangers et la plupart des philosophes ; on leur a reproché cet "élitisme"* » : Ph. MALAURIE, « La pensée juridique du droit civil au XX^e siècle », *JCP G* 2001, I 283, n° 17.

¹⁵⁴ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., p. 82, souligné par nos soins.

("collatéral" selon le néologisme inspiré par l'anglais) est souvent utilisé de manière générique pour désigner des méthodes de couverture contre tous types de risques, y compris les risques de marchés, tels que le risque de taux et le risque de change. On y trouve pêle-mêle, différentes techniques de "hedging", des produits dérivés, des règles prudentielles de couverture, voire des montages juridiques complexes, connus sous le nom de financements de mezzanine et de produits synthétiques. Néanmoins, pour les juristes, il convient de réserver l'expression "garanties financières" aux seules techniques juridiques qui ont pour but de réduire le risque de contrepartie »¹⁵⁵.

43. **Second grief : une consécration partielle de la notion de contrats de garantie financière.** Le caractère partiel résulte du fait d'avoir partiellement admis la notion de garantie financière en lui reconnaissant un domaine et un régime difficiles à cerner et qui se distingue radicalement de celui tracé par la directive *Collateral* dont il est supposé émaner. Nous pensons qu'il s'agit là probablement d'une confusion entre la « garantie financière » et le « contrat de garantie financière ». En procédant à une transposition partielle, le législateur a fait perdre sa cohérence à la matière. Dans la réception des institutions étrangères, le plus délicat est de rester fidèle ou du moins de préserver la cohérence de l'institution d'origine lorsqu'elle est traduite en termes juridiques nationaux. Or, c'est là que nous pensons que la transposition de la directive *Collateral* a pêché pour peut-être avoir cherché à rester en ligne avec les concepts juridiques français en évitant l'introduction d'un concept étranger. Et pourtant le concept est bien introduit, même s'il ne dit pas (encore) son nom. Mais c'est peut-être là ignorer l'avancée conceptuelle que porte cette directive. Nous pensons que la directive *Collateral* aurait pu être l'occasion d'introduire clairement une sûreté unique qui couvre des mécanismes de garantie différents¹⁵⁶.

B. Imprécision des contours de la notion de « contrat de garantie financière »

44. Malgré le fait qu'une partie de la doctrine n'hésite pas à désigner les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier comme des « contrats de

¹⁵⁵ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc.

¹⁵⁶ Ce qui rappelle la réception partielle de la fiducie qui lui a fait perdre son attrait, même si par la suite le champ a été rectifié.

garantie financière », cette position nous paraît contestable. En effet, il n'est pas évident de déceler dans les textes si le législateur a cherché à consacrer une notion de contrat de garantie financière qui comprend l'ensemble des garanties couvertes par l'ordonnance du 24 février 2005 (1), ou si les contrats de garantie financière devraient être strictement assimilés aux garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier (2).

1. La notion de contrat de garantie financière recouvre-t-elle l'ensemble des garanties contenues dans l'ordonnance du 24 février 2005 ?

45. **La notion de contrat de garantie financière dans l'ordonnance du 24 février 2005.** La loi de simplification du droit, portant par ailleurs habilitation à réformer les garanties financières (en réalité à transposer tout simplement la directive *Collateral*), contenait en son article 35 l'autorisation au gouvernement « à prendre par ordonnance les mesures nécessaires pour simplifier les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière et pour transposer la directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil, du 6 juin 2002, concernant les contrats de garantie financière »¹⁵⁷. La formule utilisée laisse penser que les contrats de garantie financière existaient en droit français antérieurement à la transposition de la directive *Collateral*. Faut-il y voir une prise de position en faveur de la qualification de ce qui constitue la catégorie de contrats de garantie financière, ou un choix de facilité dans le langage ? Le droit spécial institué par l'ordonnance du 24 février 2005 n'est pas véritablement nouveau puisque la loi de modernisation des activités financières avait déjà consacré l'essentiel du droit spécial des innovations liées aux garanties sur actifs financiers. En outre, la doctrine s'accorde à considérer que l'ordonnance du 24 février 2005 ne fait qu'englober ce droit spécial préexistant et élargir son domaine¹⁵⁸. Cependant, l'appellation « contrat de garantie financière » peut difficilement être utilisée pour désigner les régimes antérieurs à l'ordonnance, car le droit français antérieur à l'ordonnance n'employait pas cette locution. Lorsqu'il faisait référence aux « garanties financières », c'était pour désigner des institutions complètement étrangères

¹⁵⁷ Loi n° 2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit, *JO* n° 287 du 10 décembre 2004, p. 20857, texte n° 1.

¹⁵⁸ V. à cet effet, *Lamy Droit des Sûretés*, Instruments financiers, 251-10.

à notre sujet. De fait, le « contrat de garantie financière » n'a jamais reçu de définition en droit français, même après l'adoption de l'ordonnance. Le terme est uniquement employé dans le titre de l'ordonnance du 24 février 2005 ainsi que dans les textes qui s'y réfèrent, telle que la loi d'habilitation ou la loi de ratification. Mais cette locution ne figure dans aucun autre texte, notamment du Code monétaire et financier. Il est même difficile de l'employer pour les régimes introduits par l'ordonnance, tant les dissensions avec la notion de la directive sont, à notre sens, considérables. Nous pensons dès lors qu'un souci de précision terminologique devrait empêcher d'utiliser cette notion, tant pour ce qui est antérieur que pour les institutions postérieures à la réforme portée par l'ordonnance du 24 février 2005.

46. Le champ de l'ordonnance sur les contrats de garantie financière dépasse celui de l'article L. 211-38. Le domaine de l'ordonnance dépasse celui de l'article L. 211-38 auquel une partie de la doctrine assigne aujourd'hui l'assise de la notion de contrat de garantie financière en droit français. On peut dès lors se demander si l'appellation de contrats de garantie financière devrait porter sur tous les mécanismes de garantie visés par l'ordonnance ou si, à l'inverse, elle devrait être réservée aux seules garanties de l'article L. 211-38. La locution « contrats de garantie financière » est visée dans le titre de l'ordonnance. Or l'ordonnance porte, en sus de la garantie des obligations financières de l'article L. 211-38, sur le gage de compte d'instruments financiers¹⁵⁹ ainsi que sur les garanties des articles L. 141-4 et L. 330-2, dont il n'a jamais été question en doctrine de les inclure sous l'appellation de contrats de garantie financière. Du reste, le fait que la seule utilisation que les textes français ont faite de la locution « contrats de garantie financière » soit dans le titre de l'ordonnance et qu'aucun texte ne s'y réfère, ni dans l'ordonnance elle-même ni dans le code monétaire et financier, renforce le malaise qu'éprouve l'interprète qui recherche à appréhender les contours de cette notion.

¹⁵⁹ Devenu le nantissement de compte-titres.

2. *La notion de contrat de garantie financière recouvre-t-elle exclusivement les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier ?*

47. Dans l'idée de la directive *Collateral*, il est difficile de concevoir la notion de contrat de garantie financière s'il n'y a pas d'institutions sous-jacentes. La directive définit en effet ce contrat comme étant soit un transfert de propriété à titre de garantie, soit une constitution de sûreté. Le droit français n'a pas construit de modèle qui s'appuie sur des sûretés sous-jacentes. La garantie des obligations financières de l'article L. 211-38 correspond davantage à un régime additionnel, et non à une notion duale. Peut-on dès lors réserver l'appellation de « contrats de garantie financière » aux garanties de l'article L. 211-38 ? La réponse n'est pas aisée non plus, puisque le législateur a placé l'article L. 211-38 sous le titre générique de « garantie des obligations financières » et n'a pas employé la locution « contrat de garantie financière ». Au final, nous pensons qu'à ce jour, il n'existe pas réellement de notion de contrat de garantie financière en droit français. L'ordonnance est trop large pour être assimilée à une telle notion, et l'article L. 211-38 est trop étroit pour accueillir à lui seul la transposition de cette notion centrale de la directive *Collateral*. La notion portée par la directive *Collateral* n'a de fait pas été transposée malgré la transposition des régimes qu'elle portait. Du point de vue terminologique, la prudence commanderait de se référer à la « garantie des obligations financières » pour désigner les garanties de l'article L. 211-38, comme l'indique le titre du paragraphe du Code monétaire et financier sous lequel est cité l'article L. 211-38.

§ 2 Tentative de définition de la « garantie financière »

48. L'examen des éléments de définition des contrats de garantie des obligations financières (A) mène à la recherche de la nature du contrat de garantie des obligations financières (B).

A. Eléments de définition

49. L'étude de la terminologie employée pour désigner les garanties des obligations financières (1) ouvre la voie à l'appréhension de quelques éléments de définition de cette nouvelle institution (2).

1. Aspects terminologiques de la garantie des obligations financières

50. **La locution « garantie financière » en droit français.** Du point de vue de la terminologie employée, la locution « garantie financière » n'est pas nouvelle en droit français¹⁶⁰ qui lui attribue plusieurs significations. En effet, aux « garanties financières » le droit français attribue plusieurs significations. Ce vocable est notamment utilisé pour les garanties professionnelles¹⁶¹. Il en est ainsi par exemple pour les avocats¹⁶² ou en matière d'assurance¹⁶³. On retrouve également l'expression « garanties financières » en droit de l'environnement, où elle désigne les garanties prévues au titre de la législation sur les installations classées¹⁶⁴. Malgré le choix d'une terminologie qui risque d'emporter la confusion, reprenant la directive *Collateral*, l'ordonnance du 24 février 2005 a voulu introduire une notion nouvelle dans le droit français, du moins dans l'acception que lui attribue désormais le Code monétaire et financier (aujourd'hui devenu article L. 211-38 du Code monétaire et financier) : celle

¹⁶⁰ L'expression « contrats de garantie financière » était communément utilisée en droit français pour désigner la garantie des agents immobiliers ou celle des professionnels. V. à ce titre, I. RIASSETTO, « Réflexions sur la nature juridique des garanties professionnelles », *PA* 1996, n° 151, p. 4 ; S. CABRILLAC, *Les garanties financières professionnelles*, thèse Montpellier, Litec, 2000, préf. P. PETEL. V. également pour une désignation large et générique, J. SOINNE, « La publicité des garanties financières de l'entreprise : gage d'efficacité ? », *PA* 2005, n° 104, p. 19 ; L. AYNES, « L'évolution des garanties financières », préc.

¹⁶¹ V. pour une approche globale des garanties financières professionnelles, I. RIASSETTO, « Réflexions sur la nature juridique des garanties professionnelles », préc. ; N. LEBLOND, « Les garanties financières professionnelles ne seraient-elles plus des garanties ? », *PA* 2009, n° 59, p. 9.

¹⁶² V. le décret n° 91-1197 du 27 novembre 1991 organisant la profession d'avocat tel que modifié dernièrement par le décret du 18 octobre 2011. V. également la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 qui permet d'opter entre l'obligation d'assurance et une obligation de garantie financière.

¹⁶³ L'article L. 530-1 du Code des assurances.

¹⁶⁴ V. la loi n° 76-663 du 19 juillet 1976 relative aux installations classées modifiée par l'article 1^{er} de la loi n° 93-4 du 4 janvier 1993 relative aux carrières : F. BAVOILLOT, « Les garanties financières prévues au titre de la législation sur les installations classées pour la protection de l'environnement », *PA* 1994, n° 78 ; Ch. HUGLO, « L'obligation de constituer des garanties financières et le droit des carrières », *PA* 1994, n° 120.

de garantie des obligations financières. Ces garanties sont définies tant par rapport à la qualité des intervenants que par référence à l'obligation principale qu'ils viennent garantir. Elles sont directement inspirées de celles qui font l'objet de la directive 2002/47/CE, que cette directive définit de manière assez laconique comme celles portant sur des créances, des instruments financiers ou des espèces¹⁶⁵.

51. **Une traduction d'un concept : du « *collateral* » à la « garantie financière ».** Il n'existe pas dans le Code monétaire et financier une notion qui porte la désignation de « contrat de garantie financière », ou même de « garantie financière ». Ce qu'il est d'usage, en doctrine, de désigner par l'appellation « contrat de garantie financière » par référence à une terminologie issue de la directive 2002/47/CE du Parlement et du conseil du 6 juin 2002¹⁶⁶ sont les garanties visées par l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier¹⁶⁷. Or, l'institution visée par la directive n'a pas été consacrée en tant que telle en droit français, l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 s'étant contentée de la consécration d'un régime juridique spécifique aux garanties des obligations financières¹⁶⁸ qui se trouve aujourd'hui aux articles L. 211-38 et L. 211-39 du Code monétaire et financier. Dans la directive, issue elle-même d'une rédaction initialement anglaise¹⁶⁹, le terme anglais *collateral* a été traduit en « garantie financière ». Mais si le terme anglais trouve sa place et sa définition dans la version anglaise, du fait des concepts dont il émane, sa traduction française est, en revanche,

¹⁶⁵ Article 1^{er}, 1 de la directive 2002/47/CE telle que modifiée par la directive 2009/44/CE.

¹⁶⁶ On remarquera l'article de Mme Roussille et M. Daigre qui parle lui de « contrats de garantie financière » dans l'ordonnance 2005-171 de transposition de la directive *Collateral*. Malheureusement, il est difficile pour nous d'affirmer clairement l'existence de cette notion dans l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, à moins de reconnaître une transposition partielle de la notion communautaire. Mais même la reconnaissance d'une transposition partielle ne suffirait pas pour fonder l'existence de cette notion en droit positif, car nous pensons que le texte de l'article L. 211-38, loin d'avoir consacré une notion de contrat de garantie financière, se contente d'un service minimum, consacrant un régime aux contours vagues.

¹⁶⁷ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc. ; S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », *RD bancaire et fin.* mai-juin 2005, p. 56 ; S. DESENNE-DJOU DI, « L'efficacité de la compensation en matière financière », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 113 ; F. DRUMMOND et Th. BONNEAU, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010, n° 1256-1257, p. 1081 à 1086.

¹⁶⁸ Le Code monétaire et financier depuis le 12 mai 2009 place ce régime sous l'arborescence suivante : *Titre I^{er} : Les instruments financiers, Chapitre Ier : Définition et règles générales, Section 4 : Règles communes applicables aux opérations sur instruments financiers, Paragraphe 2 : Garantie des obligations financières*. Ainsi, seul le titre du paragraphe évoque la « garantie des obligations financières », sans approche générale qui permettrait d'y voir une notion de garantie équivalente à la notion de contrat de garantie financière de la directive *Collateral*.

¹⁶⁹ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc.

tout à fait étrangère à notre droit et nécessite clarification¹⁷⁰. Il est dès lors important de tenter de définir ces contrats tant dans le texte européen d'origine – la directive *Collateral* – que dans le texte transposé en droit français à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Par ailleurs, l'étude des éléments d'identification de ces contrats permettra de mieux cerner leur champ d'application. Le terme « collatéral », néologisme introduit dans le lexique juridique français par le biais du jargon financier, principalement en langue anglaise, est aujourd'hui défini comme désignant toutes « les garanties, quelle qu'en soit la forme (nantissement, gage-espèces, appels de marges...), attachées à une opération financière. On parle ainsi de collatéral titres ou de collatéral espèces »¹⁷¹. Cette définition n'est sans doute pas sans rappeler celle donnée du collatéral par les Règles de compensation de la chambre de compensation LCH.Clearnet SA. Il faut néanmoins se garder d'une assimilation systématique. Il convient de faire la distinction entre la notion de « collatéral » traduite du « *collateral* » en anglais, telle qu'utilisée par les Règles de compensation de LCH.Clearnet SA, qu'on a mentionnée *supra*, et celle du *collatéral* communément employée sur les marchés de gré à gré et qui correspond à la notion de couverture. En effet, le *collateral* qui découle de la directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 correspond à la notion anglaise de *collateral*, qui a été traduite dans la version française de la directive par les termes « garantie financière ». Cette directive a apporté une approche nouvelle. Fidèle aux concepts anglo-américains, elle se fonde sur la notion de *collateral*, pour introduire dans notre droit celle de « garantie financière ». Dans le texte et dans l'esprit de la directive, le *collateral* doit recevoir le sens le plus large. Il devrait notamment couvrir, tant les garanties financières sur les marchés de gré à gré, que la couverture en bourse.

2. Des éléments pour une définition

¹⁷⁰ La clarté des concepts et définitions utilisées en matière de garanties financières de manière générale laisse à désirer. On est loin de la langue « claire et élégante » qui pour Malaurie caractérisait le droit civil au XX^e siècle : Ph. MALAURIE, « La pensée juridique du droit civil au XX^e siècle », préc., n° 17.

¹⁷¹ B. SOUSI-ROUBI, *Lexique de la banque et des marchés financiers*, 6^e éd., Dalloz, 2009, v° Collatéral. Par ailleurs, on peut lire chez M. Legeais une présentation du collatéral, où l'auteur, évoquant « une terminologie anglo-saxonne de nature à semer le doute » affirme que « le terme "collatéral" désigne par exemple une garantie qui peut être soit un gage soit une remise de propriété à des fins de garantie » : D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », préc., spéc. p. 375.

52. **Une définition par énumération.** L'ordonnance n'a pas fourni d'éléments pour permettre de définir la notion de contrat de garantie financière. Elle s'est contentée de déterminer les formes de garanties qui sont couvertes. En l'absence de travaux parlementaires, il faut d'être prudent dans l'interprétation de l'intention des rédacteurs. La lecture des définitions fournies à l'article 2-1 de la directive ne permet pas non plus d'y voir plus clair puisque cet article définit le contrat de garantie financière comme étant « *un contrat de garantie financière avec transfert de propriété ou un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté, qu'ils soient couverts ou non par un accord-cadre (master agreement) ou par des conditions et modalités générales renseigne sur les catégories de contrats à y inclure mais laisse malheureusement* ». Il y a toutefois dans les termes de l'article L. 211-38 certains éléments spécifiques à la garantie qu'il porte, et qui pourraient servir pour délimiter une ébauche, même timide, de définition.

53. **Définition en référence à l'obligation.** L'introduction du régime des garanties financières a confirmé une tendance déjà observée pour les garanties sur les marchés financiers, qui consiste à avoir leur champ d'application et leur qualification définis par référence à l'obligation principale qu'ils viennent garantir¹⁷². Mais, souvent, la référence à l'obligation principale elle-même ne va pas sans une association à une référence à la qualité d'un ou des intervenants au rapport initial. Ces deux facteurs se combinent pour déterminer la qualification de la sûreté et son champ d'application. Toutefois, alors que pour les garanties sur actifs financiers soumises à un régime obligatoire, la référence à la qualité des parties est implicite, voire facultative, le législateur a consacré pour les « garanties financières » ayant une vocation générale, le respect de la qualité des parties. L'étude du champ d'application sous le prisme des obligations garanties, toute intéressante qu'elle soit, ne procède toutefois pas d'une approche classique du droit des sûretés, et encore moins de leur définition. La particularité du sujet rend néanmoins cet angle d'approche nécessaire notamment eu égard au fait que le régime mis en place par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 est, comme l'ont souligné Mme Roussille et M. Daigre, « *dicté par la nature*

¹⁷² Pour la directive, les obligations financières sont celles qui « *sont garanties par un contrat de garantie financière et qui donnent droit à un règlement en espèces et/ou à la livraison d'instruments financiers* ».

"financière" des obligations garanties et le statut bancaire ou financier du bénéficiaire »¹⁷³.

54. **Une institution autonome ?** Doit-on voir dans l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier une sûreté nouvelle qui s'ajoute aux sûretés connues dans notre droit, ou est-ce un aménagement du régime juridique de techniques existantes, qui aurait vocation à intervenir toutes les fois où ces techniques viendraient à s'appliquer dans les conditions qu'il prévoit ? Contrairement à certains auteurs qui ont voulu voir dans cet article une sûreté nouvelle, nous pensons qu'il s'agit bien d'un aménagement du régime juridique des techniques connues de remises en pleine propriété à titre de garantie et de nantissement¹⁷⁴. L'article L. 211-38 offre certains aménagements aux modalités des garanties connues. Nous aurons l'occasion de revenir plus en détail sur l'analyse de cette notion ultérieurement. Soulignons simplement que le texte de l'article L. 211-38 est un texte général qui trouverait à s'appliquer toutes les fois que les conditions relatives à la qualité des parties et à l'obligation principale sont réunies, pour offrir, sur certains points dont il traite, un régime favorable aux garanties qui y sont soumises.

B. Nature du contrat qui porte « garantie des obligations financières »

55. Il convient de se poser la question de savoir si le contrat qui porte garantie des obligations financières est une sûreté (1), avant de constater que l'on est en présence non d'une sûreté en soi, mais d'un régime dérogatoire qui a pour vocation de se greffer sur une sûreté (2).

¹⁷³ Les auteurs soulignent d'ailleurs le caractère peu commun d'une telle approche : J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc., spéc. p. 25.

¹⁷⁴ V. dans ce sens également, D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., spéc. p. 531.

1. *Le contrat de garantie des obligations financières est-il une sûreté ?*

56. **Le contrat de garantie financière une notion inexistante en droit français des sûretés.** Il est aujourd'hui difficile de soutenir que la notion de contrat de garantie financière a fait son entrée en droit français, sans assortir une telle affirmation d'un certain nombre de réserves. Retenons simplement qu'il est commun en doctrine de désigner par « contrat de garantie financière », le mécanisme issu de la directive *Collateral* et contenu à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. De fait, cette notion joue un rôle de garantie qui est incontestable. De par la référence expresse qu'elle contient à une « garantie », et, de par le régime de la sûreté (sous-jacente) qu'elle épouse, il ne nous semble pas relever d'une forme d'hérésie que de penser que la notion de « contrat de garantie financière » devrait trouver sa place naturelle dans le droit des sûretés. Le droit des sûretés pourrait ainsi se saisir de cette notion pour lui apporter une certaine structuration, une approche civiliste¹⁷⁵, et en dessiner les contours, ou du moins les clarifier, à commencer par sa dénomination. Une appréhension par le droit des sûretés devrait permettre de débusquer, dans une matière créée par et pour les praticiens¹⁷⁶, les points d'ancrage dans le droit commun. Il serait dès lors possible de tenter de construire un cadre clair, lisible et prévisible (les efforts de construction logique, propres au système de droit continental) dans lequel la notion de contrat de garantie financière pourrait trouver sa place. Cela permettrait, du moins,

¹⁷⁵ La formule utilisée par un auteur au sujet des rapports entre le droit privé et le droit des affaires traduit cette préoccupation et le rôle primordial d'une influence réciproque entre le droit commun et les champs spéciaux : « nous pensons que l'enrichissement réciproque du droit privé et du droit des affaires est très positif. Eclairons notre pensée en une phrase. Cela ne signifie pas que le droit du divorce, problème type de pur droit civil de la famille, doit se régler selon le Code de commerce !... Mais le droit commun, mis en relief par la doctrine, peut éclairer les relations de l'ensemble du droit en en respectant, bien entendu, certains impératifs d'ordre public » : M.-A. RIBEYRE, « Et si l'économique tenait le juridique en l'état », éditorial, *Droit et patrimoine* n° 127, juin 2004, p. 3. Or l'approche des rapports entre le droit spécial et le droit commun reste délicate : « Savoir dans quelle mesure (le droit civil) reste un droit commun et réciproquement dans quelle mesure son application dans le cadre du droit spécial présente des particularités et enrichit ou déforme la réflexion civiliste, ces questions comptent parmi les plus délicates, les plus riches et les plus permanents » : F. POLLAUD-DULIAN, « De quelques avatars de l'action en responsabilité civile dans le droit des affaires », *RTD com.* 1997, p. 349.

¹⁷⁶ Il est vrai que selon la formule de Portalis, « les codes ne sont point faits par le législateur, se font eux-mêmes avec le temps », cependant la différence entre notre matière et les « codes » auxquels fait référence Portalis, réside dans le travail ordonnateur, structurant, qui relève du rôle du législateur dans les codes, et principalement le Code civil, auquel le propos de Portalis devait se rapporter en premier lieu.

d'en fournir une lecture conceptuelle¹⁷⁷ (le droit vient après la technique¹⁷⁸) nécessaire à la bonne articulation des régimes juridiques¹⁷⁹. Les manuels de droit des sûretés sont, à ce jour, réticents à consacrer des développements ou des entrées dans les index alphabétiques, relatifs au « collatéral », aux « garanties des obligations financières » – terminologie pourtant employée par le Code monétaire et financier pour désigner le paragraphe du même code sous lequel s'insère l'article L. 211-38 –, ou aux « contrats de garantie financière »¹⁸⁰. Au demeurant, cela confirme là encore l'opportunité d'un parallèle avec les couvertures en bourse, qui sont elles aussi largement absentes des études et manuels de droit des sûretés¹⁸¹. Tout est fait comme si la matière, du point de vue du droit des sûretés n'était qu'un ersatz, une application marginale de principes établis, sans nature propre. Elle devrait dès lors être réduite au rôle d'une application par la pratique financière de principes généraux du droit des biens et du droit des obligations. A l'image de la consécration, incidente, d'une notion amputée, désignée par les termes de « garantie des obligations financières », la matière n'a pas gagné sa place au sein du droit des sûretés.

57. Le contrat de garantie financière : une espèce malaisée à cerner. Comme la notion de couverture avant lui, le contrat de garantie financière est une espèce qui est sans doute malaisée à appréhender du point de vue juridique. Sa consécration partielle en droit français sous forme d'une « garantie des obligations financières » n'est pas moins malaisée. Ces deux notions globalisantes représenteraient cependant, du point de vue technique, des curiosités juridiques qui méritent l'attention. Mais encore, en volume, elles représentent des montants suffisamment colossaux pour mériter un cadre

¹⁷⁷ M. Viandier souligne que « *les théoriciens éprouvaient quelques réticences à approcher le droit de l'argent* » : V. VIANDIER, « Le modèle français de relation entre le juge et les autorités de marché », *Bull. Joly Bourse* 1994, p. 249.

¹⁷⁸ V., à ce titre, le dossier « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2009, Etudes, p. 24. On y notera en particulier l'interrogation de M. Synvet : « *le droit financier n'est-il pas en retard d'une guerre ?* ».

¹⁷⁹ V. sur ce thème, J.-L. BERGEL, *Méthodologie juridique*, PUF, 2001.

¹⁸⁰ Ce terme ayant pourtant été consacré dans les textes européens qui ont donné lieu à l'ordonnance du 24 février 2005. Le phénomène s'observe également au niveau des répertoires, et autres recueils collectifs (Lamy droit du financement, Juris-Classeur, Banque et Bourse, etc.).

¹⁸¹ Les seules références que l'on retrouve dans les manuels à la notion de « garantie financière » renvoient aux garanties financières professionnelles. Ph. MALAURIE et L. AYNES, *Les sûretés - La publicité foncière*, préc., n° 124 et 219.

présentant un degré de sécurité juridique approprié que seuls peuvent garantir des institutions claires et des régimes juridiques cohérents¹⁸².

2. *L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier : un régime qui se greffe sur des sûretés*

58. **Différences entre l'acception du Code monétaire et financier et celle la directive *Collateral*.** Il a été observé en doctrine que la notion de garanties financières dans la directive *Collateral* ne constituait pas une sûreté¹⁸³. Mais si elle ne consacre pas des mécanismes nouveaux de sûreté et se contente de prendre appui sur les deux familles des sûretés par transfert de propriété et des sûretés non translatives, la directive *Collateral* n'en demeure pas moins porteuse d'une forme nouvelle d'une sûreté à deux étages. Il convient néanmoins de rappeler que le contrat de garantie financière tel que prévu par la terminologie utilisée par la directive *Collateral* n'a pas été consacré en tant que tel en droit français. Le texte de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 a transposé une garantie générique qui est supposée pouvoir jouer le rôle du contrat de garantie financière, et qui est aujourd'hui codifiée sous le paragraphe intitulé « garantie des obligations financières » à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Malgré l'intitulé de l'ordonnance du 24 février 2005¹⁸⁴ qui a transposé la directive *Collateral* et introduit l'article L. 431-7-3 dans le Code monétaire et financier, (devenu par la suite l'article L. 211-38), le mécanisme de garantie contenu à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier n'a pas de nom, il est désigné par l'appellation

¹⁸² L'ISDA a estimé la croissance du montant de collatéral utilisé dans le cadre des opérations sur dérivés de gré-à-gré à un taux de 86 % en 2008, portant le montant des actifs affectés en garantie de 2 100 milliards de dollars à 4 000 milliards de dollars : *2009 ISDA Margin Survey*, p. 6, disponible sur le site : www.isda.org ; notons par ailleurs, pour donner un ordre d'idées sur l'importance du volume des garanties données pour couvrir le risque de contrepartie, sur le seul marché européen, on a pu estimer, pendant la récente période de crise, les encours des *trackers* à 145,17 milliards de dollars (111,7 milliards d'euros). De fait, le risque de contrepartie pris par les *prime brokers* sur ces indices devait être réduit par le recours à des sûretés présentant une valeur équivalente : T. SERROUYA, « Les *trackers* présentent aussi des risques », *La Tribune* du 3 nov. 2008.

¹⁸³ S. PRAICHEUX, « La garantie financière, esquisse d'une sûreté européenne », préc. : le propos laisse croire que par « sûreté » il faut ici comprendre une sûreté européenne, harmonisée entre les différents Etats membres.

¹⁸⁴ Rappelons que cette ordonnance avait l'intitulé suivant : ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière.

générique de garantie dans le texte même de l'article¹⁸⁵, et tombe, comme indiqué précédemment, sous un paragraphe du Code intitulé « garantie des obligations financières ». Rares sont les auteurs qui se sont prononcé sur la nature de cette garantie, sa filiation avec la notion de contrat de garantie financière ou son éligibilité en tant que sûreté. Nous pensons néanmoins que la question mérite la discussion. M. Synvet a posé la question de savoir « *si l'on est en présence d'un régime autonome et "global", ou bien si ce sont les sûretés traditionnelles qui doivent continuer à être utilisées, les règles spéciales se bornant à déroger sur les points qu'elles visent à un droit commun demeurant en principe applicable* »¹⁸⁶. L'interrogation est importante et l'on peut y voir une double question. Une interrogation préalable qui vise à établir si l'on est en présence d'un régime autonome d'une nouvelle sûreté de droit spécial, ce qui, dans l'affirmative, conduirait à l'application de son régime en exclusivité, et le régime de droit commun des sûretés ne pourra trouver à s'appliquer que de manière supplétive et lorsque ses règles ne sont pas en contradiction avec celles du droit spécial. La seconde branche de l'interrogation, à notre sens – et l'on espère ne pas déformer la pensée de l'auteur –, se rapporterait au point de savoir si les contrats de garantie financière peuvent être considérés comme instituant une nouvelle catégorie de sûreté spéciale sur actifs financiers. M. Synvet répond en considérant que les sûretés traditionnelles devraient continuer à être utilisées, et que les règles spéciales se bornent à déroger sur des points spécifiques¹⁸⁷. Nous souscrivons à cette vision et allons tenter de l'explorer davantage.

59. La garantie des obligations financières, une sûreté flottante ? Pourrait-on qualifier la garantie des obligations financières de sûreté flottante, au sens de sûreté flottante dans sa nature même, et non pas dans son objet comme les sûretés flottantes de droit anglais ? Le flottant ici ne se cristallise que lorsque le contrat de garantie financière épouse la sûreté sous-jacente. Il est difficile cependant de retenir une telle qualification, car qualifier le contrat de garantie financière de sûreté flottante suppose

¹⁸⁵ On retrouve ainsi dans le texte même de l'article les références suivantes : « *Les dettes et créances relatives à ces garanties* », « *Lorsque les garanties mentionnées au I sont relatives aux obligations financières mentionnées aux 2° et 3° de l'article L. 211-36* », « *La réalisation de telles garanties* », et « *Les modalités de réalisation et de compensation des garanties mentionnées au I* » soulignant bien la volonté du législateur d'utiliser une référence générique.

¹⁸⁶ V. l'introduction au dossier sur le thème « Les garanties financières », H. SYNDET (ss dir.), *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 81.

¹⁸⁷ *Ibidem*.

que le contrat existe pendant un temps, du moins à un instant de raison, avec le caractère flottant, avant que la sûreté ne se cristallise. Or, le contrat de garantie financière acquiert instantanément, dès sa naissance, les caractères de la sûreté sous-jacente sans laquelle il n'existerait pas, comme si la sûreté se cristallisait par la naissance déjà : le caractère flottant ne vient à exister à aucun moment. Le parallèle avec les sûretés flottantes paraît, de fait, ne traduire que très partiellement la réalité des contrats de garantie financière.

60. **La garantie des obligations financières, un greffon.** Intrinsèquement, la garantie des obligations financières ne rajoute pas aux institutions de sûretés réelles connues en droit français une sûreté nouvelle. Elle n'a pas non plus vocation à venir ajouter une sûreté spéciale dans le paysage des sûretés existantes. C'est un régime qui va se greffer à une garantie réelle, qu'elle soit constituée par transfert de propriété ou par affectation suivant une autre technique, et lui conférer, par la force de la loi, un régime dérogatoire à différents égards, dont le plus exorbitant va jusqu'au point de faire échec même à des règles d'ordre public des procédures collectives et des procédures d'exécution. A l'arrivée, on pourrait dire que la garantie des obligations financières de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier est porteuse d'un régime caméléon. Sans représenter elle-même une institution de sûreté, elle adopte la forme de la sûreté sur laquelle elle se greffe, en même qu'elle agit pour modifier son régime juridique. Ainsi la garantie des obligations financières est un nantissement lorsqu'elle s'appuie sur un nantissement, mais à différents égards, le régime du nantissement épousera celui du greffon. De fait, la garantie des obligations financières n'existe pas sans la garantie sous-jacente. La garantie des obligations financières ne représente, intrinsèquement, qu'un régime et non une institution. Elle ne peut avoir d'existence autonome. C'est un parasite des sûretés, au sens biologique du terme. Elle a besoin de la sûreté sous-jacente pour exister. Au final, malgré l'absence de qualification intrinsèque de sûreté, il n'en reste pas moins que la garantie des obligations financières remplit un rôle de garantie et épouse la nature et le régime du sous-jacent, en lui apportant ses spécificités, dont principalement un parapluie d'immunité exorbitante. Son existence ne se conçoit pas sans la garantie sous-jacente, il est donc cette garantie ou il n'est pas. Il nous paraît dès lors plus approprié de s'y référer en tant que greffon, du fait que son existence épouse toujours la nature du corps sur lequel il se greffe. Contrairement à la notion de contrat

de garantie financière dans la directive *Collateral*, qui, nous pensons, emporte une sûreté à deux étages, la notion française de garantie des obligations financières n'est qu'un régime qui cherche la garantie sur laquelle il pourra se greffer, sans pour autant avoir une existence propre. Il est alors essentiel d'examiner les garanties éligibles au titre des sous-jacents.

SECTION 2 : L'APPUI SUR DES GARANTIES SOUS-JACENTES

61. **Division bicéphale des garanties sous-jacentes.** Aux termes de l'article 1.1 de la directive *Collateral*, la *summa divisio* de la matière s'articule autour de deux types de garanties : les garanties à titre de sûreté et les garanties opérant un transfert de propriété. Entre les deux familles, il y a non seulement une différence de fondement juridique, mais également une différence d'approche commerciale et de coûts, auxquels les praticiens sont très attentifs¹⁸⁸. L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier prévoit qu'« à titre de garantie des obligations financières présentes ou futures mentionnées au I de l'article L. 211-36, les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalités, de valeurs, instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés... »¹⁸⁹. Ayant sans doute voulu reprendre la distinction qu'opère la directive *Collateral*, l'article L. 211-38 affirme, maladroitement, que les garanties des obligations financières sont de deux types : les remises en pleine propriété (§ 1) et la constitution de sûretés (§ 2).

¹⁸⁸ « *Even though the mechanics of computing the amount of collateral required and the method of delivering the collateral are identical in most Pledge and Title Transfer agreements, the differing legal foundations may lead to very different outcomes in some circumstances* »: M. C. CLARKE et D. NAUMOWICZ, « *An Introduction to the Legal Aspects of Collateralization* », JP Morgan.

¹⁸⁹ Souligné par nos soins.

§ 1 Les remises en pleine propriété éligibles au titre des contrats de garantie financière

62. La directive Collateral définit le contrat de garantie financière avec transfert de propriété comme étant « *un contrat, y compris les conventions de mise en pension (repurchase agreements), aux termes duquel le constituant de la garantie transfère au preneur de cette dernière la pleine propriété des instruments financiers ou espèces donnés en garantie, afin d'assurer l'exécution des obligations financières couvertes ou de la couvrir d'une autre manière* ». Cette définition correspond dans notre droit à l'hypothèse des dépôts de garantie, ainsi qu'à celle des mises en pension. L'ordonnance du 24 février 2005 n'a cependant pas assimilé les mises en pension de titres, qui restent régies par leurs dispositions spécifiques, aux contrats de garantie financière¹⁹⁰. Ces techniques ne sont pas non plus intrinsèquement des garanties. Il convient dès lors de les écarter du champ de notre étude¹⁹¹. Contrairement à la constitution de sûreté, qui supposerait de remplir les critères permettant d'être éligible au titre d'une sûreté, les garanties éligibles au titre des transferts en pleine propriété n'obéissent pas à des exigences particulières. Cette catégorie est donc ouverte, et on serait amené à penser que toute remise en pleine propriété et à titre de garantie, qu'elle soit une technique de garantie connue ou un montage *ad hoc*, devrait y être admise. Aux remises en pleine propriété spécifiques aux opérations de marché (A) s'ajoutent des remises en pleine propriété qui peuvent être utilisées en dehors des marchés (B).

¹⁹⁰ Dispositions prévues aux articles L. 432-12 à L. 432-15 du Code monétaire et financier.

¹⁹¹ MM. Cabrillac et Mouly estiment qu'« *une règle ou un mécanisme peut promouvoir un paiement préférentiel sans pour autant qu'il soit l'objectif, du moins l'objectif principal qui lui est assigné. La qualification de sûreté doit alors être refusée car la loi du concours n'est alors écartée que par ricochet. L'effet de garantie n'est qu'un effet annexe à l'effet principal qui doit commander la qualification de la règle ou du mécanisme. Ne pas admettre cette discrimination aboutirait du reste à priver la notion de sûreté réelle de toute spécificité et à lui donner une extension à laquelle il serait impossible de fixer des bornes* » : M. CABRILLAC et Ch. MOULY, *Droit des sûretés*, 3^e éd., Litec, 1995, p. 419, n° 503. V. également, pour une position stricte sur l'acception du terme « sûreté », M. Legeais qui, tout en avouant le caractère strict et contesté de sa position sur la qualification de sûreté, estime que « *les véritables sûretés sont des mécanismes qui ne peuvent être utilisés à d'autres fins* » : D. LEGEAIS, *Sûretés et garanties du crédit*, 4^e éd., LGDJ, 2004, n° 1, p. 1. V. *contra*, M. Crocq, pour qui la technique de la sûreté se résume par la réunion, en faveur du créancier d'un pouvoir d'agir qui n'est pas inhérent au rapport d'obligation, et de l'affectation plus ou moins large de biens dont la valeur est destinée à répondre de la dette. Pour l'auteur, la sûreté est la combinaison d'une affectation et d'un droit d'agir, P. CROCQ, *Propriété et garantie*, thèse Paris II, LGDJ, 1995.

A. Les remises en pleine propriété spécifiques aux opérations de marché

63. On s'intéressera à voir comment les garanties des obligations financières avec transfert de propriété s'articulent avec les remises en pleine propriété sur les marchés réglementés d'une part (1), et sur les marchés de gré à gré de l'autre (2).

1. Les remises en pleine propriété sur les marchés réglementés

64. **Le dépôt de garantie.** L'assise générale de l'opération de couverture qui s'appuie sur un transfert de propriété sur un marché réglementé se trouve aujourd'hui à l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier. Le législateur a ainsi fusionné, dans le régime prévu par ce texte, le régime applicable aux marchés boursiers avec celui des marchés à termes d'instruments financiers. Comme il a été souligné dans les précédents développements, pour que le dépôt de garantie de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier trouve à s'appliquer, il faut que certaines conditions qui lui sont propres soient réunies. Se pose alors la question de savoir s'il est possible, lorsque les conditions d'application de l'article L. 440-7 sont remplies, d'admettre le dépôt de garantie au titre des remises en pleine propriété de l'article L. 211-38 du même code, afin de bénéficier des avantages que permet le régime des garanties des obligations financières. Il paraît préférable d'admettre, du moment que les règles relatives au champ d'application de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier se trouvent remplies, qu'il est possible pour les dépôts de garantie d'être effectués sur son fondement et de bénéficier ainsi du régime des garanties des obligations financières. Toutefois, il convient de rester prudent à ce propos, notamment si l'on admet que le régime des contrats de garanties financières de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier doit être considéré comme un régime général, alors que le régime de l'article L. 440-7 du même code est un régime spécial. Dès lors, et en vertu de la règle *specialia generalibus derogant*, il serait difficile de soutenir que les règles du régime spécial qui ont été maintenues par le législateur lors de la réforme qui a consacré le régime général peuvent être écartées en faveur du régime général. Si cela était possible, quel serait alors l'intérêt d'avoir maintenu le régime spécial de l'article L. 440-7 ? Mais le

préalable à un tel raisonnement reste d'établir si le régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier constitue réellement un régime général.

2. Les remises en pleine propriété sur les marchés de gré à gré

65. **La domination des remises en pleine propriété dans la pratique des conventions-cadres.** Par opposition aux marchés réglementés qui sont régis par les dispositions du Règlement de l'autorité des marchés financiers, les marchés de gré à gré s'appuient sur des règles purement contractuelles, ils sont des marchés « libres »¹⁹². Ils sont dès lors régis par la volonté des parties et, lorsqu'il y est fait renvoi, par les conventions-cadres de place¹⁹³. Parmi les conventions-cadres les plus usitées, se trouvent la documentation de la FBF et celle de l'International Swaps and Derivatives Association¹⁹⁴. Ce dernier organisme publie annuellement un rapport qui fait le point sur l'état du marché des produits dérivés. Il a été remarqué en commentant l'enquête ISDA, qu'il existe une « *prédominance absolument écrasante de systèmes de garanties financières reposant, soit sur un transfert de propriété à titre de garantie (22,3 % attribués à la Credit Support Annex publiée par l'ISDA en droit anglais), soit des garanties constituées en droit de l'Etat de New York (qui sont au moins aussi fortes en termes de garantie conférée au bénéficiaire à tel point que le droit de New York ne connaît pas réellement la distinction entre cette sûreté et le transfert de propriété à titre de garantie).* Nous voyons donc vraiment des sûretés cash et titres essentiellement translatives de propriété »¹⁹⁵. Les rapports de 2008 et de 2009 confirment cette tendance, et le rapport de 2009 voit le volume des garanties financières par transfert de propriété augmenter encore. Les garanties constituées sur les marchés de gré à gré ne sont pas soumises à un régime spécifique et tombent ainsi dans le champ d'application

¹⁹² S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 3, p. 2. V. également, Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc.

¹⁹³ V. Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc.

¹⁹⁴ La documentation ISDA est de loin la plus utilisée sur un plan international ; « *ISDA credit support documentation is the most frequent choice among practitioners at about 87 percent. Non-ISDA documents include bespoke margin agreements, long-form confirmations with collateral terms, master margining agreements, commodity-specific margining agreements, and jurisdiction specific agreements such as French AFB and German Rahmenvertrag* », 2009 ISDA Margin Survey, p. 6, disponible sur le site : www.isda.org.

¹⁹⁵ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc., spéc. p. 91.

général de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, sous réserve bien entendu de remplir les conditions pour entrer dans son champ d'application¹⁹⁶.

66. Les garanties dans les opérations de gré à gré soumises à l'intervention d'une chambre de compensation. Du fait du rôle crucial que jouent les chambres de compensation dans la maîtrise des risques¹⁹⁷, et du confort additionnel au jeu des garanties¹⁹⁸, certaines opérations sur instruments financiers à terme sur des marchés non réglementés sont soumises à l'intervention d'une chambre de compensation. Elles se voient alors appliquer les dispositions du Code monétaire et financier¹⁹⁹ : on parle de marchés organisés. Dans une telle hypothèse pourrait se poser la question du fondement juridique de ces garanties, étant donné que l'article L. 440-7 pourrait trouver à s'appliquer. Mais le champ d'application des garanties des obligations financières va au-delà du cadre étroit des marchés financiers, les hypothèses de remises en pleine propriété en dehors des marchés doivent dès lors pouvoir être envisagées dans le cadre de l'article L. 211-38 également.

B. Les remises en pleine propriété pouvant être utilisées en dehors des marchés

67. L'existence des remises en pleine propriété en droit français a précédé l'entrée de la fiducie dans le Code civil²⁰⁰. Aujourd'hui, le droit français offre la

¹⁹⁶ Conditions que nous examinerons dans le chapitre suivant.

¹⁹⁷ C. MERKIN et B. de SAINT-MARS, « La garantie de bonne fin de la chambre de compensation du marché des valeurs mobilières », *RD bancaire et bourse* mars-avril 1994, p. 70. - I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse Strasbourg, 1999.

¹⁹⁸ Il a été observé que « les contreparties centrales ont joué un rôle majeur dans la maîtrise des risques qui a été particulièrement mise en lumière avec la gestion de la défaillance de Lehman Brothers. La compensation des opérations de marché par une contrepartie centrale permet de réduire les besoins en titres et en espèces et de diminuer le risque de liquidité. Par ailleurs, la contrepartie centrale garantit la bonne fin des opérations de ses membres jusqu'à leur règlement-livraison, ce qui élimine le risque de crédit entre participants de marché. Le bénéfice de l'utilisation d'une contrepartie centrale a conduit les autorités, notamment dans le cadre du G20, à recommander l'extension de leurs services à de nouveaux segments tels les produits financiers dérivés négociés de gré à gré pour lesquels la crise récente a souligné la nécessité d'améliorer la maîtrise des risques » : Y. LUCAS, « L'impact de la crise financière sur les systèmes d'échange », *Bull. Banque Fr.*, 1^{er} trimestre 2009, p. 3.

¹⁹⁹ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc.

²⁰⁰ V. à cet égard, notamment, P. CROCQ, *Propriété et garantie*, thèse préc. ; V. également, H. de VAUPLANE, « La fiducie avant la fiducie : le cas du droit bancaire et financier », *JCP E* 2007, n° 36, 2051 ; F. BARRIERE, « La fiducie-sûreté », *JCP E* 2009, n° 36, 1808.

possibilité de recourir à plusieurs formes de remises en pleine propriété en dehors des marchés financiers. On peut tout d'abord songer à la cession *Dailly* en matière de créances. S'il est en théorie possible que l'article L. 211-38 puisse s'appuyer sur une telle cession de créances, en pratique, cette hypothèse n'est qu'un cas d'école. La cession des créances sous l'article L. 211-38 n'étant pas totalement simplifiée, elle suppose la notification au débiteur cédé²⁰¹, ce qui ôte à la cession *Dailly* tout intérêt. Ces deux institutions peuvent être équivalentes dans certains de leurs effets économiques, mais ne devraient se concevoir ensemble²⁰². De fait, il est peu probable, voir inutile de s'appuyer sur une cession *Dailly*. Les pensions et prêts de titres (1), ainsi que les fiducies-sûretés (2), sont les institutions les plus adaptées pour bénéficier du régime de l'article L. 211-38.

1. Les pensions et prêts de titres

68. Les opérations de pension et de prêts de titres emportent transfert de propriété avec stipulation, dès l'entrée, d'une date et d'un prix de rétrocession. Ainsi, au titre des remises en pleine propriété, les opérations de pension, ainsi que celles de prêts de titres²⁰³, peuvent bénéficier du régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Tout en gardant leur identité, leur champ d'application, et certains traits de leurs régimes juridiques, elles peuvent ainsi bénéficier du régime dérogatoire des contrats de garanties financières. Afin de se rendre compte des implications de l'emploi

²⁰¹ Th. BONNEAU, « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 », *Droit des sociétés*, juin 2005, comm. 120.

²⁰² Il a été observé à cet effet que « certains grands cabinets d'experts-comptables ont d'ailleurs pris la mesure de cette équivalence en appliquant à ces deux types de remises en pleine propriété un traitement comptable identique lorsqu'elles portent sur des créances (et non sur des espèces, titres ou valeurs mobilières, fongibles par nature et justifiant donc un traitement comptable différent) » : X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT, « L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », préc.

²⁰³ Selon l'« *International Capital Market Association* » qui mesure la taille du marché des opérations de pension (*repurchase agreements* ou *repo*) sur une base semi annuelle²⁰³, la valeur totale des contrats de pension en cours en février 2009 dans les livres des 61 institutions qui ont participé à son dernier rapport s'élève à EUR 4,633 billion, ce chiffre souligne bien l'importance de ce marché, certes malgré un recul net de ces opérations, dû sans doute à l'activité 2008 et aux deux premiers trimestres 2009 qui était sévèrement affectés par la crise financière. Il s'agit là du résultat le plus faible depuis 2001, date de lancement du rapport de l'« *International Capital Market Association* ». A titre de comparaison, en juin 2008, le montant était de 6,504 milliards d'euros et le pic qui avait été atteint en juin 2007 de 6,775 milliards d'euros.

des pensions livrées au titre de l'article L. 211-38, il convient d'en examiner successivement la notion (a) et le champ d'application (b).

a. La notion de pension de titres

69. **Définition.** La loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993, portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers a institué le cadre juridique des pensions livrées²⁰⁴ que la pratique avait déjà introduite en particulier par le biais de conventions de place. Il s'agit de « *l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement ou un fonds commun de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement ou un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les valeurs, titres ou effets, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus* ». Les pensions livrées ensemble avec les prêts de titres sont des techniques essentielles pour préserver la liquidité des marchés et permettre aux intervenants de gérer des découverts sur certaines positions. Ils permettent aux intervenants de se procurer ainsi des espèces et des instruments financiers en un bref laps de temps. Il en est de même des banques centrales qui les utilisent en tant qu'instruments de leur politique monétaire²⁰⁵. La mise en pension peut prendre deux formes. En premier lieu, il est possible de recourir aux opérations de mise en pension aussi bien que de prêt de titres lorsqu'un opérateur cherche à se procurer une quantité de titres biens spécifiques. Les raisons qui motivent la recherche de ces titres peuvent être très variables. Il peut s'agir du comblement d'un découvert sur une certaine position, de la compensation d'un contrat à terme, etc. Dans toutes ces applications, la mise en pension ne joue pas le rôle d'une sûreté. Il existe cependant d'autres situations dans lesquelles la mise en pension peut être appelée à jouer le rôle d'une sûreté. Il en est ainsi par exemple lorsque la mise en pension est utilisée pour son effet de levier financier. En effet, un grand nombre d'opérateurs

²⁰⁴ L'intérêt principal de cette loi a été de donner une définition légale à la pension et de permettre sa neutralité fiscale.

²⁰⁵ T. KEIJSER, *Financial Collateral Arrangements*, Kluwer, Law of Business and Finance, vol. 9, 2006, p. 3.

financent leurs positions par des opérations de pension. Afin de réaliser un investissement, pour éviter d'avoir à financer l'acquisition des titres par leurs fonds propres, ils achètent des titres et les mettent en pension. Le cash généré par l'opération, en contrepartie des titres mis en pension, permet de financer l'acquisition initiale des titres. Les titres servent comme garantie pour l'opération²⁰⁶. A ce titre, ainsi que le soulignent MM. Gissinger, Blanc-Jouvan et Ekué, les opérations de pension appartiennent à la catégorie d'opérations « *intrinsèquement collatéralisées* »²⁰⁷ au même titre que les prêts de titres. Pour les auteurs, « *il s'agit d'opérations "intrinsèquement collatéralisées" dans la mesure où les titres et espèces échangés par les parties et reçus en pleine propriété garantissent la bonne exécution des engagements à terme des parties* »²⁰⁸. Du reste, cela distingue ces opérations, d'une part par rapport aux autres opérations d'aliénation fiduciaire tels que les dépôts de garantie, et, d'autre part, par rapport au réméré de titres étant donné leur caractère ferme et équilibré. De fait, et l'on adhère à cette classification, les opérations de pension ne sont pas des garanties mais des opérations qui s'apparentent à un prêt, elles portent en elles leurs garanties, mais cela n'en fait pas des opérations de garanties pour autant²⁰⁹. Elles ne peuvent par exemple pas être prises comme garanties d'autres engagements ainsi que le sont les sûretés, leur dimension de garantie est intrinsèque à l'opération qu'elles portent et qui est le transfert avec engagement ferme de rétrocession. La qualification de sûreté ne se maintient qu'au sein de cette opération globale²¹⁰.

70. **Nature juridique.** La pension livrée est une opération de cession temporaire de titres. La pension est une opération profondément unitaire juridiquement, même si elle présente un double visage, l'un juridique et l'autre économique. La face juridique de la pension est constituée par la vente d'un titre au comptant irrévocablement liée au rachat à terme du même titre ou d'un titre analogue. La face économique est la finalité de l'opération en tous points comparable à un nantissement où l'une des parties prête

²⁰⁶ G. A. HOLTON, *Value-at-Risk - Theory and Practice*, Academic Press, 2003.

²⁰⁷ P. GISSINGER, H. BLANC-JOUVAN et H. EKUE, *Les cessions temporaires de titres*, Banque Editeur, 2001, p. 30.

²⁰⁸ *Idem*.

²⁰⁹ V. à cet effet la thèse de M. Praicheux, où l'auteur évoque le rôle de la sûreté dans la qualification de l'opération et inversement : S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc.

²¹⁰ *Idem*, n° 176, p. 115.

une somme d'argent à l'autre moyennant remise en gage de titres, restitués à l'échéance convenue contre remboursement du prêt en principal et intérêts²¹¹. Ainsi, la technique juridique de la pension livrée se confond avec l'opération de crédit qu'elle garantit puisqu'elle consiste en un achat de titres (la garantie) contre espèces (le crédit) assorti de clauses de restitution des titres après remboursement des espèces. La conséquence est le transfert des titres à l'actif du bilan du bénéficiaire, tout comme dans le cas d'une vente ferme. Néanmoins, la qualification juridique reste la même, à savoir une vente de titres au comptant irrévocablement liée à un rachat à terme. La directive 98/26/CE sur le caractère définitif du paiement admet en son considérant (9) que le terme « garantie » puisse inclure les opérations de pension, puisqu'elle précise qu'elle entend par garantie, « *tout moyen fourni par un participant aux autres participants aux systèmes de paiement et/ou de règlement des opérations sur titres, pour garantir les droits et obligations découlant de ce système, notamment les accords de prise en pension, les privilèges légaux et les transferts fiduciaires* ». La directive *Collateral* n'hésite pas non plus à inclure les pensions livrées dans la définition des garanties par transfert de propriété lorsqu'elle évoque aux considérants (3) et (4) les garanties financières par transfert de propriété, en prenant soin de préciser « *y compris les opérations de mise en pension* ». Elle inclut ensuite clairement les opérations de pension dans la définition des « *contrats de garantie financière avec transfert de propriété* »²¹² qu'elle donne à l'article 2-1, b). Dans sa réponse au questionnaire d'évaluation de la transposition de la directive *Collateral* préparé par la Commission européenne²¹³, la France a confirmé la nature de transferts de propriété à titre de garantie des opérations de pension livrée alors que le législateur les a laissées en dehors du champ des garanties financières²¹⁴. Il

²¹¹ P. LAPASSE, « Le nouveau régime juridique des opérations de pension », *Bull. Banque Fr.* 1967, p. 67.

²¹² L'article 2-1, b) précise ainsi : « *contrat de garantie financière avec transfert de propriété* », un contrat, y compris les conventions de mise en pension (*repurchase agreements*), aux termes duquel le constituant de la garantie transfère au preneur de cette dernière la pleine propriété des instruments financiers ou espèces donnés en garantie, afin d'assurer l'exécution des obligations financières couvertes ou de la couvrir d'une autre manière ».

²¹³ V. le questionnaire de la commission européenne mis en place dans le cadre de la procédure d'évaluation de la directive *Collateral*, MARKT/G2/D(2006), janvier 2006

²¹⁴ « *Yes, title transfer collateral arrangements, whether under the form of collateral defined by law (cash pledge as defined by case law, securities lending and repurchase agreements as defined by articles L. 432-6 and L. 432-12 of the MFC) or under the form of a sui-generis collateral (which may take the form of securities lending and repurchase agreements but not governed by the above-mentioned Articles of the MFC) can all be defined as arrangements under which a collateral provider transfers full ownership of financial collateral to a collateral taker for the purpose of securing or otherwise covering the performance of relevant financial obligations* ».

n'y a pas de contradiction entre ces deux positions mais simplement l'expression d'une dimension de garantie qui n'est pas de la nature même de l'institution mais qui s'exprime au gré de l'emploi qui en est fait. Il convient dès lors d'admettre que ces techniques de transfert temporaire de propriété peuvent être constitutives de garanties. La doctrine anglo-américaine n'hésite pas à se référer aux pensions livrées en tant que garanties financières, et certains auteurs citent même les pensions livrées comme principal exemple des « *financial collateral arrangements* »²¹⁵ au sens de la directive *Collateral*. A ce titre, les opérations de pensions devraient pouvoir bénéficier du régime de l'article L. 211-38 lorsqu'elles en remplissent les conditions d'application. En outre, s'il est acquis que les pensions livrées peuvent jouer le rôle de garanties, ces techniques ne constituent pas des « sûretés » au sens strict et technique du terme²¹⁶. Elles pourraient néanmoins être admises au bénéfice du régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, au titre des remises en pleine propriété. Dans tous les autres cas où l'emploi des pensions livrées en tant que garantie ne répond pas aux conditions d'éligibilité au statut de « garantie des obligations financières » de l'article L. 211-38, ces opérations pourront néanmoins exister de manière autonome en tant que garanties réelles financières, et ce indépendamment de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, mais ne bénéficieront pas alors du régime dérogatoire de cet article.

b. Le champ d'application des opérations de pension

71. Les opérations concernées sont très variées. Elles peuvent autant concerner des opérations de marché que des opérations hors marchés. Dès lors la définition du champ d'application des opérations de pension se fait par référence aux personnes et aux actifs éligibles.

72. **Champ d'application *ratione personae*.** L'article L. 211-27 du Code monétaire et financier exclut les personnes physiques et les entités qui n'ont pas de

²¹⁵ T. KEIJSER, *Financial Collateral Arrangements*, Kluwer, *Law of Business and Finance*, vol. 9, 2006, p. 3.

²¹⁶ V. sur la nuance entre ces deux concepts, M. CABRILLAC, Ch. MOULY, S. CABRILLAC et Ph. PETEL, *Droit des sûretés*, préc., n° 565, p. 411.

personnalité morale à l'exception de certaines catégories spécifiques qu'il énumère. Ce texte dispose en effet que « *la pension est l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement, à un fonds de placement immobilier ou à un fonds commun de titrisation...* ». Une restriction additionnelle est posée à l'article L. 211-34 du Code monétaire et financier. Cet article réserve aux seuls établissements de crédit le pouvoir prendre ou mettre en pension les effets privés. La restriction ainsi posée est moins contraignante que celles que connaissent les autres garanties réelles financières. Ceci permet, théoriquement, à des sociétés commerciales d'être partie à l'opération de pension. En pratique cependant, la restriction est induite par la nature du marché²¹⁷.

73. **Champ d'application *ratione materiae*.** Pour ce qui est des actifs éligibles au titre des pensions livrées, le texte original visait les remises en pleine propriété de valeurs, titres ou effets ou de sommes d'argent²¹⁸. L'article L. 211-27 du Code monétaire et financier a remplacé cette référence par une référence aux titres financiers. Il faut dès lors se reporter à l'article L. 211-1 qui définit les titres financiers comme étant les titres de capital émis par les sociétés par actions, les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse, et les parts ou actions d'organismes de placement collectif. Les modalités de livraison des titres sont définies à l'article D. 211-15 du Code monétaire et financier qui tient compte des spécificités de chacune des catégories d'actifs, notamment pour ce qui est des effets à ordre et des spécificités des actifs dématérialisés ou détenus auprès d'un intermédiaire. A l'issue de la revue il est utile de noter qu'à côté de cet ensemble de textes décrivant des transferts

²¹⁷ « *The development and use of repo in each country to an extent dictates the nature and range of market participants. In a mature market repo counterparties include investors and cash-rich institutions, those seeking to finance asset positions and their intermediaries. Some firms will cross over these broad boundaries and engage all aspects of repo trading. The main market parties are:*

- *Financial Institutions: retail and commercial banks, building societies, securities houses and investment banks*
- *Investors: fund managers, insurance companies and pension funds, investment funds, hedge funds, local authorities and corporate treasuries*
- *Intermediaries: Inter-dealer brokers and money brokers. The main brokers are Cantor Fitzgerald, Prebon Yamane, Garban ICAP, Tullet & Tokyo and Tradition. Individual markets also have other brokers » : M. CHOUDHRY, « *Financial market liquidity and the Repo instrument* », septembre 2006, p. 3, YieldCurve.com.*

²¹⁸ Article 12, I de la loi n° 93-1444 du 31 déc. 1993.

de propriété à titre de garantie, le Code monétaire et financier laisse subsister des textes spécifiques à certains secteurs.

2. Les fiducies-sûretés

74. **La fiducie-sûreté, une institution jeune en droit français.** La fiducie-sûreté a été admise en droit français par la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 qui a incorporé dans les articles 2111 et suivants du Code civil des dispositions spécifiques à cette institution, après une longue résistance. Le texte de cette loi porte d'ailleurs les stigmates de multiples compromis, et a nécessité une série de modifications à rythme accéléré. Modifié tout d'abord par la loi du 4 août 2008, puis par l'ordonnance n° 2008-1345 du 18 décembre 2008 portant réforme du droit des entreprises en difficulté, ce texte s'est vu ensuite retouché par l'ordonnance n° 2009-112 du 30 janvier 2009 portant diverses mesures relatives à la fiducie, qui a consacré dans le droit français de manière solennelle la propriété cédée à titre de garantie en tant que sûreté réelle. Finalement, la loi n° 2009-526 du 12 mai 2009 de simplification et de clarification du droit et d'allègement des procédures a porté les dernières retouches aux dispositions sur la fiducie-sûreté.

75. **La fiducie-sûreté, un mécanisme éligible au titre de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.** La constitution de fiducies-sûretés bénéficiant du régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier présenterait l'intérêt de faire échapper les fiducies-sûretés aux inconvénients qui résultent de l'application du livre VI du Code de commerce sur les procédures collectives. Il faut noter cependant que la fiducie implique un cantonnement des actifs remis en garantie, qui pourrait empêcher le jeu du mécanisme de réutilisation qu'autorise l'article L. 211-38, III du Code monétaire et financier²¹⁹. Faut-il en conclure que la fiducie-sûreté ne devrait pas être éligible au titre des mécanismes de garantie de l'article L. 211-38 ? La question est délicate et nous ne connaissons pas de jurisprudence qui permettrait une réponse définitive. Nous pensons cependant que cette difficulté ne saurait constituer un obstacle au recours à la fiducie-sûreté pour les garanties des obligations financières. Le droit de réutilisation

²¹⁹ S. PRAICHEUX et D. ROBINE, « Garanties financières », *Dictionnaire Joly Bourse*, n° 27

devrait être perçu comme une faculté qu'autorise l'article L. 211-38, III. Il nous paraît difficile d'admettre que ce droit est de l'essence de la garantie des obligations financières, ce qui aurait pour conséquence d'interdire le bénéfice de l'article L. 211-38 à toutes les institutions qui pourraient empêcher le jeu du droit de réutilisation. Rappelons à cet effet que le texte même de l'article L. 211-38, III pose comme option la stipulation par les parties d'un droit de réutilisation : « *l'acte prévoyant la constitution des sûretés mentionnées au I peut définir les conditions dans lesquelles le bénéficiaire de ces sûretés peut utiliser ou aliéner les biens ou droits en cause* »²²⁰. De fait, l'absence de disposition expresse dans l'accord des parties prive le bénéficiaire de la garantie du droit de réutilisation. Cela nous fait croire que le droit d'utilisation n'est qu'une option ouverte aux parties. Aussi utile et novateur qu'il puisse être, ce droit n'est qu'une simple faculté et ne saurait être considéré comme consubstantiel à la garantie de l'article L. 211-38. Ainsi, nous pensons que les fiducies-sûretés devraient être éligibles au titre des remises en pleine propriété de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Les principales possibilités de remises en pleine propriété étant ainsi examinées, il est dès lors utile de se pencher sur les « sûretés » que l'article L. 211-38 évoque.

§ 2 Les « sûretés » éligibles au sens de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

76. La référence qu'effectue l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier à la constitution de sûretés n'est pas nouvelle, elle reprend la disposition du texte de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, dans sa rédaction antérieure à la réforme introduite par l'ordonnance du 24 février 2005. La loi du 15 mai 2001²²¹ avait introduit dans le texte de l'article L. 431-7 une extension pour couvrir la constitution de sûretés, ce qui a été vu comme une réponse aux besoins de la pratique en matière de garanties sur titre de capital, pour lesquels une garantie translatrice de propriété poserait des problèmes tant au plan fiscal qu'au niveau de la perte des droits politiques qui

²²⁰ V. sur ce point, S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 101, p. 112.

²²¹ La loi n° 2001-420 du 15 mai 2001, dite loi NRE.

peuvent être attachés aux titres affectés en garantie²²². Les sûretés en question peuvent porter sur les instruments financiers, valeurs, effets, créances, contrats ou sommes d'argent. Cela ressort de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier : « *A titre de garantie des obligations financières présentes ou futures mentionnées à l'article L. 211-36, les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalités, d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits [...]* ». Il en résulte que les sûretés en questions ne sont pas limitées aux sûretés du Code monétaire et financier portant sur des instruments financiers, mais peuvent aller au-delà. Au titre de la constitution de sûretés à laquelle se réfère l'article L. 211-38, sont éligibles des sûretés nommées de droit français (A) ainsi que certaines sûretés valablement constituées conformément à un droit étranger (B).

A. Les sûretés de droit français éligibles au titre de la « constitution de sûreté »

77. L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier évoque donc, en sus des garanties financières par remise en pleine propriété, la possibilité d'adopter des contrats de garantie financière par constitution de sûreté. Se pose dès lors la question de savoir ce qu'il faudrait entendre par une « sûreté » au sens de ce texte. Les formes que peuvent prendre de telles sûretés peuvent être très variées. Elles peuvent adopter la technique du gage ou du nantissement, ainsi que celle du transfert de propriété à titre de garantie récemment admise comme sûreté réelle²²³ (1), voire même un séquestre pour certains auteurs²²⁴. Mais pour cela il faudrait d'abord reconnaître le séquestre en tant que sûreté. Ensuite, plus délicate est la question de l'opportunité d'un tel usage, étant donné que le séquestre suppose l'intervention d'un juge²²⁵ ainsi que l'existence d'un

²²² B. GELPI, « Le droit de réutilisation », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 87 et spéc. p. 92.

²²³ Selon l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, à chaque fois que la couverture est prise en garantie d'une opération sur le marché financier au bénéfice d'un prestataire de services d'investissements, cette couverture est qualifiée par le législateur de propriété-sûreté.

²²⁴ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 342, p. 225.

²²⁵ Selon l'article 1956 du Code civil, « *le dépôt fait par une ou plusieurs personnes, d'une chose contentieuse, entre les mains d'un tiers qui s'oblige de la rendre, après la contestation terminée, à la personne qui sera jugée devoir l'obtenir* ».

contentieux préalable²²⁶. Et, si les nantissements semblent être la sûreté qui répond au mieux à la logique de ce texte, il reste que la multiplication des nantissements spéciaux et généraux en droit français pose la question de la forme du nantissement visé (2).

1. Que faut-il entendre par « constitution de sûreté » au sens de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

78. Exclure toute forme de sûreté personnelle. Il convient de s'interroger à titre préliminaire sur la possibilité d'inclure les sûretés personnelles dans la « constitution de sûretés » prévue par l'article L. 211-38. Tant la directive que l'ensemble des dispositions de l'ordonnance du 24 février 2005 militeraient pour une telle position. Cependant, et à s'en tenir au texte même de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, il semble se contenter de la référence à la constitution de sûretés, sans plus de précisions, ce qui laisse planer un doute – fort regrettable, certes – notamment en présence de certaines règles de marchés qui admettent que les garanties personnelles remplacent certains actifs comme éléments du collatéral²²⁷, ou d'autres qui établissent même une interchangeabilité entre certaines garanties réelles et des garanties personnelles²²⁸. Mais l'argument est ténu. En l'absence d'autres indications quant à une hypothétique ouverture du domaine de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier aux sûretés personnelles, il convient de s'en tenir à l'analyse stricte qui n'y verrait qu'une sûreté sur des « biens ou droits »²²⁹, donc uniquement une

²²⁶ V. *contra*, S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc. ; et plus récemment, S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 114, p. 22-23, dans lequel l'auteur défend l'idée selon laquelle le séquestre ne suppose pas nécessairement un contentieux, et pourrait, de ce fait, bénéficier de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.

²²⁷ Il en est ainsi de la définition même du terme « collatéral » dans les règles de la compensation de LCH.Clearnet SA qui couvre entre autre actifs, les garanties à première demande comme étant constitutives du collatéral.

²²⁸ Il en est ainsi de l'article 8 de l'Instruction LCH.Clearnet SA, n° I.5-1, publiée le 15 février 2008 qui dispose : « *Quand un Dépôt de Garantie est dû à LCH.Clearnet SA pour couvrir la livraison de contrats de marchandises négociés sur le MATIF, l'Adhérent Compensateur peut fournir son Collatéral sous forme d'une Garantie à Première Demande émise par un Etablissement de Crédit établie en faveur de LCH.Clearnet SA et libellée dans la devise de la Transaction* » (souligné par nos soins).

²²⁹ Le paragraphe I^{er} de l'article L. 431-7-3 évoque « *la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits* », en référence aux valeurs, instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent. Il peut dès lors sembler difficile d'y inclure les sûretés personnelles.

sûreté réelle²³⁰. Cette analyse est corroborée par la lecture de la définition que la directive *Collateral* donne du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté, puisque l'article 2-1 ne laisse pas de doute quant à la nature réelle de la garantie en définissant ce contrat comme « *un contrat par lequel le constituant remet au preneur ou en sa faveur, des espèces ou des instruments financiers en garantie* »²³¹. Or, s'il est certain que cette « constitution de sûreté » concerne exclusivement les sûretés réelles, les catégories de sûretés réelles qui pourraient y trouver à s'appliquer restent à définir en présence d'une formulation malheureuse (a). Le changement intervenu dans l'article 2329 du Code civil, rend pertinente la question de savoir si les propriétés cédées à titre de garantie ne devraient pas également y être admises (b).

a. Une formulation malheureuse

79. **Opposition désuète entre remises en pleine propriété et sûretés.** Les sûretés personnelles évincées, se pose la question de savoir quelles sont, parmi les sûretés réelles, celles qui auraient vocation à faire l'objet du renvoi opéré par l'article L. 211-38. En d'autres termes, la sûreté réelle dont il est question, à laquelle il était déjà fait référence dans un texte antérieur à la réforme du droit des sûretés et à l'introduction de la fiducie en droit français, doit-elle s'interpréter à la lumière de l'état du droit postérieur à ces deux réformes ? Depuis la réforme du droit des sûretés en 2006, le doute n'est plus permis. Une sûreté peut autant être translatrice de propriété que non translatrice. Certes, la proposition de la commission Grimaldi pour consacrer les transferts de propriété à titre de garantie n'a pas été retenue, mais la reconnaissance du rôle de sûreté que peut jouer la propriété à travers sa consécration dans l'habit de la réserve de propriété d'une part, et, la consécration, après tant d'hésitations, de la fiducie – même réservée à certaines catégories – figurant désormais dans le Code civil, assise du droit commun des français, autoriseraient une position plus innovante. L'opposition que le texte de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier pose entre les remises en pleine propriété d'une part, et les sûretés de l'autre, laisse penser que le droit

²³⁰ V. dans ce sens M. Praicheux qui, au sujet des garanties financières de la directive *Collateral*, évoque les sûretés personnelles et les exclut aussitôt du champ de ce texte : S. PRAICHEUX, « La garantie financière, esquisse d'une sûreté européenne », préc.

²³¹ Souligné par nos soins.

français exclut les transferts de propriété du domaine des sûretés²³². Ce texte appelle dès lors une première remarque relative à la classification désuète qu'il effectue. En effet, cette classification déjà présente en droit français était de plus en plus critiquable, au fil des réformes²³³. Nous pensons, avec M. Robine, que l'opposition que l'article 2, §1, (a) de la directive énonce ne correspond pas à la vision du droit français. L'auteur souligne que « *les transferts de propriété effectués à titre de garantie par le débiteur au profit du créancier répondent à la qualification de sûreté [...] il convient donc de comprendre que les garanties visées sont les sûretés et notamment celles reposant sur un transfert de propriété* »²³⁴. Si le doute était permis et qu'il y avait place pour un débat sur la classification, la réforme du Code civil, opérée par l'ordonnance du 23 mars 2006 a rendu, à notre sens, toute discussion désuète. Une bonne harmonie entre les textes aurait commandé de rectifier le tir dans la transposition de la disposition communautaire. En somme, il s'agit là de la transposition d'une position révolue. Quelle que soit l'issue de cette discussion somme toute théorique, il est peu probable que l'opposition entre sûretés et propriétés-garanties que l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier semble adopter puisse avoir des conséquences pratiques significatives. Aujourd'hui toutes les formes de garanties utilisées sur les marchés trouveraient leur place dans l'une ou l'autre des catégories mises en opposition, ce qui remet le débat dans un contexte purement théorique.

80. Incohérence au vu des dispositions du Code civil. Cette disposition trahit par ailleurs la réalité du droit français des sûretés réelles mobilières depuis l'ordonnance n° 2009-112 du 30 janvier 2009. En effet, la nouvelle définition des sûretés réelles contenue désormais dans le Code civil à l'article 2329 se réfère depuis l'ordonnance du 30 janvier 2009 aux « sûretés sur meubles » comme étant :

« 1° *Les privilèges mobiliers ;*

2° *Le gage de meubles corporels ;*

3° *Le nantissement de meubles incorporels ;*

²³² V. au sujet de l'admission de la propriété dans le rôle d'une garantie, S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., spéc. n° 346-363.

²³³ Ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006 relative aux sûretés, *JO* n° 71 du 24 mars 2006, p. 4475, texte n° 29.

²³⁴ D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., n° 7, p. 524. V. également, cité par l'auteur, P. CROCQ, *Propriété et garantie*, thèse préc., et « Propriétés-sûretés », *Lamy droit des sûretés*, spéc. n° 293-13.

4° *La propriété retenue ou cédée à titre de garantie* »²³⁵.

Nous pensons dès lors que l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier mériterait une précision, la référence qu'il opère étant à la fois trop large et imprécise. Trop large tout d'abord, parce qu'à travers la référence à la « constitution de sûretés », cet article suppose que toute sûreté pourrait être incluse dans son champ et constituer ainsi un contrat de garantie financière. Sans parler des sûretés personnelles, notons qu'il est difficile d'imaginer que cet article ait voulu couvrir les privilèges. De même certaines sûretés sur meubles corporels pourraient difficilement trouver leur place dans la référence qu'opère l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Mais la référence large se comprend dans l'idée de vouloir laisser le champ libre pour la constitution de tout type de sûreté, qu'il soit actuellement connu ou pas, et qui pourrait être compatible avec les conditions de cet article. Ensuite, cette référence nous paraît imprécise, puisque le droit français reconnaît les transferts de propriété à titres de garantie comme des sûretés mobilières, en particulier, du point de vue théorique, depuis l'ordonnance du 30 janvier 2009 qui a ajouté les cessions de propriété à titre de garantie, dont la référence est désormais contenue au 4°) de l'article 2329 du Code civil, au nombre des sûretés sur meubles. En somme, il convient d'entendre par la « constitution de sûretés » au sens de l'article L. 211-38, I du Code monétaire et financier, le nantissement de compte-titres principalement, mais également, les nantissements organisés par le droit commun, en cela compris, le nantissement de créances, le nantissement de solde de compte bancaire, ainsi que le gage-espèces. Ces sûretés continueront à être soumises au régime de droit commun qui leur est normalement applicable²³⁶, sauf pour les aspects pour lesquels il est expressément prévu un régime dérogatoire par les articles L. 211-38 et suivants du Code monétaire et financier²³⁷.

b. L'inclusion des sûretés réelles translatives de propriété

²³⁵ Souligné par nos soins.

²³⁶ A cet effet, V. pour le gage-espèces, D. LEGEAIS, « Le gage-espèces après la réforme des sûretés », *Droit et patrimoine* n° 162, septembre 2007, p. 70.

²³⁷ X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT, « L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », préc.

81. **Les sûretés réelles visée à l'article L. 211-38 englobent-elles des mécanismes de sûreté translatifs de propriété ?** La terminologie utilisée par l'article L. 211-38 peut être source de confusions, puisque cet article semble mettre en opposition les remises en pleine propriété et les constitutions de sûretés. Or, nous l'avons vu, une telle opposition est devenue désuète, tant du point de vue pratique que du point de vue théorique. Bien avant la réforme du droit des sûretés, on s'interrogeait déjà en doctrine sur les techniques qui devaient entrer dans le champ d'application de l'article L. 431-7 al. 5 en tant que sûretés²³⁸. L'entrée en vigueur de la réforme du droit des sûretés, telle que réalisée par l'ordonnance du 23 mars 2006, rend obsolète toute tentative de juridisme à ce niveau. Or, là encore, il est utile de se tourner vers la directive *Collateral* pour un éclairage. C'est à nouveau l'article 2-1 de la directive qui nous enseigne qu'en matière de contrat de garantie financière avec constitution de sûreté, « *le constituant conserve la pleine propriété de ses actifs lorsque le droit afférent à cette sûreté est établi* ». On en déduit que la directive a entendu se référer à des sûretés non translatives de propriété. Mais, était-ce également l'intention des rédacteurs de l'ordonnance de transposition ? Rien ne permet de trancher, d'autant moins que l'ordonnance, sur divers points, a marqué sa distance avec la ligne proposée par la directive²³⁹. De surplus, la majorité des auteurs s'accorde pour voir dans les « contrats de garantie financière avec constitution de sûreté » un gage *stricto sensu*²⁴⁰ rejoignant par là la définition que le rapport au Président de la République a donnée de l'expression « constitution de sûretés », qui précise que les sûretés dont il est question sont des nantissements²⁴¹. Il n'est cependant pas fait mention du fondement de la position prise par ce rapport ni de ses motivations, on pourrait toutefois supposer que les auteurs du rapport ont voulu suivre les dispositions de la directive *Collateral*. Même si tel était le cas, le rapport au président de la République va plus loin que la directive,

²³⁸ V. à ce sujet l'article d'E. CHVIKA, « Du *security interest* sur les marchés de gré à gré soumis au droit français », *Bull. Joly Bourse* 2003, p. 16, spéc. p. 20.

²³⁹ Il en a été ainsi, par exemple, de l'exclusion des contrats de mise en pension du champ d'application de l'ordonnance, ou de manière générale du champ d'application qui a été assigné à l'ordonnance, qui est bien plus restreint que celui de la directive.

²⁴⁰ *Contra*, V. F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », *JCP E* 2005, p. 1800 : pour l'auteur, il ne semble pas devoir être fait de distinction entre des sûretés par remise en pleine propriété et des sûretés par nantissement.

²⁴¹ V. *Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière*, disponible sur le site Internet www.legifrance.gouv.fr

puisqu'il restreint les sûretés au nantissement, là où la directive évoquait plus généralement des sûretés non translatives de propriété. Certes, la valeur contraignante d'un tel document peut être discutable, le texte en question n'étant qu'indicatif. Cette position s'inscrit néanmoins dans la ligne de la directive 2002/47/CE, qui oppose les garanties sous forme de sûretés à celle sous forme de transferts de propriété. En somme, ne pourront donc être assimilées à une garantie financière avec constitution de sûreté, que les sûretés adoptant la forme d'un nantissement et qui respectent les critères spécifiques des articles L. 211-36 et L. 211-38 du Code monétaire et financier, dont, notamment, le nantissement de compte titres et le gage-espèces.

2. Les formes de nantissement admises au titre de la « constitution de sûreté » de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

82. Evolution dans l'appréhension des sûretés non translatives de propriété.

La directive définit en effet le contrat de nantissement comme étant celui « [...] *par lequel le constituant remet au preneur ou en sa faveur, des espèces ou des instruments financiers en garantie et où le constituant conserve la pleine propriété de ces actifs lorsque le droit afférent à cette sûreté est établi* ». De la même manière, l'ancien article 2079 du Code civil prévoit que « *jusqu'à l'expropriation du débiteur, s'il y a lieu, il reste propriétaire du gage, qui n'est, dans la main du créancier, qu'un dépôt assurant le privilège de celui-ci* ». Faut-il dès lors y voir toute forme de nantissement ? La doctrine s'accordait pour voir dans les sûretés non translatives de propriété visées par la directive *Collateral* une référence exclusive à la technique du nantissement de compte-titres (alors appelé gage de compte d'instruments financiers)²⁴². Certains auteurs y voyaient également la possibilité d'inclure le séquestre²⁴³. Le gage-espèces de par sa nature hybride était souvent assimilé à un transfert de propriété fiduciaire. Ainsi, le gage de compte d'instruments financiers se trouvait être l'unique technique qui permet de prendre une sûreté non-translative de propriété. La réforme du droit des sûretés qui a consacré des mécanismes plus flexibles dans le droit commun, dont le gage de créance, a permis d'élargir la palette de techniques de garantie non-translatives de propriété

²⁴² H. SYNDET, « L'objet du gage de compte d'instruments financiers », in *Droit et actualité, Etudes offertes à Jacques Béguin*, Litec, 2005, p. 719, spéc. p. 720.

²⁴³ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc.

recevables au titre du droit issu de la directive *Collateral*, notamment pour l'affectation en garantie d'actifs autres que des instruments financiers admis en compte. La doctrine est unanime pour considérer que la constitution de sûreté à laquelle le texte fait référence peut être réalisée par la voie du recours au nantissement de compte-titres. Cette forme de nantissement serait même la forme qui correspondrait au mieux à la logique de l'article L. 211-38 (a). Du reste, même si la qualification de gage spécial du nantissement pris par application de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier nous paraît discutable, nous retenons, avec M. Praicheux²⁴⁴, que la constitution de sûreté dont il est question ne devrait pas se limiter au stricte cadre du nantissement de compte-titres (b).

a. Le nantissement de compte-titres

83. L'application du nantissement de compte-titres en tant que « sûreté » au sens de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. L'utilisation de la technique de nantissement en tant que couverture des opérations de marché n'a pu sortir de la clandestinité – que nombre d'auteurs ont qualifiée de « délaissement » par la pratique²⁴⁵ – que grâce aux efforts de simplifications introduits par le législateur successivement, à travers la loi du 3 janvier 1983 puis la loi du 2 juillet 1996 qui a permis à l'institution de se muer en gage de compte d'instruments financiers²⁴⁶. Cette

²⁴⁴ *Idem*, n° 370, p. 247-248.

²⁴⁵ V. en ce sens D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 599, p. 339.

²⁴⁶ M. BILLIAU, « Feu le gage de valeurs mobilières en compte, naissance du gage des comptes d'instruments financiers : aperçu rapide sur l'article 102 de la loi du 2 juillet 1996 », *JCP G* 1996, act. n° 39 ; « Le nouveau gage de compte d'instruments financiers », *JCP E* 1996, I 596 ; « Aperçu rapide sur le décret n° 97-509 du 21 mai 1997. Modalités d'application du gage de compte d'instruments financiers », *JCP G* 1997, act. n° 27. - P. CROCQ, « Gage d'instruments financiers », *RTD civ.* 1996, p. 952. - J.-J. DAIGRE, « Précisions relatives au gage de compte d'instruments financiers », *Dr. sociétés* 1997, chron., p. 9. - R. JADOT, « Le gage de comptes d'instruments financiers », *Option finance* 1997, n° 456, p. 30 et n° 457, p. 34. - D. LEGEAIS, « Gage de comptes d'instruments financiers », préc., p. 225, n° 22. - D.-R. MARTIN, *Dictionnaire Joly bourse et produits financiers*, v° « Gage d'instruments financiers », 1997-2, A.408, mis à jour au 28 févr. 2001 ; « Du gage d'actifs scripturaux », *D.* 1996, chron., p. 263. - H. LE NABASQUE, J.-M. GAILLARD et M. BAFFREAU, « L'assiette du nantissement de compte d'instruments financiers », *RD bancaire et bourse* n° 67, mai-juin 1998, p. 81 ; S. MOUY et H. de VAUPLANE, « Gage sur titres : une réforme innovante », *Banque* 1996, n° 573, p. 54 ; « La réforme du nantissement des titres dématérialisés », *Banque & Droit* n° 48, juill.-août 1996, p. 3 ; « Nantissement de compte d'instruments financiers : la réforme enfin en place ! », *Banque* juill.-août 1997, n° 583, p. 55 ; D. ROBINE, « Le gage de compte d'instruments financiers », *Droit et patrimoine*

sûreté porte sur un compte composé d'instruments financiers, et remplace, depuis la loi du 2 juillet 1996, le nantissement de valeurs mobilières pris isolément²⁴⁷, tout en élargissant son champ. Elle se dénommait « gage de compte d'instruments financiers » et instituait ce qu'il est admis de décrire comme un véritable nantissement d'universalité qui se définit de manière distincte de son contenu²⁴⁸. L'objet du nantissement, au sens de son assiette, n'est donc pas la composante arithmétique résultant de l'addition des valeurs qui sont inscrites au compte gagé, mais le compte lui-même, en tant que contenant, substitué aux valeurs qui le composent²⁴⁹. L'ordonnance du 24 février 2005 a permis de confirmer l'extension de l'assiette de ce nantissement pour couvrir les accessoires compléments et substituts des instruments financiers. Par ailleurs, depuis la loi du 2 juillet 1996 et jusqu'à l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 24 février 2005, le gage de compte d'instruments financiers se trouvait être le seul mécanisme d'affectation en gage des instruments financiers. La question d'une concurrence éventuelle est posée depuis l'introduction par cette ordonnance d'un article L. 211-38 dans le Code monétaire et financier. En l'état actuel du droit français, il existe une forme spéciale pour l'affectation de titres financiers en nantissement : le nantissement de compte-titres. Deux questions se posent principalement : Tout d'abord, est-il envisageable d'avoir un cumul entre l'article L. 211-20 et l'article L. 211-38 ? Ensuite, Il convient d'examiner si du fait de l'application de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, le nantissement de compte-titres, prenant pour assiette un compte et exclusive de toute autre, peut être contournée. Les titres financiers pourraient alors être affectés en garantie, non-translative de propriété, autrement que par le biais de l'article L. 211-20.

84. Un cumul de régimes juridiques pour le nantissement de compte-titres prenant la forme d'une garantie de l'article L. 211-38 ? Les auteurs s'accordent

juill. 2002, p. 70 ; Y. SEXER, « Nantissement de compte d'instruments financiers », *Bull. ANSA* mai-juin 1997, n° 2892.

²⁴⁷ Le nantissement de valeurs mobilières avait été introduit à l'article 29 de la loi du 3 janvier 1983, qui avait tiré les conséquences de la loi relative à la dématérialisation des valeurs mobilières : V. D. LEGEAIS, « Gage de comptes d'instruments financiers », préc.

²⁴⁸ Ce que M. Martin décrit comme « l'idée neuve, moderne, dynamique et pleine de virtualités, que la sûreté a pour assiette un compte », D.-R. MARTIN, « Quel gâchis », préc., p. 72.

²⁴⁹ P.-G. MARLY, « De quelques avatars du gage de compte d'instruments financiers (à propos de l'ordonnance du 24 février 2005 sur les contrats de garantie financière) », *Banque & Droit* sept.-octobre 2005, p. 34.

pour dire que les garanties de l'article L. 211-38, qui s'appuient sur la « constitution de sûreté », couvrent nécessairement²⁵⁰, et quelle que soit l'interprétation donnée à l'expression « constitution de sûreté », le nantissement portant sur des titres financiers²⁵¹. L'application de l'article L. 211-38 aux nantissements de compte-titres soulève alors certaines interrogations. Si le nantissement de compte-titres est éligible au bénéfice de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, ce que la doctrine semble admettre, il convient de se demander si le formalisme imposé par l'article L. 211-20 du même code doit être respecté. Par ailleurs, du fait que l'application de la garantie de l'article L. 211-38 est souvent concomitante avec l'application du régime de la sûreté sous-jacente sur laquelle une telle garantie se greffe, se pose la question de savoir si l'application de l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier au titre de la constitution de sûreté à laquelle renvoie l'article L. 211-38 affecte le domaine d'application *ratione materiae* de la sûreté spéciale, aux contours bien définis, qu'est le nantissement de compte-titres. Ainsi un cumul pourrait affecter tant la forme que le champ d'application initialement prévus à l'article L. 211-20. Il convient d'appliquer à ces questions une lecture qui privilégie la complémentarité entre un texte spécial (l'article L. 211-20) et un texte général (l'article L. 211-38). Ainsi, la spécificité de l'article L. 211-20, tant dans sa forme que dans son domaine devrait être préservée. En revanche, pour tout ce qui ne remet pas en question les spécificités du régime de l'article L. 211-20, la flexibilité que permet l'article L. 211-38 devrait prévaloir. On devrait ainsi pouvoir admettre l'applicabilité des dispositions permettant un droit d'utilisation au nantissement de compte-titres répondant aux exigences du domaine d'application de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.

85. Le nantissement de compte-titres est-il exclusif de toute autre forme de gage d'instruments financiers ? Un nantissement sur titres financiers isolés, pris en dehors de l'hypothèse de l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier est-il possible ? Si l'on souscrivait à une telle lecture, quel serait alors l'intérêt de maintenir le régime de l'article L. 211-20 s'il est notamment privé du monopole du nantissement des titres financiers ? En admettant, dans le cadre de l'article L. 211-38, le nantissement

²⁵⁰ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », *RD bancaire et fin.* mai-juin 2005, p. 57-58.

²⁵¹ F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc.

d'instruments financiers, *ut singuli*, sans pour autant abolir le régime de l'article L. 211-20, l'application cumulative des deux textes offrirait aux praticiens une grande flexibilité, en permettant de bénéficier d'un régime de nantissement de titres financiers très flexible. Certains auteurs n'ont pas hésité à voir dans l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier un feu vert donné au nantissement isolé d'instruments financiers en dehors du support du compte-titres²⁵². Ainsi, le constituant désireux – ou répondant aux désirs de son bénéficiaire – d'affecter en nantissement l'universalité que constitue le compte, avec les avantages que cela lui offre au niveau de l'évolution des actifs, pourrait continuer à le faire et cette institution garderait son monopole sur l'affectation en garantie des titres financiers, sous réserve de l'hypothèse de son application par le biais de l'article L. 211-38, en tant que « constitution de sûreté » au sens de ce dernier. Cette solution rendrait l'idée française du gage portant sur des instruments financiers plus compréhensible pour les acteurs étrangers, qui éprouvent, parmi les praticiens en particulier, des difficultés à saisir l'idée d'un gage de compte. En revanche, si l'on souscrivait, là encore, à la vision qui voudrait voir dans l'article L. 211-38 le général et l'article L. 211-20 la sûreté de droit spécial, il ne serait alors pas permis, en vertu de la maxime *specialia generalibus derogant*, de recourir à l'article L. 211-38 pour constituer un gage d'instruments financiers isolés. Or, au lendemain de la loi de modernisation des activités financières qui a introduit cette nouvelle forme de gage à son article 29, une doctrine très autorisée, y voyait un choix offert au constituant du gage d'affecter en garantie soit des instruments financiers pris *ut singuli*, soit un compte d'instruments financiers²⁵³. Bien que cette voie n'ait pas été suivie, la question de l'affectation en garantie de titres *ut singuli* a donc toujours existé en filigrane, et la transposition de la directive *Collateral* aussi bien que la réforme du droit des sûretés ont permis de remettre le débat sur la place publique. La commission Grimaldi a proposé, dans son projet de réforme, d'abandonner le recours au compte pour constituer le gage portant sur des instruments financiers²⁵⁴. Une telle proposition n'a cependant pas été retenue. Certains auteurs se sont prononcés en faveur de l'interprétation de l'article L. 211-38 dans un sens qui permettrait la constitution de garanties sur des

²⁵² H. SYNDET, « L'objet du gage de compte d'instruments financiers », in *Droit et actualité, Etudes offertes à Jacques Béguin*, Litec, 2005, p. 719

²⁵³ P. CROCQ, « Gage d'instruments financiers », préc., p. 954, n° 4.

²⁵⁴ H. SYNDET, « Le nantissement des meubles incorporels », préc., p. 66.

instruments financiers isolés²⁵⁵, en recourant ainsi à une des techniques de nantissement que le Code civil autorise depuis la réforme du droit des sûretés en 2006. La constitution de nantissement sur des titres isolés devrait ainsi emprunter la voie d'une sûreté autre que le nantissement de compte-titres qui, en tant que sûreté spéciale, devrait continuer à obéir aux règles de forme auxquelles il est soumis, même quand il épouse le régime de l'article L. 211-38. Ainsi, toutes les fois où les conditions relatives au champ d'application tracé par l'article L. 211-38 se trouveraient réunies, il serait possible de constituer un nantissement de droit commun, pour nantir des instruments financiers pris isolément, des espèces ou des créances.

b. Les nantissements de droit commun

86. **L'essor du gage-espèces sur les marchés financiers.** Le gage-espèces est sans doute la forme de garantie la plus usitée sur les marchés financiers²⁵⁶. Cette technique a d'ailleurs fait l'objet d'une attention particulière dans la directive *Collateral*, puisque le Considérant (18) de cette directive souligne l'importance pour les Etats membres « *de fournir des garanties en espèces selon des systèmes de transfert de propriété et de constitution de sûreté, respectivement protégés par la reconnaissance des mécanismes de compensation (netting) ou du régime du gage-espèces* »²⁵⁷.

87. **Difficulté de qualification du gage-espèces.** La difficulté avec cette garantie relève surtout de sa véritable qualification, tant elle présente les éléments caractéristiques des deux grandes familles de garanties mobilières, à savoir le

²⁵⁵ S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 101, p. 113.

²⁵⁶ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc., p. 28. - P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc. - S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », *RD bancaire et fin.* mai-juin 2005, p. 56, spéc. p. 59. Pour la place des sûretés portant sur des espèces dans la garantie des opérations sur les produits dérivés, V. *ISDA Margin Survey 2007*.

²⁵⁷ On ne peut, au passage, que souligner le caractère malheureux, voire le non-sens, de la formule employée par ce considérant. En effet, même si l'on saisit la volonté du législateur européen de mettre l'accent sur l'importance de garantir le jeu du gage-espèces, cependant, l'idée exprimée et qui voudrait constituer une sûreté qui soit protégée par le régime du gage-espèce, ne traduit pas vraiment une pensée intelligible au regard de nos concepts juridique en droit des sûretés.

nantissement²⁵⁸ et le transfert de propriété à titre de garantie²⁵⁹. Soulignant la double nature du gage-espèce, le Professeur Synvet remarque que tant l'analyse qui y voit un nantissement, que celle qui y voit une technique de transfert de propriété peuvent se défendre : « *lorsqu'on parle les uns avec les autres, on rencontre une certaine ambiguïté : sous l'expression "gage-espèces" tout le monde ne met pas toujours la même chose. Ainsi, il nous a semblé utile de clarifier sans imposer. Ce qui a été proposé, c'est un choix car il n'y aucune analyse qui mérite de l'emporter. On peut concevoir les choses aussi bien sous la technique du transfert de propriété que sous celle du nantissement* »²⁶⁰. Sans rentrer dans le détail de ce débat qui dépasse le cadre de notre travail²⁶¹, il conviendrait cependant d'observer tout d'abord que la reconnaissance par la Cour de cassation de la validité du gage-espèces est à saluer. Elle a permis, pendant des années où la question des transferts fiduciaires était embryonnaire en France ou du moins manquait de fondement solide, d'offrir un cadre juridique à une institution très prisée par la pratique. De fait, la subtilité du gage-espèces a permis de concevoir que l'intention des parties peut être investie du pouvoir de faire l'arbitrage entre un gage-espèce dont l'objet de la convention de remise n'est pas le transfert de propriété de la monnaie mais seulement sa constitution en gage, et les cas où les parties conviennent de ne pas opérer un tel transfert de propriété²⁶². Quelle que soit l'issue de cette discussion théorique, la pratique a toujours été en faveur de l'utilisation du gage-espèce en matière financière. Il est probable que les avantages d'immunité qu'offre l'article L. 211-38 puissent être mis à profit par la pratique dans le cadre de gages-espèces. Il est dès lors intéressant de voir si le bénéfice de ce régime peut également profiter à des garanties de droit étranger.

²⁵⁸ Certains auteurs estiment que la nature des actifs scripturaux, en l'occurrence, des espèces, n'exclut pas la qualification de gage : V. Ph. SIMLER et Ph. DELEBECQUE, *Les sûretés, la publicité foncière*, 2^e éd., Dalloz, 1995, n° 546 ; D. DOISE, « Nantissement et monnaie, de comptes et de valeurs mobilières », *RJ com.* 1994, p. 30.

²⁵⁹ Pour certains auteurs, seule la qualification de fiducie-sûreté de la remise d'espèces à titre de garantie serait correcte : Ch. LARROUMET, note sous Cass. com., 9 avr. 1996.

²⁶⁰ V. les discussions qui ont suivi l'intervention du Professeur Synvet sur « Les insuffisances du droit positif et les réformes proposées par le groupe de travail Grimaldi », publiées dans le cadre des actes du colloque organisé par l'Association Européenne pour le Droit Bancaire et Financier (AEDBF-France) le 23 janvier 2006 à la suite des réflexions du Conseil d'Administration de l'AEDBF et de son président alors en fonction, M. Hubert de VAUPLANE.

²⁶¹ Sur cette question, et notamment la compatibilité du gage-espèces avec les dispositions postérieures à la réforme du droit commun des sûretés en 2006, V. D. LEGEAIS, « Le gage-espèces après la réforme des sûretés », préc., p. 70.

²⁶² H. DE VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », *RD bancaire et bourse* n° 70, nov-sept. 1998, p. 197 et spéc. p. 199-200.

88. **Le nantissement de créances.** L'introduction par l'ordonnance du 23 mars 2006 du régime du gage de meubles incorporels des articles 2355 à 2366 du Code civil a ouvert de nouvelles possibilités pour les sûretés mobilières de droit commun. Certains auteurs ont rapidement vu dans cette nouvelle institution une potentialité pour une application intéressante de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier²⁶³. Cette position restait timide du fait notamment de la lecture restrictive qu'on pouvait donner de la « constitution de sûreté » au sens de l'article L. 211-38, qui semblait devoir être limitée aux gages de comptes d'instruments financiers²⁶⁴. Aujourd'hui la possibilité d'application de cette institution sous le régime de l'article L. 211-38 semble être largement admise par la doctrine²⁶⁵.

B. Une définition qui peut embrasser des sûretés de droit étranger

89. **Maintien du champ d'application antérieur.** La formule utilisée par l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, même si elle procède de la transposition de la directive *Collateral*, elle n'est toutefois pas sans rappeler la rédaction de l'alinéa 5 de l'article L. 431-7 du même Code, dans sa rédaction antérieure à la transposition de ladite directive. Nous retrouvons en effet, dans cet alinéa 5, une référence à la constitution de garanties : « *A titre de garantie des obligations régies par la ou les conventions-cadre, les parties peuvent également prévoir des remises, en pleine propriété, à titre de garantie et opposables aux tiers sans formalité [...], ou la constitution de sûretés sur de tels biens* »²⁶⁶. De la comparaison des deux textes, il paraît évident que l'ordonnance de transposition n'a, sur ce point du moins, pas révolutionné le droit antérieur. Pour mieux comprendre la notion de « constitution de sûretés » à laquelle le nouveau texte se réfère, et en l'absence d'autres indications par ce texte quant à la nature et à l'étendue de cette notion, il convient de se reporter à

²⁶³ M.-E. MATHIEU, « Une garantie financière attractive : le gage sans dépossession », *Option finance* n° 887, juin 2006, p. 32.

²⁶⁴ V. à ce titre, *Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière*.

²⁶⁵ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », *Rép. sociétés Dalloz*, n° 113, p. 22 ; X. de KERGOMMEAU et Ch. van GALLEBAERT, « L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », préc.

²⁶⁶ Souligné par nos soins.

l'acception donnée à la « constitution de sûretés » sous l'ancien texte. Les conventions-cadres se réfèrent souvent à des sûretés non connues de notre droit, régies par des droits étrangers. Il en est ainsi de la convention-cadre de l'ISDA qui dans son Annexe revoit au *security interest* soumis au droit de New York. La version initiale de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, issue de l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 se référait exclusivement aux remises en propriété à titre de garantie. Il était donc vital pour la sécurité juridique des opérations sur les marchés à terme, de prévoir la possibilité de constituer d'autres formes de sûretés. De là vient l'intérêt de l'introduction par la loi du 15 mai 2001 dans le texte de l'article L. 431-7 d'une référence aux remises en propriété et la constitution de sûretés, permettant désormais d'inclure tant des sûretés françaises non translatives de propriété, que des sûretés de droit étranger. Pour ces dernières, la formule générale utilisée par l'article L. 431-7 permet également d'éviter toute discussion relative à leur qualification, exercice relativement périlleux du reste. L'objectif principal de la mesure introduite par la loi du 15 mai 2001 était ainsi de fournir un cadre sûr pour la prise de sûretés sous le droit de l'Etat de New York afin de garantir les obligations sous les contrats-cadres, notamment dans les conventions sur produits dérivés de l'ISDA²⁶⁷.

90. **Conclusion du chapitre.** La garantie des obligations financières de l'article L. 211-38 introduit une approche nouvelle, inconnue jusque là en droit des sûretés. Certes, certaines notions telle que la couverture sont des notions cadres. Cependant, la garantie des obligations financières présente à plusieurs égards des spécificités qui font son caractère novateur. Il s'agit, d'une part, d'une notion qui présente un caractère de généralité, puisqu'elle joue le rôle de notion de référence à laquelle d'autres textes, plus spécifiques, font renvoi. D'autre part, la garantie des obligations financières est une garantie duale, en ce qu'elle recouvre deux formes possibles de techniques de garantie, l'affectation d'actifs en garantie et le transfert de propriété à titre de garantie. Or, si par sa dualité, sa généralité et son origine, la notion de garantie des obligations financières porte les gênes de la notion de contrats de garantie financière, elle s'en distingue toutefois en ce qu'elle n'englobe pas les garanties sous jacentes, mais se contente de leur greffer un régime additionnel.

²⁶⁷ A propos des garanties constituées en droit de l'Etat de New York V. le rapport *ISDA Margin Survey 2009*, sur www.isda.org.

L'étude de la notion de garantie des obligations financières, dans ses dimensions européenne et française, ouvre le champ à l'examen des critères d'application des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.

CHAPITRE II

CRITÈRES D'APPLICATION DE LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES

91. **L'approche nouvelle des articles L. 431-7 et L. 211-38 du Code monétaire et financier.** Avant l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 24 février 2005, l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier définissait le champ d'application des opérations de compensation et de cession de créances comme couvrant « *les dettes et les créances afférentes à toutes opérations sur instruments financiers, lorsqu'elles sont effectuées dans le cadre du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ou lorsqu'elles sont régies par une ou plusieurs conventions-cadres respectant les principes généraux des conventions-cadres de place, nationales ou internationales, et organisant les relations entre deux parties au moins, dont l'une est un prestataire de services d'investissement ou un établissement public ou une institution, entreprise ou un établissement bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2 ou un établissement non résident ayant un statut comparable* ». Ce texte traçait trois limites au champ d'application des opérations de compensation : il ne visait, en premier lieu, que les opérations sur instruments financiers ; il exigeait ensuite concernant le cadre dans lequel avaient lieu les opérations en cause qu'elles soient effectuées dans le cadre du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ou qu'elles soient régies par une ou plusieurs conventions-cadres respectant les principes généraux des conventions-cadres de place nationale ou internationale. Et, finalement, il imposait que l'une des parties à la convention-cadre soit un prestataire de services d'investissement ou un établissement public ou une institution, entreprise ou un établissement bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2 ou un établissement non résident ayant un statut comparable. La deuxième de ces conditions, qui posait un critère alternatif, est supprimée par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 éliminant ainsi l'obligation de se soumettre à une convention-cadre²⁶⁸, ce qui autorise une plus grande liberté contractuelle²⁶⁹.

²⁶⁸ F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières (Ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières) », préc., spéc. p. 1803, n° 12.

²⁶⁹ Cela pourrait, néanmoins, avoir pour conséquences, comme le souligne M. Auckenthaler, tout en relevant la latitude conférée aux parties, d'affaiblir la sécurité de la transaction : « *les parties pourront*

92. **Les trois critères actuellement applicables.** Aujourd'hui la spécificité du champ d'application des garanties de l'article L. 211-38 réside dans sa définition par rapport à trois critères concomitants où sont croisés la qualité des parties et le caractère financier de l'obligation garantie en plus de la traditionnelle référence à la nature des actifs. Ainsi, à un premier critère de définition rattachant la sûreté à l'objet (au sens d'assiette) auquel elle s'applique (section 1), qu'on pourrait considérer comme critère usuel pour la définition des sûretés réelles, la matière semble présenter des critères de définition spécifiques qui viennent s'ajouter au critère de l'assiette. Il en est ainsi du critère de définition qui s'appuie sur la qualité des parties et du celui qui s'appuie sur la nature des obligations couvertes (section 2).

SECTION 1: LE DOMAINE D'APPLICATION QUANT AUX ACTIFS

93. **La définition large des actifs admis au titre de la directive.** Les articles 1, § 1 et 1, § 4, a) de la directive du 6 juin 2002 dessinent les contours du champ d'application matériel des garanties couvertes par la directive. Ils énoncent de manière large que les garanties doivent, pour entrer dans son champ d'application, avoir pour objet des espèces ou des instruments financiers. A ces deux types d'actifs, la directive 2009/44/CE, qui modifie la directive *Collateral*, rajoute les créances privées. Il convient de noter qu'il ne s'agit là que du « domaine irréductible » de la directive qui a laissé aux Etats membres la possibilité d'y inclure d'autres actifs²⁷⁰. C'est ainsi que l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, introduit par l'ordonnance du 24 février 2005 portant transposition de la directive *Collateral*, a profité de la latitude que lui offre la directive pour étendre davantage le champ de l'ancien article L. 431-7²⁷¹. En

donc fixer librement les termes et conditions de leurs droits et de leurs obligations dans toute forme de convention. Il n'est toutefois pas sûr que la suppression du recours incitatif aux conventions-cadres de place aille dans le sens d'une plus grande sécurité des opérations de marché. Dans la pratique, les parties continueront vraisemblablement de les utiliser en raison de la prévisibilité juridique qui y est attachée » : F. AUCKENTHALER, préc.

²⁷⁰ D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., n° 7, p. 523.

²⁷¹ La loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 souligne bien l'élargissement du champ d'application *ratione materiae* par rapport au dispositif antérieur, en précisant « *La transposition de la directive nécessite certains aménagements :- un élargissement très important du champ matériel d'application du*

effet, conformément à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, les garanties financières peuvent être composées d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent : « *A titre de garantie des obligations financières présentes ou futures mentionnées à l'article L. 211-36, les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalités, d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits [...] »²⁷². L'article L. 431-7, dans sa version antérieure à l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 24 février 2005, visait les garanties supposant la remise « *de valeurs, titres, effets, créances ou de sommes d'argent* ». Mais le champ d'application des garanties restait limité. Il s'applique ainsi aux garanties portant sur des « *valeurs, instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent* ». Il est dès lors utile d'aborder ces catégories une par une, afin de mieux cerner le champ d'application des garanties financières (§ 2). L'application de l'article L. 211-38 étant souvent concomitante avec d'autres textes, il importe de voir quelle peut être l'incidence de l'application cumulative de l'article L. 211-38 avec d'autres textes (tels que les articles L. 330-2 et L. 211-20 du Code monétaire et financier) sur le domaine d'application *ratione materiae* des garanties financières (§ 1).*

§ 1 Le mécanisme de garantie utilisé : un élément déterminant de la composition de l'assiette de la garantie

94. Afin d'examiner les actifs éligibles au titre de l'article L. 211-38, il convient d'examiner d'une part, la spécificité des domaines de chacune des garanties sous-jacentes (A), et, d'autre part, la question parfois délicate de l'articulation du domaine de l'article L. 211-38 avec les domaines de chacune des garanties sous-jacentes (B).

régime des garanties financières : l'éventail des contrats susceptibles d'être couverts par ces garanties est aujourd'hui limité aux seules opérations sur instruments financiers, la directive prévoit son extension à tous les types de contrats qui comportent un règlement en espèces ou la livraison d'instruments financiers ce qui, dans la pratique, couvre tout type de contrat [...] » : Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 4.

²⁷² Souligné par nos soins.

A. La spécificité des domaines de chacune des garanties sous-jacentes

95. **Un champ d'application qui dépasse les instruments financiers.** Nous avons précédemment vu que les sûretés réelles sont généralement définies par rapport à la nature des actifs. Il existe ainsi un rapport direct entre le mécanisme choisi pour la garantie sous-jacente et la nature des actifs²⁷³. A l'inverse, le choix de la garantie utilisée est de nature à limiter les catégories d'actifs qui peuvent être affectés. Pour l'article L. 211-38 qui s'appuie sur une garantie sous-jacente, il y a ainsi un double critère à respecter : le critère d'éligibilité des actifs au titre de la garantie sous-jacente et le critère d'éligibilité au titre de la garantie des obligations financières. Le droit français issu de la loi de modernisation des activités financières connaissait déjà un champ d'application matériel relativement étendu. Si le gage de compte d'instruments financiers ne pouvait être constitué que sur des instruments financiers admis en compte, les remises en pleine propriété bénéficiaient déjà d'un champ relativement large. En effet, l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier visait les garanties supposant la remise « *de valeurs, titres, effets, créances ou de sommes d'argent* ». Ce texte avait déjà permis de pousser les frontières du droit spécial au-delà des simples instruments financiers, que l'ordonnance du 24 février 2005 est récemment venue élargir davantage, y incluant les contrats et remplaçant la référence aux titres par une référence expresse aux instruments financiers. Dans la directive *Collateral*, et jusqu'à l'entrée en vigueur de la directive modificative 2009/44/CE, les nantissements autant que les transferts de propriété à titre de garantie prenaient exclusivement pour assiette des instruments financiers ou des espèces²⁷⁴. La directive 2009/44/CE a permis d'admettre les créances

²⁷³ Certains auteurs ont mis en évidence la complexité que génère l'association de régimes et de techniques différentes suivant la nature des actifs : « *There are around 50 different types of assets in the sense that they are treated differently in many jurisdictions so far as the security regime is concerned. Thus Article 9 of the American UCC contemplates a differing regime for over 40 types of assets apart from immoveables (land). Sometimes the difference of treatment is marginal, sometimes major. The number of assets depends again on the fineness of the taxonomic slicing, whether one is a lumpner or a splitter. The different treatment of asset classes by the legal regime can be, and often is, vastly overdone* » : Ph. WOOD, *Comparative Law of Security Interests and Title Finance*, préc., n° 3-021, p. 53.

²⁷⁴ « *Trois Etats membres – la République tchèque, la France et la Suède – ont étendu la liste des actifs pouvant être fournis en garantie en vertu de la directive à certaines catégories spécifiques de créances, telles que les créances privées. Ils ont ainsi élargi le champ d'application matériel de la directive dans leur ressort territorial. La République tchèque a inclus les créances privées dans ses mesures nationales de transposition. La France reconnaît également les créances et différents types de droits, pour autant qu'ils soient cessibles. En Suède, ce sont les prêts monétaires qui ont été inclus dans les mesures nationales de transposition. Dans d'autres Etats membres aussi, les créances privées peuvent être*

privées (*credit claims*) au bénéfice de la directive *Collateral* au même titre que les espèces et instruments financiers²⁷⁵.

B. Articulation du domaine de l'article L. 211-38 avec les domaines des garanties sous-jacentes

96. **Limitation dans le champ d'application de la règle dérogatoire.** Le cumul entre le régime spécifique de la garantie sous-jacente et celui de l'article L. 211-38 n'est pas sans soulever quelques difficultés de compatibilité entre les champs d'application *ratione materiae* des garanties sous-jacentes et celui de l'article L. 211-38. L'incidence de l'application cumulative de l'article L. 211-38 avec d'autres textes et notamment l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier relatif au nantissement de compte-titres mérite une attention particulière. Les sûretés sous-jacentes se voient appliquer le régime juridique que la loi leur assigne normalement. Elles ne sont pas affranchies des règles qui gèrent leur régime du simple fait de leur application aux garanties des obligations financières de l'article L. 211-38.

97. **Spécificité de l'assiette du nantissement de compte-titres.** Quelle que soit la position à prendre vis-à-vis de l'interprétation de la référence à la constitution de sûretés, les auteurs s'accordent sur le fait que les « contrats de garantie financière avec constitution de sûreté » couvrent nécessairement, voire principalement, le nantissement portant sur des instruments financiers²⁷⁶. Or, en l'état actuel du droit français, la seule forme connue pour un tel nantissement, est celle du nantissement du compte-titres. Se pose dès lors la question de savoir si, du fait de l'application de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, cette forme de nantissement, prenant pour assiette un compte et exclusive de toute autre, peut être contournée. En d'autres termes, se pose la question de savoir si cette disposition ouvre une possibilité de donner une garantie financière par constitution de sûreté (un nantissement donc, comme on l'a vu au

fournies en garantie, mais sous réserve du respect de certaines conditions légales » : *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 6.

²⁷⁵ *Idem.*

²⁷⁶ F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc.

chapitre précédent) des instruments financiers pris individuellement, *ut singuli*, indépendamment de la constitution d'un compte spécial qui serait le contenant objet de l'affectation en gage comme l'exige l'article L. 211-20. Par ailleurs, faut-il comprendre que l'article L. 211-38 affranchit de toute condition propre au régime original de la garantie sous-jacente, y compris toute condition posant une restriction à l'admission de certains actifs ? L'article R. 431-5 du Code monétaire et financier prévoit que les régimes de constitution et de réalisation du gage de compte d'instruments financiers (nantissement de compte-titres), « *ne s'appliquent pas aux nantissements portant sur des instruments financiers qui ne donnent pas lieu à une inscription en compte auprès d'un intermédiaire habilité, d'un dépositaire central ou, le cas échéant, de la personne morale émettrice. Ces nantissements demeurent soumis aux dispositions, selon le cas, des articles 2071 et suivants du code civil ou L. 521-1 et suivants du code de commerce* ». Ce qui, en d'autres termes, réduit le champ du gage de compte d'instruments financiers aux actifs scripturaux. La remarque formulée par M. Martin à cet égard, n'a pas perdu de son actualité : « *Ainsi déterminé, le domaine d'application de l'article 29 présente la particularité de ne pas embrasser tous les instruments financiers mais, parmi eux, les seuls instruments admis à la scripturalisation. Le texte ne régit donc pas tant le gage d'instruments financiers que le gage d'actifs scripturaux* »²⁷⁷. La même difficulté se pose pour les instruments financiers à terme. Ces instruments ne peuvent donner lieu à une inscription en compte puisqu'il s'agit d'instruments hors-bilan qui se trouvent exclus du domaine d'application du nantissement de compte-titres²⁷⁸. L'application du régime de l'article L. 211-38 permet-elle une dérogation à ces règles ? Ni le texte de l'article L. 211-38 ni l'article 1^{er} de la directive *Collateral* ne permettent de déterminer si la « constitution de sûretés » visée à l'article L. 211-38 devrait s'entendre d'un gage ou nantissement de titres isolés ou si elle pourrait être effectuée par le biais du nantissement du contenant qu'est le compte titres. Pour M. Praicheux, le droit issu de la directive *Collateral* « *n'interdit pas non plus le passage forcé des instruments financiers par un compte pour pouvoir les affecter en garantie. En effet, le "contrat de garantie financière avec constitution de sûreté" est seulement défini comme "un contrat par lequel le constituant remet au preneur ou en sa faveur [...] des*

²⁷⁷ D.-R. MARTIN, « Gage d'instruments financiers », préc., n° 10, p. 5.

²⁷⁸ S. MOUY et H. de VAUPLANE, préc., n° 583, p. 53 ; D. R. MARTIN, « Gage d'instruments financiers », préc., n° 11, p. 6.

instruments financiers en garantie et où le constituant conserve la pleine propriété de ces actifs lorsque le droit afférent à cette sûreté est établi". Ce "contrat de garantie financière avec constitution de sûreté" constitue lui aussi un gage spécial établi à l'usage des opérateurs de marché »²⁷⁹.

98. **Solution du conflit vertical.** M. Robine a souligné que chaque fois que les dispositions du régime d'origine de la garantie vont à l'encontre des dispositions de l'article L. 211-38, ces dernières devraient prévaloir²⁸⁰. La philosophie dérogatoire de l'article L. 211-38 invite à souscrire à cette position. Toutes les fois où un trait de la garantie sous-jacente se trouve en conflit avec les dispositions de l'article L. 211-38, celles-ci devraient prévaloir. Mais cette règle ne nous renseigne que pour la partie concernant un conflit vertical entre l'article L. 211-38 et une garantie sous-jacente. La question de la solution à donner à une situation de concurrence entre l'article L. 211-38 et les autres garanties réelles financières qui sont, en quelque sorte des garanties du même niveau, reste posée. Les règles normalement applicables aux garanties sous-jacentes continueront d'en régir tous les aspects, à l'exception des points sur lesquels l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier apporte une dérogation²⁸¹. Il n'est, par ailleurs, pas créé une sûreté nouvelle en résultat de l'application du régime de l'article L. 211-38 de manière cumulative avec le régime de la sûreté sous-jacente. En outre, nous pensons que pour les instruments financiers, la forme du nantissement de compte-titres prescrite par l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier devrait être respectée. Toutefois, pour les autres catégories d'actifs éligibles au régime de l'article L. 211-38, les formes de nantissement de droit commun devraient également être admises étant donné que le législateur n'a pas imposé une forme particulière pour leur affectation en garantie. En définitive, nous pensons que l'application cumulative ne devrait pas changer la nature des institutions et leur régime d'origine. Le champ de la règle dérogatoire est restreint aux domaines qu'elle vise²⁸². Les difficultés

²⁷⁹ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 370, p. 247-248.

²⁸⁰ D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc.

²⁸¹ X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT, « L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », préc.

²⁸² Dans le même sens, V. S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc. ; S. DESENNE-DJOUÏ, « L'efficacité de la compensation en matière financière », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, n° 33, p. 117.

d'interprétation écartées, on peut dès lors examiner la composition de l'assiette des garanties des obligations financières.

§ 2 La composition de l'assiette des garanties des obligations financières

99. **Une extension progressive du champ *ratione materiae*.** En vertu de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier « *les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalités, de valeurs, instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits* ». Les actifs financiers concernés dépendent parfois du type de marché concerné. Ainsi, à l'opposé du marché actions qui peut être un marché réglementé ou non, le marché obligataire est principalement un marché de gré à gré ou marché OTC. A l'origine, les garanties spéciales se rattachaient principalement aux titres. Elles ont ensuite été étendues aux espèces. Avant l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 24 février 2005, les actifs admis dans le cadre de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier pour constituer l'assiette de la garantie comprenaient toutes sortes de valeurs mobilières et titres de créances négociables, qu'ils soient négociés sur un marché français ou étranger, réglementé ou de gré à gré, ainsi que tous effets publics ou privés. La loi ne faisait pas référence à la notion d'instruments financiers et les instruments financiers à terme étaient exclus. La directive *Collateral* qui ne fournit pas une définition des garanties financières souligne cependant dans son considérant (3) qu'« *il y a lieu d'instituer un régime communautaire applicable aux garanties remises, sous la forme d'espèces ou d'instruments financiers (ci-après dénommés "garanties financières")* »²⁸³. L'article 1^{er}, par. 4 a), rajoute que « *la garantie financière doit être constituée par des espèces ou des instruments financiers* ». Le texte de l'article L. 211-38 vise ces deux catégories sans les limiter aux actifs scripturalisés. On peut ainsi, théoriquement y inclure l'argent fiduciaire ainsi que les titres étrangers non représentés par une inscription en compte. Ainsi, aux actifs scripturaux traditionnellement concernés par les garanties boursières (A), il convient d'ajouter des formes d'actifs qui ne sont pas scripturalisés, mais qui ont été reconnus comme éligibles au titre des garanties des obligations financières (B).

²⁸³ Cet article a été par la suite étendu aux créances par la directive 2009/44/CE.

A. Les actifs scripturalisés

100. Les actifs scripturalisés sont ceux admis en compte et représentés par des écritures. Ils correspondent aux actifs visés par la directive Collateral dans sa version initiale : les instruments financiers (1) et les espèces (2).

1. Les instruments financiers

101. **Les instruments financiers visés.** Le texte de l'article L. 211-38 vise en premier lieu les instruments financiers. Cette référence a remplacé, suite à l'ordonnance du 24 février 2005, la référence aux « titres ». Elle réduit de fait le champ d'application *ratione materiae* du droit dérogatoire, tout en le précisant. Il faut entendre les instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier. A travers cette référence aux instruments financiers, contrairement à la référence aux « titres », on cherchait à prendre appui sur une catégorie bien délimitée par la loi. Mais le texte de l'article L. 211-1 a évolué du fait de la modification apportée par l'article 1^{er} de l'ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009 qui a consacré la sous-catégorie des « titres financiers » au sein de la catégorie des instruments financiers²⁸⁴. Nous pensons cependant que ce changement ne devrait pas affecter l'article L. 211-38, qui continue à renvoyer à l'article L. 211-1 quelle que soit la définition que cet article attribue à la notion d'instruments financiers. Les instruments financiers aujourd'hui sont définis comme suit :

« I. - *Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers.*

II. - *Les titres financiers sont :*

1. *Les titres de capital émis par les sociétés par actions ;*

2. *Les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;*

3. *Les parts ou actions d'organismes de placement collectif.*

III. - *Les contrats financiers, également dénommés "instruments financiers à terme", sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret ».*

²⁸⁴ Sur cette réforme, V., notamment, Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 81 et s., p. 87 et s.

On peut par ailleurs concevoir qu'une garantie financière porte sur un titre financier ou un ensemble de titres financiers, réunis au sein d'un portefeuille ou d'une universalité comme le compte de titres financiers. En outre, la garantie peut porter sur des instruments financiers à terme, ou bien sur la convention ou les créances qui naissent d'un contrat d'instrument financier à terme.

102. **Les instruments financiers indisponibles.** Il résulte d'une décision de la Chambre commerciale de la Cour de cassation du 30 septembre 2008²⁸⁵ que les actifs frappés d'indisponibilité peuvent désormais être affectés en garantie avant même l'expiration de la période d'indisponibilité, à condition que celle-ci ne soit que temporaire²⁸⁶. L'indisponibilité a un caractère relatif²⁸⁷, la sûreté peut être prise mais ne peut être réalisée que lorsqu'elle expire. L'espèce concernait, certes, des valeurs mobilières et la sûreté utilisée était un nantissement de compte-titres, mais il a été souligné par la doctrine que la solution de principe qui en résulte devrait s'appliquer au-delà du champ matériel de la décision citée à d'autres types d'instruments financiers²⁸⁸ et à toutes autres formes de sûretés réelles²⁸⁹. Dès lors, nous pensons que cette solution devrait s'appliquer aux garanties épousant le régime de l'article L. 211-38, qu'elles adoptent la forme d'un nantissement de compte-titres ou de toute autre sûreté réelle, pourvu qu'elles ne soient pas translatives de propriété.

²⁸⁵ Cass. com., 30 sept. 2008, pourvoi n° 07-12.768, *Bull. civ.* IV, n° 165 ; *Banque & Droit* 2008, comm. 68, p. 48, obs. N. RONTCHEVSKY ; *BRDA* 2008, n° 17, p. 8 ; *D.* 2008, p. 2596, obs. X. DELPECH ; *JCP E* 2008, I 2353, note S. PIEDELIEVRE ; *JCP G* 2008, II 10192 ; *RD bancaire et fin.* 2008, comm. 171, p. 43, note A. CERLES ; *RD bancaire et fin.* 2009, comm. 33, note Th. BONNEAU ; *RJDA* 2008, n° 1311 ; *RLDC* 2008/54, n° 3188, obs. G. MARRAUD DES GROTTES ; *RTD civ.* 2008, p. 706, obs. P. CROCQ ; *RTD com.* 2009, p. 202, obs. B. BOULOC.

²⁸⁶ En l'espèce il s'agissait d'une indisponibilité sur 5 ans liée à un plan de *stock options*. La Cour affirme que « *l'indisponibilité d'une valeur mobilière, quand elle est simplement temporaire, ne fait pas obstacle à son affectation en nantissement* ».

²⁸⁷ I. RIASSETTO, note sous Cass. com., 30 sept. 2008, *RLDC* juin 2009, p. 25.

²⁸⁸ Mme Riassetto souligne qu'il faudrait néanmoins exclure la catégorie des instruments financiers à terme du champ de cette nouvelle règle : I. RIASSETTO, note sous Cass. com., 30 sept. 2008, préc. V. *contra*, P. PAILLER, *La notion d'instrument financier à terme*, thèse Paris I, 2008, n° 228 et s.

²⁸⁹ I. RIASSETTO, note sous Cass. com., 30 sept. 2008, préc. ; S. PIEDELIÈVRE, note sous Cass. com., 30 sept. 2008, préc. ; N. RONTCHEVSKY, obs. sous Cass. com., 30 sept. 2008, préc.

2. Les sommes d'argent

103. **L'essor des garanties sur espèces.** Sur les marchés financiers, l'essor des garanties sur sommes d'argent n'a jamais tari. L'intérêt pour cette forme de garantie résulte, principalement, de son caractère liquide²⁹⁰. Pour comprendre l'essor des garanties sur espèces, il faut se placer du point de vue de la pratique. Cela a été mis en évidence dans le contexte de la crise financière de 2008. La pratique relève que « *si l'emprunteur de titre fait défaut, le risque de contrepartie existe bien. Quand un hedge fund emprunte des titres, le prime broker reçoit en contrepartie un collatéral. Si c'est du cash, en cas de défaut, les titres sont perdus, mais il reste le cash. En revanche, si le collatéral est en fonds monétaires ou autres classes d'actifs qui ne valent plus rien, cela pose problème quand il y a des rachats* »²⁹¹.

104. **Champ d'application de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.** Faut-il comprendre que le texte admet les nantissements sur espèces – le gage-espèces – en leur préservant la qualification de nantissements, et admet en conséquence ces nantissement de monnaie dans la catégorie des garanties financières par constitution de sûreté ? Nous pensons qu'en comprenant les sommes d'argent dans la catégorie des garanties financières, l'ordonnance permet de consacrer, nonobstant toute tergiversation quant à la nature juridique du gage-espèces, les garanties prenant pour assiette des sommes d'argent, y compris, bien entendu, le gage-espèce, indépendamment de la qualification qu'il pourrait recevoir. Il est peut-être utile de mentionner qu'en pratique le succès du droit issu de la directive *Collateral*, en France comme dans d'autres Etats membres, se manifeste surtout dans les garanties financières portant sur des sommes d'argent²⁹². Les dividendes et coupons des titres financiers sont

²⁹⁰ L'ISDA souligne cette tendance dans son rapport de 2009: « *The results reflect a continuation of the gradual trend toward increased use of cash collateral. This year's results show that the use of both cash and government securities as collateral grew relative to other instruments such as corporate bonds and equities* » : 2009 ISDA Margin Survey, disponible sur le site : www.isda.org.

²⁹¹ Th. SERROUYA, « Les trackers présentent aussi des risques », préc.

²⁹² A cet égard, l'observation vaut autant pour la France que pour les autres Etats membres, ainsi que le souligne M. Anthony Fawcett pour conclure son article sur la transposition de la directive *Collateral* au Royaume-Uni, « *there are some limited circumstances where the Regulations [par Regulations il faut entendre la loi anglaise de transposition de la directive *Collateral*] are proving useful – but these tend to be where the collateral is cash in a transaction which has little or no international element* » : A. FAWCETT, « *The financial Collateral Directive : An Examination of Some Practical Problems Following its Implementation in the UK* », *JIBLR* 2005, n° 6, p. 299.

également visés à l'article L. 211-38 qui se réfère aux espèces. Ceci permet, pour le nantissement de compte-titres, d'inclure le compte de fruits et produits accessoire au compte de titres nanti.

B. Les nouveaux actifs admis au titre des garanties des obligations financières

105. Les valeurs, effets et contrats sont des catégories d'actifs spécifiquement consacrées en droit français avant même l'adoption de la directive Collateral. Il conviendra de les aborder (2) après avoir examiné la catégorie des créances désormais rattachée à la directive Collateral par le biais de l'inclusion des créances privées dans cette dernière (1).

1. Les créances

106. **Admission des créances privées en droit européen.** Bien avant l'entrée en vigueur de la directive *Collateral*, le droit français avait, depuis la loi de modernisation des activités financières, consacré l'éligibilité des garanties données sur des créances, au titre des garanties dérogatoires bénéficiant du régime de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, ancêtre des articles L. 211-36 et L. 211-38 du même code. Cette disposition allait au-delà du champ d'application initial de la directive *Collateral*. Par la directive 2009/44/CE, modificative de la directive *Collateral* ainsi que de la directive sur le caractère définitif des paiements, la Commission européenne a récemment admis les créances privées (*credit claims*) au bénéfice de la directive *Collateral* au même titre que les espèces et instruments financiers. Cette modification fait écho à une décision du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui a opté pour l'éligibilité des créances en tant que garanties admissibles pour les opérations de crédit de l'Eurosystème, à compter du 1^{er} janvier 2007. En effet, à compter de cette date, certaines créances privées étaient déjà devenues éligibles au titre des garanties dans la zone euro. Cette évolution est importante pour les financements interbancaires. La directive 2009/44/CE a pour objectif principal d'adapter la directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des

opérations sur titres et la directive concernant les contrats de garantie financière. Elle a visé, principalement, à étendre le champ d'application matériel de ces deux directives²⁹³. Le champ d'application de la protection assurée par les deux directives est ainsi étendu à de nouveaux types d'actifs (créances privées admissibles pour la constitution de garanties pour les opérations de crédit des banques centrales). Il avait été question dans les discussions préparatoires de limiter la portée de la modification aux fins de la constitution de garanties pour les opérations de crédit des banques centrales²⁹⁴, mais cette piste a été abandonnée et le texte final ne contient pas de telles restrictions. Certains Etats membres admettaient déjà les créances au titre du droit dérogatoire issu de la directive *Collateral*. L'Eurosystème a également admis certaines créances privées²⁹⁵ dans l'assiette de la garantie financière²⁹⁶. Cette extension ouvre la possibilité de recourir à des formes de garantie qui n'étaient pas possibles jusque-là. Elle participe à une meilleure circulation des flux au sein de l'Union européenne et un meilleur accès au crédit pour certaines institutions qui peuvent désormais recourir à la mobilisation de créances pour l'obtention du crédit. La BCE indique que, « *pour les créances sur les seules administrations publiques par exemple, jusqu'à 800 milliards d'euros de créances devraient être reconnues éligibles et pourraient être utilisées par des contreparties à des opérations de crédit de l'Eurosystème* »²⁹⁷.

²⁹³ Cette proposition part du constat selon lequel de nouveaux types d'actifs, tels que les prêts bancaires ou les « créances privées », sont devenus une source importante pour les opérations de garantie en croissance constante sur les marchés financiers : V. COM(2008)213 final, Exposé des Motifs.

²⁹⁴ Avis de la Banque Centrale Européenne du 7 août 2008 sur une proposition de directive modifiant la directive 98/26/CE et la directive 2002/47/CE (CON/2008/37) (2008/C 216/01), p. 5-6.

²⁹⁵ Il s'agit là de la traduction française de l'expression « *credit claims* », en cela il faudrait entendre, des créances nées des lignes de crédits bancaires. La Banque centrale européenne s'est prononcée en juillet 2005, sur les créances pouvant entrer dans cette catégorie :

« *The criteria includes, inter alia, the following:*

(1) *the place of establishment of the debtor (or alternatively the guarantor) is restricted to a euro area member country;*

(2) *the loan agreement must be governed by the laws of a euro area member country; and*

(3) *the range of eligible debtors is restricted to non-financial corporations and public sector entities* ».

V. à ce sujet, « *The implementation of monetary policy in the Euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures* », ECB Publications, 15 septembre 2006.

²⁹⁶ V. http://www.ecb.int/press/pr/date/2004/html/pr040805_1.en.html En conséquence de cette admission par l'Eurosystème de la constitution de garanties sur les créances privées, le système dit « 3G », mis en place par la Banque de France afin de couvrir la liquidité obtenue de la Banque de France au titre des opérations de politique monétaire de l'Eurosystème ou sous forme de crédit intrajournalier peut être alimenté par l'ensemble des garanties éligibles auprès de l'Eurosystème, c'est-à-dire, au même titre, les titres négociables et les créances privées. V. à propos du système dit « 3G », G. GOFFINET, « La gestion globale des garanties (3G) », *Bull. Banque Fr.*, n° 172, Avril 2008, p. 29.

²⁹⁷ *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 7.

107. **Le droit français admettait déjà les créances au titre du régime dérogatoire.** En droit français, au-delà de ce que la directive 2002/47/CE prévoyait, l'ordonnance du 24 février 2005 est venue consacrer la possibilité pour les garanties financières d'avoir pour objet des créances. Ainsi l'article L. 211-37 fait bénéficier les cessions de créances afférentes aux obligations financières du même régime privilégié applicable aux obligations financières²⁹⁸. On peut ainsi lire que « *la cession de créances afférentes aux obligations financières mentionnées au I de l'article L. 211-36 est opposable aux tiers du fait de la notification de la cession au débiteur. La cession de contrats afférents aux obligations financières mentionnées au I de l'article L.211-36 est opposable aux tiers du fait de l'accord écrit des parties* ». Du point de vue des conditions de forme, la directive prévoit l'inscription sur une liste des créances affectées en garantie. Cette mesure nécessiterait de procéder à l'adaptation du dispositif actuel afin de prévoir la tenue d'une telle liste et les modalités des inscriptions. On pourrait d'ailleurs faire un rapprochement avec le régime des gages sur créances des articles 2355 à 2366 du Code civil, en particulier les dispositions de leur décret d'application.

2. Les valeurs, effets et contrats

108. Le domaine que l'article L. 211-38 définit se rapproche de ceux de l'ancien article L. 431-7, et des articles L. 211-27 et L. 330-2 du Code monétaire et financier, qui traitent, respectivement, des actifs pouvant être remis en pension livrée et des garanties données par une partie à un système de règlement interbancaire ou de règlement livraison de titres, du fait que ces articles ont recours à la même référence aux « *valeurs, titres, effets ou créances* ».

109. **Les valeurs.** Les valeurs ne font pas partie des actifs couverts par l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. En doctrine les avis divergent sur la portée de la référence aux valeurs : alors que certains y voient une référence inutile, qui ne renvoie à aucune véritable catégorie juridique, d'autres y voient un « *terme compréhensif, qui pourrait suffire à inclure tout type de biens, les valeurs mobilières en particulier* ». En réalité, malgré la proximité terminologique, nous ne voyons pas

²⁹⁸ Régime que nous aborderons en détails au chapitre 2 de ce titre.

véritablement d'identité entre une référence à des valeurs et une référence à des valeurs mobilières, et le simple usage d'un même vocable ne suffit pas pour justifier une concordance des domaines des deux expressions. L'adjonction du terme « mobilière » à celui de « valeur » lui donne une signification toute étrangère à celle du simple terme « valeur ». De plus, nous pensons que dans la référence à des valeurs, la catégorie est bien trop large pour avoir une réelle portée. Le maintien de la référence aux valeurs paraît ainsi, à notre sens, dépourvue de réelle justification, sauf à y voir le maintien des catégories des biens auxquelles l'ancien article L. 431-7 du Code monétaire et financier renvoyait. C'est probablement dans l'intention d'assurer un élargissement du champ d'application que l'ordonnance du 24 février 2005 n'a pas trouvé utile de remettre en question les catégories de biens qui étaient en vigueur et s'est contentée d'y adjoindre les contrats et les instruments financiers. En outre, la notion de « valeurs, titres, effets ou créances » est difficile à cerner et il en découle une délimitation approximative de son champ d'application et une grande incertitude au sujet du régime juridique qui lui est applicable. Le Vocabulaire juridique définit la valeur comme étant « *un avantage appréciable en argent attaché à une prestation ou à un bien* »²⁹⁹. C'est pourtant à une autre notion que pourrait se référer le mot « valeur » contenu à l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier. A titre d'exemple, certaines catégories de titres peuvent être admises au bénéfice de cet article alors qu'elles n'y sont pas expressément visées : les valeurs mobilières, les titres de créances négociables (TCN), les effets de commerce, voire les bons de caisse, qui ne sont ni des instruments financiers ni des valeurs mobilières.

110. **Les effets.** Pour ce qui est des « effets », il faut entendre par cette catégorie, les effets de commerce, ce qui emporte une référence tant aux lettres de change qu'aux billets à ordre. Malgré le caractère relativement désuet de cette catégorie d'actifs, la référence aux « effets » pourrait présenter un intérêt dans la mesure où elle permet de comprendre dans les actifs pouvant faire l'objet de garanties financières des effets de commerce qui peuvent notamment être mobilisés dans le cadre d'opération de refinancement interbancaires. Les effets ont été spécifiquement visés parce qu'ils ne font pas partie de la définition d'« instruments financiers ». Mais la portée pratique de

²⁹⁹ G. CORNU (ss dir.), *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, 8^e éd., PUF, 2007, v^o Valeur.

cette disposition est incertaine. Elle n'est en tout cas pas d'un grand intérêt pour les opérations de marché. Il convient de souligner que cette catégorie est visée par les articles L. 211-38 et L. 330-2 ainsi que par les articles L. 211-27 et L. 211-33 sur les pensions et prêts de titres.

111. **Les contrats.** L'argument d'opportunité qui fonde cette consécration doit être trouvé sur le terrain de la sécurité des transactions, comme donnant une assise pour permettre de faire bénéficier les instruments financiers à terme du régime spécial des garanties financières. Le régime de l'article L. 211-38 s'applique aux obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers. Cette acception large ouvre la porte principalement à deux applications fondamentales pour les marchés. D'une part on comprendrait sous le terme « contrats » les contrats financiers³⁰⁰, et, d'autre part, les pensions livrées³⁰¹. Ainsi, ce texte permet la garantie ainsi que la compensation des obligations résultant des contrats financiers et des pensions livrées, en ne retenant qu'un solde unique, que ces obligations financières soient régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres.

112. **Spécificités des contrats financiers.** La directive *Collateral* avait évité d'inclure les contrats à terme dans la définition – même large – des instruments financiers couverts³⁰². La raison résidait probablement dans un souci d'alignement, de compromis qui facilite un accord sur un régime acceptable dans les différents Etats membres, même si la directive n'établit qu'un régime *a minima*³⁰³. Du point de vue

³⁰⁰ Sur les contrats à terme, voir, notamment : M. AMADOU, *La réglementation des marchés à terme*, thèse Clermont-Ferrand, 1994. – F. AUCKENTHALER, « Instruments financiers à terme », *JurisClasseur Banque Crédit Bourse*, fasc. 2050. – V. HOVASSE, *Le droit des marchés à terme de marchandises*, Economica, 1987, coll. biblio. des matières premières. – G. KOLIFRATH, « Les dérivés de crédit : vers une approche juridique », *Banque & Droit* janvier-février 1999, p. 13. – D. LEFRANC, « La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré », *Banque & Droit* juillet-août 1997, p. 11. – Kh. MEDJAOUI, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers, Etude juridique*, thèse Paris I, préf. C. GAVALDA, LGDJ, 1996, coll. Bibliothèque de droit privé, t. 262. – I. NAJJAR, « La "couverture" du marché à terme », *D.* 1993, chron., p. 45. – I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse Strasbourg, 1999. – S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », *Rép. sociétés Dalloz*, 2009. – L. SOLAL, *Les opérations à terme sur marchandises à la bourse de commerce de Paris*, thèse Paris, LGDJ, 1939.

³⁰¹ F. AUCKENTHALER, « Pension », *JurisClasseur Sociétés Traité*, fasc. 2123.

³⁰² V. S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc.

³⁰³ V. le dernier considérant de la directive 2002/47/CE.

technique, les réticences s'expliquent par les interrogations que l'on peut avoir à admettre l'existence d'un droit réel sur un contrat, en ce compris un droit réel sur des droits et des obligations³⁰⁴. Quoi qu'il en soit des motivations de la directive, la référence aux « contrats » en tant qu'actifs éligibles a été introduite par l'ordonnance du 24 février 2005 ensemble avec la référence aux instruments financiers qui a remplacé la référence aux titres. La référence aux contrats se justifie du point de vue de l'opportunité, et le fait que la directive n'ait pas voulu l'admettre n'est pas une objection majeure, puisque la directive ne pose qu'un régime *a minima*. S'agissant des garanties des obligations financières, l'utilité de cette disposition était déjà questionnée du fait que l'article L. 211-1 auquel l'article L. 211-38 renvoie permettait de comprendre les contrats à terme dans les actifs éligibles à cette garantie. Nous pensons en outre que cette référence se trouve d'autant moins justifiée³⁰⁵ du fait de l'adjonction d'un paragraphe III à l'article 211-36-1 Code monétaire et financier par l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009, qui affirme expressément que « *sont également des instruments financiers les contrats d'option, contrats à terme ferme, contrats d'échange et tous autres contrats à terme autres que ceux mentionnés au III de l'article L. 211-1, à condition que, lorsque ces instruments doivent être réglés par livraison physique, ils fassent l'objet d'un enregistrement par une chambre de compensation reconnue ou d'appels de couverture périodiques* ». Un nouveau remodelage de la structure des textes apporté par l'article 28 de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 a conduit à transférer ce paragraphe de l'article L. 211-36-1 à l'article L. 211-36 du même code.

113. **Critique du dispositif.** Du point de vue pratique, certains auteurs ont soulevé la difficulté de concevoir une remise en pleine propriété de contrats au sens de l'article L. 211-38³⁰⁶. Plus radical, M. Praicheux soulève la question de la pertinence même de la référence aux contrats au titre des actifs admis au bénéfice de l'article L. 211-38. Il soutient qu'« *une dette ne pouvant être remise en sûreté, seules les créances qui naissent du contrat pourraient en être l'objet* »³⁰⁷. Et l'auteur fait remarquer qu'une telle référence viserait sans doute les conventions-cadres et non les

³⁰⁴ V. dans ce sens, I. RIASSETTO, sous Cass. com., 30 sept. 2008, préc.

³⁰⁵ Dans le même sens, V. S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 108, p. 22.

³⁰⁶ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc., spéc. p. 28.

³⁰⁷ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 109, p. 22.

instruments financiers à terme qu'elles font naître. En outre, le risque dans l'extension du domaine au-delà des prescriptions de la directive *Collateral* réside dans une inopposabilité aux droits d'autres Etats membres qui n'ont pas opéré la même extension³⁰⁸ de garanties régies par le droit français et portant sur des actifs non prévus par la directive. Tel pourrait notamment être le cas des instruments financiers à terme qui ne sont pas couverts par la directive *Collateral*³⁰⁹.

SECTION 2 : LA DÉFINITION DU CHAMP D'APPLICATION EN RÉFÉRENCE À LA QUALITÉ DES PARTIES ET LA NATURE DE L'OBLIGATION

114. Le champ d'application des garanties des obligations financières est défini sur la base d'un critère où se croisent plusieurs composantes. Pour mieux cerner les dimensions de ce critère que pose l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier (§ 2), il importe au préalable d'examiner séparément chacun des éléments qui le composent (§ 1).

§ 1 Les éléments de définition du champ d'application

115. Le critère croisé auquel se réfère le champ d'application des garanties réelles financières comprend d'une part, la qualité des parties (A), et, de l'autre, la nature des obligations (B).

A. La qualité des parties comme élément déterminant de la définition du champ d'application

116. Le projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 de transposition de la directive *Collateral* souligne l'importance que la qualité des parties joue dans la définition du champ d'application de la garantie des obligations financières. On peut

³⁰⁸ D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., n° 7, p. 524.

³⁰⁹ *Idem*, n° 8, p. 524.

ainsi y lire que « *le champ d'application de la directive ne repose pas sur une définition des créances couvertes mais uniquement des parties qui peuvent les mettre en œuvre en distinguant, d'une part, les personnes publiques et les personnes dites "réglementées" du secteur financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, entreprises d'assurance...) et, d'autre part, les entreprises commerciales "non réglementées" qui ne sont pas soumises à un agrément ou à une réglementation prudentielle* »³¹⁰. Du point de vue des intervenants, nul doute que le champ actuel réserve le bénéfice du droit dérogatoire aux professionnels du secteur financier et en particulier, les principaux acteurs du marché. Du point de vue des opérations auxquelles peuvent s'appliquer ces dispositions dérogatoires, il était dès lors possible de limiter à certaines opérations caractérisées par une taille particulière, un marché particulier, un rapport d'obligation principal en particulier, ou des actifs spécifiés. En sus de leurs champs d'application et des éléments de leurs définitions, les garanties de l'article L. 211-38 se distinguent notamment du fait du critère double qu'elles adoptent (1) dont il faudra examiner les différentes applications (2).

1. La restriction des parties éligibles au titre de la garantie des obligations financières

117. Principe de restriction à l'application *ratione materiae* de l'article L. 211-38. Pour que les articles L. 211-38 et suivants du Code monétaire et financier trouvent à s'appliquer³¹¹, il faut que l'une au moins des parties en présence soit une entité réglementée, c'est-à-dire, un établissement de crédit, un prestataire de services d'investissement, un établissement public, une collectivité territoriale, les institutions, personnes ou entités bénéficiaires de l'article L. 531-2 du Code monétaire et financier, une chambre de compensation, un établissement non résident ayant un statut comparable ou une organisation ou organisme financier international dont la France ou l'Union européenne est membre.

³¹⁰ Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 5.

³¹¹ Du fait que le champ d'application général de l'article L. 211-38 se fait par renvoi à l'article L. 211-36, il faudrait se reporter à ce dernier article pour le domaine d'application *ratione personae*.

118. **Exception au caractère limitatif de l'article L. 211-38.** Il est toutefois possible d'apporter des exceptions à cette règle. On a vu à l'occasion de l'adoption du dispositif relatif à la SFEF, l'article 6 II A alinéa 5 de la loi de finances rectificative qui a permis à cette société d'être éligible pour bénéficier du jeu des articles L. 211-36 à L. 211-39 du Code monétaire et financier (à l'époque de son adoption, la référence était faite aux articles L. 431-7 à L. 431-7-5)³¹². En outre, une sous-distinction doit être opérée du fait que le texte de l'article L. 211-38 distingue selon que l'une seule des parties est une entité réglementée éligible ou que les deux parties le sont : « *Lorsqu'une seule des parties est une entité éligible, l'opération doit être une opération sur instruments financiers. Sont notamment concernés les contrats à terme sur taux d'intérêt, les contrats d'échange, les contrats d'option d'achat ou de vente d'instruments financiers. Le champ d'application matériel est donc limité. Lorsque les deux parties sont des entités réglementées éligibles, l'opération peut résulter "d'un contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers". Toute obligation financière entre entités éligibles (résultant par exemple un simple contrat de prêt) peut donc être assortie d'une garantie financière* »³¹³.

2. Mise en œuvre

119. **Un champ d'application réservé.** La directive *Collateral* tout comme la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire, ou la directive sur le caractère définitif des paiements, ont été rédigées dans l'optique de fournir un outil aux banques et aux acteurs majeurs des marchés financiers. Même si son champ d'application est très variable dans les différents Etats membres, le droit issu de la directive s'applique, principalement, aux banques commerciales et aux banques centrales, sociétés d'assurance, fonds

³¹² Aux termes de l'article 6 II A alinéa 5 de la loi de finances rectificative « *pour les besoins de son activité, la société de refinancement bénéficie des dispositions des articles L. 431-7 à L. 431-7-5 [du code monétaire et financier] au même titre que les établissements de crédit* ». Il a été observé à cet effet que « *la double dérogation légale dont bénéficie la SFEF (au monopole bancaire et aux dispositions relatives aux garanties financières) permet de prendre la mesure de la volonté politique qui a accompagné la mise en place de ce dispositif* » : X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT, « L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », préc.

³¹³ *Ibid.*

d'investissements, et à certaines personnes publiques³¹⁴. Il est cependant difficile de parler d'harmonisation à cet égard³¹⁵. Il a été observé que ce sont sans doute « les entreprises financières qui en sont encore plus utilisatrices, car, à la suite de la mondialisation des marchés financiers et de l'écllosion des opérations sur produits dérivés, elles exigent de plus en plus des garanties sur titres pour réduire les risques de contrepartie »³¹⁶. Selon l'ISDA, à travers les Etats membres, les contrats de garantie financière (au sens de la directive Collateral) sont en majorité passés avec les entités réglementées, notamment, les hedge funds³¹⁷ et les investisseurs institutionnels (50 %), viennent ensuite les sociétés commerciales (15 %) et les banques (13 %)³¹⁸.

³¹⁴ T. KEIJSER, *Financial Collateral Arrangements*, Kluwer, *Law of Business and Finance*, vol. 9, 2006, p. 3.

³¹⁵ « L'article 1^{er}, paragraphe 3, de la directive donne en conséquence aux Etats membres la possibilité d'exclure les contrats dans lesquels l'une des parties est une personne visée au paragraphe 2, point e), du même article.

Plusieurs Etats membres ont envisagé d'appliquer pleinement la dérogation, mais, in fine, il n'y a que l'Autriche qui ait décidé de le faire. Cinq Etats membres seulement appliquent une dérogation partielle : la République tchèque, la Slovaquie, la Suède, la France et l'Allemagne.

La législation tchèque mettant en œuvre la directive n'applique la dérogation qu'aux entreprises d'une certaine taille, mesurée à l'aune de deux des trois critères suivants: actif, chiffre d'affaires et fonds propres. En Slovaquie, la législation de transposition exclut les entités juridiques qui ne répondent pas à la définition de « grandes sociétés » au sens de la loi sur les sociétés commerciales, telles que les petites et moyennes entreprises, les associations et certaines entités de droit civil. La Suède limite la possibilité de redonner des actifs en garantie à des agents financiers. La France applique une dérogation partielle pour les transactions relevant d'un régime spécial qui exclut essentiellement les sociétés de droit ordinaire. Enfin, la législation allemande de transposition reconnaît les transactions conclues entre deux entités définies comme des entreprises, à l'exclusion des personnes physiques, des commerçants et des sociétés en nom collectif. Cependant, si le fournisseur de la garantie est une entreprise, est seule couverte une garantie financière visant à protéger des obligations financières précisément définies, ce qui exclut essentiellement les prêts à long terme consentis en espèces à des entreprises. Dix Etats membres (Belgique, Danemark, Estonie, Finlande, France, Allemagne, Italie, Luxembourg, Espagne et Royaume-Uni) ont élargi le champ d'application de la directive, en termes de personnes couvertes, afin d'y faire entrer des entités non mentionnées dans ses dispositions » : Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE), Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 9.

³¹⁶ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc., spéc. p. 55.

³¹⁷ « Comme un particulier a un compte de dépôt dans sa banque, un "hedge fund" a en "conservation" des comptes titres dans les banques d'affaires. Et de la même manière qu'une banque classique fait travailler l'argent des particuliers, la banque d'affaires fait travailler ces titres. Il s'en sert de garantie (ou "collatéral") pour lever de l'argent » : N. MADELAINÉ, « Pourquoi la crise financière n'est pas forcément terminée », *Les Echos* du 19 septembre 2008.

³¹⁸ « Compared to 2008, large firms have relatively more collateral agreements in place with counterparties in the Institutional Investor and Other categories. Small firms now deal almost exclusively with other Banks—they have relatively fewer collateral agreements outstanding with Hedge Funds, Corporates and Other counterparties. The counterparty mix for Medium companies has remained relatively stable », 2009 ISDA Margin Survey, p. 8, disponible sur le site : www.isda.org.

120. **Possible entorse au critère *ratione personae*.** Dans la mise en œuvre, le caractère accessoire de la garantie peut apporter une entorse à la limitation *ratione materiae*. En effet, dans l'hypothèse d'une cession d'une créance, la cession de la créance emporterait cession de ses accessoires, y compris les garanties qui y sont accessoires. En droit belge, M. T'Kint observe qu'une telle situation n'est pas inimaginable, elle « *pourrait, par exemple, être le résultat d'une subrogation lorsque la dette principale est payée par une caution. La validité de la sûreté ne serait pas remise en cause* »³¹⁹. La question qui se pose dès lors est de savoir si le cessionnaire peut se prévaloir du régime favorable que permet l'article L. 211-38, mais que ce même article a voulu circonscire à un champ d'application spécifique. M. T'Kint répond par l'affirmative à la question qui vise à savoir si le régime de la directive *Collateral* devrait dans une telle hypothèse pouvoir continuer à régir la réalisation de la garantie. L'auteur estime que « *la directive ne s'applique qu'à des garanties qui existent par ailleurs et pour autant qu'au moment où se pose la question de la réalisation de la sûreté l'application de la directive soit acquise ratione materiae* »³²⁰. Pour autant, nous pensons que la disposition française de l'article L. 211-38 est plus restrictive que les dispositions de la directive. A supposer que l'argument de M. T'Kint soit admissible en droit belge, il est toutefois difficile de procéder à la transposition d'une telle solution en droit français, et d'admettre le jeu de la garantie des obligations financières entre des sociétés commerciales par exemple, qui ne sont pas éligibles au titre du champ d'application des garanties des obligations financières.

B. La nature des obligations garanties comme élément déterminant de la définition du champ d'application

121. Les obligations sont un des critères d'application de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Pour qu'une garantie soit éligible à bénéficier du régime de cet article, il faut, notamment, qu'elle se rapporte à une obligation qualifiée de financière (1). Or cette obligation est définie largement, de sorte à englober les obligations futures, et sans rattachement obligatoire à une convention-cadre (2).

³¹⁹ F. T'KINT, « La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », Charleroi, le 10 février 2003, p. 4.

³²⁰ *Ibid.*

1. L'obligation garantie : une obligation financière

122. **L'absence de définition des obligations financières.** L'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 a défini le cadre pour les garanties financières par rapport aux obligations garanties en l'occurrence les obligations financières, présenté également comme le rapport de dette fondamental³²¹, la relation ou l'opération en garantie de laquelle elles sont prises, et que nous appellerons par commodité de langage, la « relation principale ». La garantie dont traite l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier est définie en tant qu'accessoire de l'obligation principale, en l'occurrence, cette obligation est qualifiée de « financière ». Or, ni l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005, ni le Code monétaire et financier ne prévoient de définition de ce qu'il faut entendre par « obligations financières »³²². En réalité, « *de façon étonnante* » a-t-on souligné³²³, l'ordonnance du 24 février 2005 ne donne pas de définition de l'expression. M. Robine relève que « *cette absence a été voulue par les rédacteurs qui ont souhaité, à la suite du texte communautaire, mettre en place un droit qui serait fonction de la qualité des parties à l'opération* »³²⁴. Il conviendrait alors de se reporter à la directive 2002/47/CE pour obtenir des éléments de définition, avec tous les périls qu'une telle approche contiendrait³²⁵. La directive 2002/47/CE³²⁶ circonscrit le champ de la « garantie financière » à la garantie d'obligations issues d'opérations intervenant dans le domaine financier. Seules certaines obligations, qualifiées de « financières », peuvent être garanties par une « garantie financière » bénéficiant du régime spécial. Au sens de la directive les « obligations financières couvertes » sont présentées par l'article 2, § 1, f comme étant « *les obligations qui sont garanties par un*

³²¹ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc., spéc. p. 57.

³²² Th. BONNEAU, « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 », préc. ; P.-G. MARLY, « De quelques avatars du gage de compte d'instruments financiers (à propos de l'ordonnance du 24 février 2005 sur les contrats de garantie financière) », préc., p. 32.

³²³ D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., n° 13, p. 527.

³²⁴ *Ibid.*

³²⁵ Certains auteurs n'hésitent pas à voir dans les « obligations financières », toute sorte d'obligations, tant au sens du droit civil que de la *Common law*. V. en ce sens, H. DE VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., spéc. p. 84.

³²⁶ Th. BONNEAU, « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 », préc.

contrat de garantie financière et qui donnent droit à un règlement en espèces et/ou à la livraison d'instruments financiers. Elles peuvent consister totalement ou partiellement :

i) en obligations présentes qu'elles soient assorties d'un terme ou d'une condition, ainsi que les obligations futures (y compris les obligations découlant d'un accord-cadre ou de dispositions similaires) ;

ii) en obligations envers le preneur de la garantie incombant à une personne autre que le constituant de la garantie ou

iii) en obligations occasionnelles d'une catégorie ou d'un type déterminé ».

« Ce texte dispose, en effet qu'il faut entendre par "obligations financières couvertes", les obligations qui sont garanties par un contrat de garantie financière et qui donnent droit à un règlement en espèces et/ou à la livraison d'instruments financiers. Autrement dit, la qualification d'obligation financière résulte principalement de la nature de la garantie afférente à cette obligation. Le seul élément tangible et propre à l'obligation elle-même tient à son mode d'exécution. »³²⁷

123. La valeur de la limitation du champ d'application par la référence aux obligations financières. En effet, l'acception à donner à la locution « obligations financières » semble être relativement large³²⁸. Elle permet d'englober des obligations qui ne relèvent pas nécessairement d'opérations de marché ou sur instruments financiers³²⁹. C'est d'ailleurs ce que souligne le rapport au Président de la République : *« Le nouvel article L. 431-7 redéfinit le domaine d'application des garanties financières offrant ainsi de plus larges possibilités aux entités publiques ou réglementées concluant des contrats entre elles. Pour celles-ci en effet, les obligations financières issues de tout contrat peuvent bénéficier des mécanismes prévus aux nouveaux articles L. 431-7 à L. 431-7-5. En revanche, les entreprises commerciales non réglementées ne bénéficient pas de cette extension mais conservent les prérogatives dont elles disposent actuellement dans l'article L. 431-7 pour les seules*

³²⁷ D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., n° 12, p. 526.

³²⁸ Certains auteurs n'ont pas hésité à relever que la définition que ce texte donne des obligations financières « est très large et semble couvrir toutes les obligations au sens du Code civil » : M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garantie financière », préc., p. 47.

³²⁹ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc.

obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers réalisées avec une entité publique ou une personne réglementée »³³⁰.

124. **Possibilité d'extension du domaine des marchés financiers.** Le critère de définition qui s'appuie sur la nature de l'obligation garantie a remplacé, pour certaines garanties, le critère fondé sur le contexte, à savoir les transactions sur un marché financier. La dette ne naît pas nécessairement à l'occasion d'opérations de marché comme le souligne M. Praicheux³³¹, ce qui n'est pas sans présenter des difficultés³³². L'ordonnance de transposition de la directive *Collateral* a ainsi permis d'élargir le domaine de ces sûretés qui ne sont plus réservées aux marchés financier³³³.

2. La flexibilité dans les traits de l'obligation garantie

125. **Obligations présentes ou obligations futures.** L'article L. 211-38, I du Code monétaire et financier permet à la garantie d'être rattachée à des obligations financières présentes ou futures. La règle est en ligne avec les prescriptions de la directive *Collateral*³³⁴. Comme le souligne M. Daigre, ces obligations financières sont très largement définies puisqu'elles peuvent comprendre toute créance « *résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers* »³³⁵ conclu entre banques et établissements financiers. Les établissements pouvant être compris dans le champ d'application de cette disposition peuvent comprendre assez largement les nombreuses entités régulées³³⁶,³³⁷. Avant même

³³⁰ V. Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière.

³³¹ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc.

³³² *Idem* : pour M. Sébastien Praicheux, une telle construction « brise l'unité d'une matière figée tant bien que mal autour du concept d'instrument financier ».

³³³ Lamy Droit du financement, éd. 2006, n° 1255, p. 709.

³³⁴ Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 7.

³³⁵ Article L. 431-7, 1, 2° du Code monétaire et financier.

³³⁶ Etablissements de crédit, prestataires de services d'investissements, établissements publics, collectivités territoriales, institutions, personnes ou entités bénéficiaires des dispositions de l'article L.531-2 du Code monétaire et financier. Chambres de compensation, établissements non résidents ayant un statut comparable, organisations ou organismes financiers internationaux dont la France ou l'Union européenne est membre.

l'entrée en vigueur de cet article, le droit antérieur à l'ordonnance du 24 février 2005 admettait déjà la possibilité de garantir une créance en sur les marchés de gré à gré. La créance garantie pour les sûretés sur les marchés de gré à gré consiste en pratique du solde de résiliation issu de la résiliation-compensation des opérations couvertes par ladite convention-cadre. Ce solde ne peut être chiffré au moment de la réalisation du gage³³⁸. Le solde de résiliation-compensation d'une convention-cadre de produits dérivés est très proche dans sa mécanique d'un solde de compte courant³³⁹. De ce fait il est permis de transposer aux garanties prenant la forme d'un nantissement de compte-titres et précisément aux soldes de résiliation nés de la résiliation-compensation d'une convention-cadre de produits dérivés les solutions adoptées en matière de gage sur solde de compte courant, la même mécanique présidant aux deux situations. Or, le gage de solde de compte courant s'apparente à un gage de créance en germe³⁴⁰. La jurisprudence reconnaît de manière constante qu'une créance en germe peut être garantie par un gage³⁴¹.

126. **Obligations hors conventions-cadres et hors opérations de marché.** L'un des apports que l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 concerne l'extension du champ d'application du régime dérogatoire prévu pour les résiliations-compensation en dehors du strict cadre des opérations de marché. Cette réforme a ainsi ouvert la porte à l'utilisation efficace des contrats de garantie financière en dehors des marchés, et indépendamment de toute référence à une convention-cadre de place. Les applications

³³⁷ J.-J. DAIGRE, « Créances bancaires et créances ordinaires dans la faillite du client : vers deux poids, deux mesures ? », *RD bancaire et fin.* juill.-août 2005, p. 3 et spéc. p. 4.

³³⁸ Pour M. Plais, cette impossibilité tient à deux raisons : « *En premier lieu, ce solde est calculé sur la base de données financières futures dans la mesure où son calcul n'interviendra qu'à la date de survenance de l'événement provoquant la résiliation.*

En second lieu ce solde est la résultante de la valorisation de créances qui peuvent être futures voire même éventuelles. "Futures" car ces créances peuvent être issues d'opérations non nécessairement conclues à la date de mise en place du gage. Dans les faits, le gage sera constitué à la date de conclusion de la première opération, les autres opérations ne venant s'ajouter qu'à l'occasion de relations ultérieures. "Éventuelles" car la valorisation de ces créances dépendra de conditions de marché qui peuvent donner lieu à une disparition de tout ou partie desdites créances » : S. PLAIS, « Réflexion sur le gage de compte d'instruments financiers en couverture d'opérations de dérivés de gré à gré », préc., p. 6

³³⁹ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 970, p. 744 ; S. PLAIS, préc., p. 6.

³⁴⁰ Sur la notion de créance en germe, V. P. SIMLER et Ph. DELEBECQUE, *Les sûretés, la publicité foncière*, 3^e éd., Dalloz, § 510 ; P. THERY, *Sûretés*, 2^e éd., PUF, 1998 ; V. également, CA Douai, 19 avril 1956, *RTD civ.* 1956, p. 561.

³⁴¹ A ainsi été reconnue la validité d'un gage portant sur le solde d'un compte courant ou une ouverture de crédit dès leur mise en place : CA Douai, 19 avril 1956, *RTD civ.* 1956, p. 561.

peuvent dès lors être multiples. Bénéficiant notamment du large domaine tracé par le 2^e paragraphe de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier, qui permet « *aux obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers lorsque toutes les parties appartiennent à l'une des catégories de personnes mentionnées à l'alinéa précédent, à l'exception des personnes mentionnées aux alinéas c à n du 2^o de l'article L. 531-2* », des opérations très diverses peuvent désormais se voir appliquer des garanties financières au régime dérogatoire de régime dérogatoire. Les opérations sur instruments financiers issues d'une relation de *prime brokerage* ainsi que toute opération portant sur des espèces et pas nécessairement sur des instruments financiers peuvent ainsi bénéficier du régime de résiliation-compensation et de compensation globale prévus par l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier³⁴². Dans les « opérations nées sur instruments financiers » on peut voir pratiquement des règlements de sommes d'argent, des livraisons d'instruments financiers devant s'inscrire dans le cadre d'opérations de marché³⁴³. Cependant, « *la France a utilisé une option ouverte par la directive et étendu la notion d'obligation financière à nombre de créances naissant entre des établissements de la première catégorie et de simples sociétés commerciales : "obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers"* »³⁴⁴. M. Daigre relève à cet effet l'incompatibilité d'un tel champ d'application par rapport à l'objectif affiché par la directive 2002/47/CE qui vise à mettre en place des garanties permettant de se protéger contre le risque systémique. L'auteur s'interroge, « *où est le danger du risque systémique dans les rapports d'une entreprise et d'un établissement financier dès lors que les ratios prudentiels ont été respectés ?* »³⁴⁵.

³⁴² On y retrouve, notamment, les conventions de *prime brokerage* conclues entre une société de gestion d'un OPCVM et un *prime broker* qui, dans son rôle de sous-conservateur des actifs de l'OPCVM, se trouve dans ce cas bénéficiaire de garanties financières accordées par la société de gestion de l'OPCVM, sur le fondement de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier : S. PUEL, « *Prime brokerage : la réglementation évolue* », *Banque stratégie* n° 224, mars 2005, p. 13. V. également sur cette question, A. PRUM et I. RIASSETTO, « La fonction de conservation du dépositaire, source de responsabilité civile », note sous CA Paris 1^{re} ch. sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/22218, *Société Générale c/ Day Trade Asset Management*, *Bull. Joly Bourse* 2009, p. 191.

³⁴³ J.-J. DAIGRE et M. ROUSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc.

³⁴⁴ Article L. 431-7, 1, 1^o du Code monétaire et financier.

³⁴⁵ J.-J. DAIGRE, « Créances bancaires et créances ordinaires dans la faillite du client : vers deux poids, deux mesures ? », préc., p. 4.

§ 2 Le critère croisé de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

127. L'article L. 211-38³⁴⁶ a recours à une énumération « *en fonction de deux critères croisés visant l'origine des obligations et les personnes qu'elles lient* »³⁴⁷. L'exclusion des personnes physiques initialement prévue dans l'ordonnance du 24 février 2005³⁴⁸ a été levée par l'ordonnance du 24 février 2005 a été apportée par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie³⁴⁹. Or la règle que pose le Code monétaire et financier vise, d'une part, un régime général (A) et, d'autre part, un régime sectoriel (B).

A. Un régime général

128. **Première hypothèse.** L'hypothèse ici étudiée se rencontre lorsque l'une au moins des parties à l'opération est un établissement de crédit, un prestataire de services d'investissement, un établissement public, une collectivité territoriale, une institution, une personne ou entité bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2, une chambre de compensation, un établissement non résident ayant un statut comparable, une organisation ou organisme financier international dont la France ou l'Union européenne est membre. Les obligations couvertes sont les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers. Il a d'ailleurs été observé que « *contrairement au régime antérieur, l'application du dispositif est large : toute opération sur instruments financiers en bénéficie, sans être soumise à l'obligation, essentielle sous l'empire du droit antérieur, d'avoir été effectuée "dans le cadre du règlement général du Conseil des marchés financiers" ou d'être régie "par une ou plusieurs conventions-cadre de place". Cette disposition aurait pour conséquences que*

³⁴⁶ Par renvoi à l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier.

³⁴⁷ J.-J. DAIGRE et M. ROUSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc., p. 25.

³⁴⁸ Mme Roussille et M. Daigre observent que l'exclusion des personnes physiques va de paire avec le but recherché par l'ordonnance, à savoir la protection contre le risque systémique qui concerne normalement les seuls établissements impliqués dans des opérations financières (de crédit principalement) en chaîne.

³⁴⁹ Cette loi a levé l'exclusion qui était contenue au paragraphe I, 1^{er} de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, devenu le paragraphe I, 1^{er} de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier : JO n° 173 du 27 juillet 2005.

*"les opérateurs continueront sans doute, pour des raisons de commodité, à utiliser des conventions standard proposées par des associations, telle l'Association française des banques ou l'International Swaps and Derivatives Association" ».*³⁵⁰

129. **Seconde hypothèse.** Cette seconde hypothèse suppose que toutes les parties appartiennent à l'une des catégories mentionnées dans la première hypothèse, à l'exception des personnes mentionnées aux alinéas c à n de l'article L. 531-2 du Code monétaire et financier. Dans ce cas, les obligations couvertes sont celles résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers. C'est la grande nouveauté du dispositif introduit par l'ordonnance. Il s'agit, très largement il faut le souligner, de tous contrats conclus entre deux parties appartenant à l'une des catégories énumérées par cet article, à la seule condition qu'ils s'exécutent par un règlement en espèces ou une livraison d'instruments financiers. L'importance d'une telle disposition devrait se lire surtout à travers la portée qu'elle a, permettant de faire échapper ces contrats aux procédures collectives et procédures d'exécution. Mme Rousille et M. Daigre observent à cet effet, que « *là se marque la volonté de l'ordonnance de protéger le secteur bancaire et financier contre le risque de prorogation, c'est dire le risque systémique* »³⁵¹.

B. Un régime sectoriel

130. **Forme de la garantie sectorielle.** L'article L. 211-36 prévoit une troisième hypothèse pour le champ d'application, dans laquelle il renvoie à l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier. Il s'agit, selon le paragraphe 3° de cet article, des obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1. Il s'agit des garanties exigées dans le cadre d'un système de règlements interbancaires ou de livraisons d'instruments financiers. La version modifiée de l'article L. 330-2 issue de la modification introduite par l'ordonnance du 24 février 2005 a remplacé la référence faite au nantissement de compte-titres de

³⁵⁰ J.-J. DAIGRE et M. ROUSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc.

³⁵¹ *Ibid.*

l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier par une référence à l'article L. 211-38 du même code. Il en résulte que les parties pourront ainsi convenir de la forme de la garantie à prendre, dans le cadre évidemment de ce qui est prévu par cet article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Cette garantie pourra ainsi être une remise en pleine propriété ou une constitution de sûretés.

131. **Un champ d'application cumulatif.** Comment faut-il organiser l'articulation des deux dispositifs, sachant que l'article L. 330-2 mentionne expressément que les parties aux systèmes mentionnés peuvent exiger « *des garanties constituées et susceptibles de réalisation conformément à l'article L. 211-38 ou l'affectation spéciale des valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent* »³⁵² ? De fait, ce texte pose une alternative entre l'adoption des garanties de l'article L. 211-38, ou celle de l'affectation spéciale des valeurs, titres, effets créances ou sommes d'argent.

132. **Champ d'application *ratione personae*.** Le critère du champ d'application selon ce paragraphe est basé sur l'origine des obligations financières. Mais, si ce paragraphe ne mentionne pas de restriction quant aux parties, il opère néanmoins, du fait du renvoi aux contrats conclus dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1, une restriction aux seules parties qui peuvent avoir la qualité de participants d'un système de règlements interbancaires ou d'un système de règlement et de livraison d'instruments financiers. De fait, suivant les dispositions de l'article L. 330-1, II du Code monétaire et financier, « *seuls peuvent avoir la qualité de participants d'un système de règlements interbancaires ou d'un système de règlement et de livraison d'instruments financiers* :

1° *Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement ayant leur siège social ou, à défaut de siège social, leur direction effective dans un Etat membre de la Communauté européenne ou dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;*

2° *Les institutions ou entreprises mentionnées à l'article L. 518-1 ;*

3° *Les adhérents d'une chambre de compensation mentionnés à l'article L. 440-2 ;*

³⁵² Soulignons que les champs d'applications des articles L. 211-38 et L. 330-2 ne sont pas tout à fait identiques puisque l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier se réfère aux titres, alors que l'article L. 211-38 se réfère aux instruments financiers.

4° Les dépositaires centraux ;

5° Les gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers ;

6° Dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement autres que ceux mentionnés au 1°, ainsi que d'autres personnes morales non résidentes ayant une activité comparable à celle des personnes mentionnées du 2° au 5°, et soumis, dans leur Etat d'origine, à des règles d'accès à cette activité, d'exercice et de contrôle équivalentes à celles en vigueur en France ».

C. Le champ d'application des garanties financières en droit comparé

133. **Qu'en est-il des droits des pays voisins issus de la transposition de la même directive ?** Il est intéressant de comparer les critères de définition du champ d'application tels qu'adoptés par le droit français, avec ceux qu'adoptent des législations voisines qui ont néanmoins suivi des positions différentes de celle du droit français. M. Praicheux observe à cet effet que « *le droit français diffère d'autres législations européennes qui définissent les contrats de garantie financière par rapport à la nature des biens affectés en garantie (instruments financiers, espèces) et non pas en contemplation de la dette fondamentale* »³⁵³. Le droit belge a défini le contrat de sûreté financière par rapport à la nature des biens affectés en garantie. Le droit belge construit ainsi la matière autour de la définition des actifs. Il n'effectue pas de restriction quant aux personnes sauf pour ce qui est du domaine des transferts de propriété à titre de garantie où la loi exclut expressément les personnes physiques³⁵⁴. La seule restriction du champ *ratione personae* est relative aux personnes physiques, qui se voient inéligibles aux transferts de propriété à titre de garantie³⁵⁵. De plus la loi belge ne rattache pas les sûretés financières à des obligations spécifiques. La notion française d'obligations financières qui constitue un des éléments de définition du critère

³⁵³ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc., p. 57.

³⁵⁴ Article 12 § 4 de la loi du 15 décembre 2004. Cette exclusion s'explique par le fait que le droit belge n'a jamais reconnu la fiducie de droit commun et qu'il convenait ainsi de limiter la portée de la loi sur les sûretés financières en ne permettant pas son application à des fins fiduciaires pour les particuliers.

³⁵⁵ Article 12 § 4 de la loi du 15 décembre 2004. Notons, par ailleurs, que cette position du législateur belge s'expliquerait par une approche visant à circonscrire autant que possible le champ des transferts de propriété à titre de garantie du fait, notamment, de l'inexistence en droit belge de l'institution de fiducie.

d'application de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier n'a pas d'équivalent en droit belge. Même si cette notion, ainsi que nous l'avons souligné, pose un critère qui n'est, somme toute, pas réellement discriminant, son absence met cependant en évidence la différence d'approche du droit belge, qui se distingue par sa généralité. De son côté, le droit luxembourgeois se montre plus favorable à l'extension du champ d'application des contrats de garanties financières. Il adopte un domaine des plus larges en ne limitant pas l'accès aux garanties financières à une catégorie de personnes en particulier. La loi luxembourgeoise du 5 août 2005 voit son champ d'application défini en référence à deux critères : les actifs constituant l'assiette, et les obligations couvertes. Pour les actifs tout d'abord, la loi luxembourgeoise a comme champ d'application *ratione materiae*, les instruments financiers et les créances. On pourrait alors penser que le domaine est néanmoins limité. Mais il faut remarquer que la définition que la loi luxembourgeoise donne des « instruments financiers » est suffisamment large pour inclure toute sorte de titre matérialisé ou dématérialisé, nominatif ou au porteur, en ce comprenant, entre autre catégories, les parts de sociétés à responsabilité limitées. Pour ce qui est des « obligations financières couvertes », la loi luxembourgeoise permet à toute obligation qui se résout en un règlement en espèces, d'y être éligible³⁵⁶. On ne s'avancerait sans doute pas trop si on disait que le droit luxembourgeois, à travers la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garanties financières, a permis au droit issu de la directive *Collateral*, en pratique du moins, d'occuper la place d'un droit commun des garanties sur actifs financiers, tant le recours, notamment à l'institution du gage sous cette loi est chose commune dans la pratique.

134. **Conclusion du chapitre.** La définition du champ d'application des garanties des obligations financières est complexe, elle tient compte d'éléments propres à l'article L. 211-38, mais devrait également composer avec les spécificités de chacune des garanties constituées au titre des garanties des obligations financières. Elle est novatrice, en ce qu'elle s'appuie, notamment, sur le critère de l'obligation financière.

³⁵⁶ Les obligations financières couvertes sont ainsi définies à l'article 1, 10) de la loi du 5 août 2005, comme étant « les obligations qui sont garanties par un contrat de garantie financière et qui donnent droit à un règlement en espèces ou à la livraison d'instruments financiers ou à des biens sous-jacents à de tels instruments financiers ».

La rédaction n'est pas irréprochable³⁵⁷ mais le texte arrive à poser une règle fonctionnelle malgré la complexité du critère. Or, au final, la référence aux obligations financières en tant que critère d'éligibilité au titre de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier s'avère être une restriction en trompe-l'œil, et il a été observé qu'elle ne jouait pas le rôle d'une notion discriminante³⁵⁸. Son effet se limite à écarter du champ d'application de l'article L. 211-38 les obligations complètement étrangères au domaine financier, telles que des obligations de faire ou de ne pas faire.

³⁵⁷ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., p. 84. V. également Mme Riassetto qui évoque une rédaction « maladroite » de l'article L. 211-38 : I. RIASSETTO, sous Cass. com., 30 sept. 2008, préc.

³⁵⁸ S. PRAICHEUX et D. ROBINE, « Garanties financières », préc., spéc. n° 12 et s.

CONCLUSION DU TITRE

135. Si les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier présentent une certaine généralité, la difficulté de définir leur champ d'application réside dans la conjonction de deux facteurs : le premier facteur est intrinsèque, il ressort du manque de clarté et d'indications sur certains aspects de la notion de garantie des obligations financières elles-mêmes ; un second facteur résulte de la combinaison des régimes des garanties sous-jacentes et du régime propre de l'article L. 211-38. Or la place des garanties des obligations financières dans le Code monétaire et financier se définit non seulement en vertu d'éléments qui lui sont propres, mais également par opposition à un ensemble de bulles qui constituent la nébuleuse des garanties réelles financières dans le Code monétaire et financier dont nous allons à présent étudier le champ d'application et la démarcation qui les séparent de la garantie de l'article L. 211-38.

TITRE II

LES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES AUTRES QUE LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES

136. **Une catégorie subsidiaire.** Le schéma des garanties sur actifs financiers dans le Code monétaire et financier, nous l'avons déjà souligné, n'a pas fait l'objet d'une structuration d'ensemble. Il n'est dès lors pas étonnant de constater que l'approche suivie par le législateur pour l'organisation de ces garanties ne présente aucune coordination. Il est vain de chercher une symétrie, une rationalité ou une quelconque approche commune dans le dispositif législatif relatif aux garanties sur actifs financiers. Comme dans d'autres matières du droit financier, les garanties réelles financières sont le fruit de multiples réformes qui se sont superposées souvent sans effort de systématisation.

Si le champ d'application des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier présente certains traits de généralité, il n'a pas cependant été doté d'un monopole des garanties réelles dérogatoires. De fait, à côté de la garantie des obligations financières, le Code monétaire et financier laisse subsister un ensemble de garanties spéciales et dérogatoires. Il en est ainsi, tout d'abord, de la couverture sur les marchés réglementés, héritière des couvertures sur les marchés à terme et les couvertures en bourse. Cette institution trouve son assise à l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier (chapitre I). Il en est ainsi également d'un certain nombre de textes spéciaux, souvent spécifiques à des secteurs particuliers (chapitre II).

CHAPITRE I

LA COUVERTURE SUR LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

137. **Historique de la notion de couverture.** La notion de couverture est très tôt apparue sur les marchés, quasiment avec la bourse sous la forme qu'on lui connaît aujourd'hui. Elle a cependant, historiquement, été le pendant, parfois l'équivalent, voire le complément, de celle de dépôt de garantie. Introduite par le décret du 7 octobre 1890 qui a édicté le premier statut officiel global de la Bourse de Paris et qui porte règlement d'administration pour l'exécution de la loi du 28 mars 1885, notamment sur « *la négociation des effets publics et autres susceptibles d'être cotés* »³⁵⁹, elle est prévue à l'article 61 du décret, sous une section III (*Règles spéciales aux marchés à terme*), qui consacre le droit de l'agent de change à exiger une remise de couverture avant d'accepter un ordre de bourse : « *L'agent de change est en droit d'exiger, avant d'accepter un ordre et sauf à faire compte à l'échéance la remise d'une couverture. Lorsque cette couverture consiste en valeurs, l'agent de change a le droit de les aliéner et de s'en appliquer le prix, faute de livraison ou de paiement à l'échéance par le donneur d'ordre* »³⁶⁰. Le règlement général du Conseil des bourses de valeurs³⁶¹ ainsi que les règlements des différentes places qui ont consacré le recours au dépôt de garantie³⁶², ont également eu recours à la notion de couverture. Les règles de marché

³⁵⁹ Le décret du 7 octobre 1890, qui a été abrogé par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 et le Règlement général du Conseil des Bourses de Valeurs, ont été remplacés par de nouvelles dispositions qui ont été insérées dans le Règlement général du Conseil des Marchés Financiers, qui sont applicables à tous les prestataires de services d'investissement et définissent les principes généraux de couvertures sur les marchés réglementés ainsi que les possibilités de liquidation d'office. Ces règles sont aujourd'hui insérées dans le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

Le règlement général de l'autorité des marchés financiers, reconnaît aux opérations de couvertures une place importante. On retrouve des références aux couvertures, dépôts de garanties et appels de marges concernant tous les intervenants sur les marchés.

³⁶⁰ Souligné par nos soins.

³⁶¹ V. les articles 4-6-1 et s., et 8-2-5.

³⁶² V. H. HOVASSE, *Le droit des marchés à terme de marchandises*, Economica, 1987, coll. Biblio. des matières premières, n° 498 à 507 ; I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse Strasbourg, 1999, n° 471, p. 328-329 ; L. SOLAL, *Les opérations à terme sur marchandises à la bourse de commerce de Paris*, thèse Paris, LGDJ, 1939, n° 178 à 207 ; E. THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial*, 8^e éd., par J. PERCEROU, Rousseau, 1931, n° 962, 963 et n°978.

d'Euronext s'y réfèrent également dans le Livre II relatif aux règles particulières applicables aux marchés réglementés français³⁶³.

138. **La couverture, un régime imposé pour les opérations sur les marchés financiers.** Héritière des couvertures sur les marchés à terme, cette institution trouve son assise légale à l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier. La couverture est à la fois une garantie sectorielle, propre aux marchés réglementés, et une garantie limitée dans son champ d'application à certaines parties, que sont les chambres de compensation, les adhérents-compensateurs³⁶⁴, ainsi que leurs membres. La couverture est également un régime de garantie obligatoire pour les opérations sur marchés réglementés qui adopte la forme d'une propriété-garantie. En effet, l'assise des propriétés-garanties dans le Code monétaire et financier est double. On a d'un côté des régimes obligatoires et de l'autre, des régimes facultatifs. La couverture sous forme principalement de dépôt de garantie fait partie de ce qu'il est convenu de désigner comme régimes obligatoires, où la qualification s'impose aux parties. L'opération garantie dicte alors la forme de la garantie applicable, « *dans certains cas, la qualification de la sûreté boursière ne dépend pas tant de l'économie de la convention des parties que des caractéristiques de l'opération qu'elle garantit* »³⁶⁵. Afin de cerner les multiples dimensions de cette notion, il convient de commencer par définir la notion de couverture (section 1) avant d'examiner son champ d'application (section 2).

SECTION 1 : LA NOTION DE COUVERTURE SUR LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

139. En droit financier, la couverture a précédé toutes les autres formes de garanties financières. Elle continue à avoir une existence autonome malgré l'adoption

³⁶³ L'article P 1.2.8 dispose : « *Quelle que soit la procédure retenue, Euronext Paris peut demander que les donneurs d'ordres déposent chez l'intermédiaire dépositaire de leurs ordres d'achat les fonds correspondant à la couverture de leurs ordres. Elle fixe le pourcentage de couverture requis et le délai pendant lequel ces fonds doivent rester bloqués. Elle peut demander que les intermédiaires dépositaires des ordres lui versent les fonds qui leur ont été déposés. Elle fixe la durée minimale du dépôt ou du blocage des fonds* ».

³⁶⁴ Sur la qualification d'adhérent à une chambre de compensation, en sus des règles de la compensation de LCH.Clearnet SA, V. S. NEUVILLE, « Chambres de compensation : conventions d'adhésion et sous-conventions », *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 74.

³⁶⁵ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 392, p. 258.

du régime de garantie de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Si des considérations historiques justifient cette distinction. Pour mieux cerner les contours de la notion de couverture, il convient d'examiner, d'une part, les différents textes qui en traitent (§ 1), et, d'autre part, de tenter de définir cette notion à travers la définition des techniques sous-jacentes (§ 2).

§ 1 Définition de la notion de couverture

140. Les marchés financiers ont très tôt permis à des techniques non éligibles à la qualification de *sûreté*, d'en jouer le rôle³⁶⁶. Le champ étroit tracé par le Code civil ne permettait pas le recours simple et rapide à des sûretés offrant une sécurité jugée satisfaisante. La pratique y a donc pallié en recourant aux techniques de dépôt de garantie³⁶⁷. Ces pratiques ont vu leurs premières consécutions en 1890, d'abord sur les marchés à terme où l'on a vu les premières formes de techniques de transfert de propriété à titre de garantie. Malgré les discussions et les incertitudes quant à la nature de ces techniques³⁶⁸, il est difficile de ne pas souscrire à la thèse de leur nature fiduciaire. Après avoir examiné les différentes acceptions et la nature juridique du vocable « couverture » (A), il convient de s'intéresser à la manière dont les textes traitent de cette notion (B).

³⁶⁶ V. à cet effet, notamment, P. CROCQ, « Dix ans après : l'évolution récente des propriétés-garanties », in *Ruptures, mouvements et continuité du droit, Autour de Michelle Gobert*, Economica, 2004, p. 347. Rappelons que cette distinction est aujourd'hui révolue, du fait de la consécration par l'article 2329 du Code civil de la propriété cédée comme sûreté réelle.

³⁶⁷ M. Crocq a dégagé les traits du transfert de propriété à titre de garantie. La notion de propriété-garantie suppose qu'un droit de propriété est, soit laissé (mécanisme de la réserve de propriété), soit attribué (mécanisme du crédit-bail et de la fiducie) à un créancier en garantie de l'exécution de sa créance contre le débiteur. Le transfert s'opère dès la constitution. Contrairement aux gages et nantissement, il ne s'agit donc pas pour le créancier de se voir attribuer un droit à devenir propriétaire, il le devient immédiatement. La qualité de propriétaire du créancier ne procède pas de l'inexécution par le propriétaire de son obligation. Elle est toujours antérieure à la mise en œuvre de la garantie et c'est, au contraire, la bonne exécution de son obligation par le débiteur qui y mettra fin : P. CROCQ, *Propriété et garantie*, thèse préc., n° 8.

³⁶⁸ Pour un tableau complet des thèses en concurrence, V. I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, préc. n° 621 à 707, p. 439 à 490.

A. Nature juridique de la couverture

141. **Précision terminologique.** Le terme « couverture » évoque, de prime abord, l'idée d'une assurance. A l'analyse, la couverture pourrait s'apparenter autant à une garantie, qu'à un paiement anticipé, ou à une assurance. On serait même tenté de l'assimiler davantage à une technique d'assurance, tant l'idée de couverture, et même le recours au terme « couverture », sont présents dans le domaine des assurances (ex. couverture maladie, couverture universelle, etc.). Le Code monétaire et financier l'emploie tant pour les garanties que pour les assurances³⁶⁹. Mais si l'on admet que la différence principale entre une sûreté et une assurance est que la première garantit le paiement alors que la deuxième garantit le risque, donc un aléa lié à un événement extérieur, alors, la couverture dans son acception sûreté devrait être retenue. Dans les opérations financières, cette frontière est d'ailleurs souvent difficile à établir. La confusion terminologique n'est que plus importante lorsque l'on constate que les contrats financiers, en tant qu'instruments dérivés, sont parfois eux-mêmes qualifiés d'instruments de couverture³⁷⁰. De la même manière, on a pu voir la couverture être utilisée par certains auteurs, s'attachant davantage à sa finalité qu'aux conventions du langage juridique, comme synonyme du terme garantie³⁷¹. Le « Vocabulaire juridique » souligne la nature polysémique du terme « couverture » en relevant qu'il peut prendre le sens d'un paiement anticipé, d'une assurance, mais également d'une garantie³⁷². A ce titre, il nous enseigne que la couverture est une « *espèce de garantie* »³⁷³. C'est bien cette acception que nous examinerons ci-après : « *Sous son premier aspect, l'obligation de couverture n'est historiquement qu'une faculté offerte à l'agent de change de réclamer à un client qui souhaite passer un ordre sur le marché à terme une*

³⁶⁹ Il en est ainsi de l'article L. 531-12 du Code monétaire et financier qui évoque au titre des exceptions à l'obligation au secret professionnel concernant certaines informations pouvant être communiquées, d'une part, aux agences de notation pour les besoins de la notation des produits financiers et, d'autre part, aux personnes avec lesquelles elles négocient, concluent ou exécutent les opérations ci-après énoncées. On retrouve au titre de ces informations les « *opérations sur instruments financiers, de garanties ou d'assurance destinées à la couverture d'un risque de crédit* ».

³⁷⁰ M. Bonneau et Mme Drummond parlent à cet égard d' « *instruments de couverture et de spéculation* » : Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 150, p. 169.

³⁷¹ F. JULIEN et E. GROS, « Financements LBO, gage de compte d'instruments financiers et banque de couverture », préc.

³⁷² G. CORNU (ss dir.), *Vocabulaire juridique*, préc., p. 252.

³⁷³ *Idem.*

"couverture", c'est-à-dire une garantie de son engagement »³⁷⁴. Au commencement, propre aux bourses, la notion de couverture s'appuyait quasi-exclusivement sur celle de dépôt de garantie. En pratique, sur les marchés réglementés, les couvertures sont obligatoires à tous les maillons de la chaîne de négociation. Ainsi, se dessine une chaîne de couvertures dans ce qui a été décrit en doctrine comme une « *transmission en cascade* » des couvertures le long d'une chaîne dont la chambre de compensation est le destinataire final³⁷⁵. Le recours aux garanties est essentiel sur les marchés à terme. On retrouve ainsi à chaque transaction au moins deux étages de couverture : « *le client qui donne l'ordre sur le produit dérivé constitue une sûreté dénommée couverture en garantie de ses engagements à l'égard du compensateur (étant entendu que cette couverture peut être affectée en garantie par le négociateur au profit du compensateur) ; le compensateur constitue à son tour sa propre garantie au profit de la chambre de compensation (cette sûreté étant également dénommée "couverture")* »³⁷⁶.

142. **La couverture, une sûreté.** Les tenants de la qualification de gage soutenaient les dispositions réglementaires en matière de couverture ne sont qu'une adaptation à la matière des couvertures en bourse des exigences formelles du code. Rodière s'attachait, quant à lui, à souligner que « *l'analyse de la couverture devait se faire de manière purement casuelle, et que c'était bien à défaut d'enseignements pouvant être tirés de l'intention des parties qu'une qualification universelle s'imposait* »³⁷⁷. La Cour de cassation avait d'ailleurs adopté une approche qui fonde la qualification de la couverture sur l'intention des parties³⁷⁸, ce qui ne faisait du reste qu'alimenter le débat, puisqu'elle transformait ainsi la couverture en une « *institution transparente* »³⁷⁹. Les techniques de couverture sur les marchés réglementés prenant la forme de dépôts de garantie que vise l'article L. 440-7, malgré le rôle de paiement qu'elles remplissent par ailleurs, présentent, néanmoins, toutes les caractéristiques des

³⁷⁴ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, thèse Paris II, préf. H. SYNDET, Economica, 2007, n° 94, p. 90.

³⁷⁵ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 125, p. 36.

³⁷⁶ *Idem*.

³⁷⁷ R. RODIERE, « La couverture dans les opérations de bourse », *Rev. crit.* 1934, p. 38., n° 15.

³⁷⁸ Cass. req., 12 nov. 1884, *DP* 1884, 7, 468. V. également, sur le rôle de la volonté des parties dans la qualification de la couverture, R. RODIERE, note crit. sous Trib. com. Seine, 2 mai 1941, *JCP* 1942, 11, 1811.

³⁷⁹ H. de VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », préc., spéc. p. 200.

transferts de propriété, fiduciaires, et à titre de garantie, ainsi que cela a pu être démontré en doctrine³⁸⁰. Aujourd'hui cela ne fait plus de doute, et les commentateurs de l'article 440-7 l'ont souligné, la mise en place par ce texte d'un mécanisme d'aliénation fiduciaire est acquise³⁸¹, notamment au travers de l'emploi par la loi des termes « transfert en pleine propriété » qui se substituent au vocable « acquis » initialement utilisé³⁸². Il est désormais difficile de soutenir que les couvertures, lorsqu'elles se déclinent en dépôts de garanties, sont autre chose que des sûretés réelles. Cette position d'abord défendue par quelques auteurs est considérée aujourd'hui comme acquise³⁸³. Elle l'est d'autant plus notamment suite aux réformes du droit des sûretés en 2006, et à l'introduction de la fiducie en 2007 et 2009 (en tant que mécanisme de sûreté). Cette institution, apparue déjà à la fin du XIX^e siècle, n'allait pas sans poser des difficultés de qualification, notamment quant à l'acceptation du fait que sa nature, en définitive, n'est autre qu'un transfert fiduciaire³⁸⁴. Elle répond ainsi à deux des trois éléments que la doctrine considère comme constitutifs d'une sûreté, à savoir la finalité et la technique. C'est peut-être même le souci de ne pas apporter une incertitude quant à la validité de ce mécanisme qui aurait longtemps empêché de se prononcer ouvertement en faveur de la qualification de mécanisme fiduciaire. Ainsi a-t-on tour à tour évoqué le nantissement, la dation en paiement ou le paiement anticipé³⁸⁵, avant que la doctrine majoritaire ne commence à partir de 1996 à s'aligner en faveur de la qualification de transfert fiduciaire. L'intention ici n'est pas de revenir sur cette discussion, que nous pensons close du fait des réformes successives apportées depuis la loi de modernisation des activités financières et jusqu'à l'ordonnance du 24 février 2005. Du reste, depuis la réforme du droit des sûretés, le mécanisme de couverture, en tant que propriété-sûreté, trouve sa place dans la définition de sûreté que

³⁸⁰ V. à ce sujet la thèse de Mme I. RIASSETTO, préc.

³⁸¹ J.-P. BORNET, « Marchés financiers vers la fin du monopole de l'aliénation fiduciaire », in *Mélanges AEDBF-France II, Droit bancaire et financier*, Banque Editeur, 1999, p. 101.

³⁸² Cf. notamment P. Stephan, *La modernisation des activités financières – La compensation*, Ed. Joly, 1996.

³⁸³ P. CROCQ, *Propriété et garantie*, thèse, LGDJ, 1995, coll. bibliothèque de droit privé, t. 248, n° 18, 43 et 306. – Ch. LARROUMET, note sous arrêt, Cass. com., 6 avril 1996, *D.* 1996, jur., p. 399, n° 3 et s. ; et sous Cass. com., 17 mai 1994, *D.* 1995, p. 124. – I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, préc. n° 731 à 767, p. 505 à 528.

³⁸⁴ V. Ch. LARROUMET, note sous arrêt, Cass. com., 6 avril 1996, *D.* 1996, jur., p. 399. – H. de VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », préc.

³⁸⁵ V. I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, préc. n° 621 à 707, p. 439 à 490.

donne le Code civil. Il est difficile d'accepter une autre qualification pour la sûreté sous-jacente au mécanisme de couverture³⁸⁶.

B. La couverture dans les textes

143. Les dispositions relatives à la couverture sur les marchés réglementés datent du décret du 7 octobre 1890. Elles ont par la suite été reprises par la loi boursière du 22 janvier 1988, pour être refondues par la loi du 2 juillet 1996³⁸⁷, codifiée en 2000³⁸⁸ au sein du Code monétaire et financier et modifiées successivement par les lois du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques et du 1^{er} août 2003 sur la sécurité financière ainsi que par l'ordonnance du 24 février 2005 (1). Les règlements et instructions de l'autorité des marchés financiers et du marché Euronext se contentent parfois d'exiger des couvertures, très souvent sans définir leurs natures (2).

1. La couverture dans le Code monétaire et financier

144. **L'article L. 440-7 comme assise juridique.** L'article L. 440-7 du Code monétaire et financier³⁸⁹ pose le principe applicable aux couvertures sous forme de dépôt de garantie, également désigné par la pratique, dans une terminologie s'inspirant des pratiques anglo-saxonnes, par « collatéralisation » ou « dépôt »³⁹⁰ : « Quelle que soit leur nature, les dépôts effectués par les donneurs d'ordre auprès des prestataires de service d'investissement, des adhérents d'une chambre de compensation, ou effectués par ces adhérents auprès d'une telle chambre en couverture ou garantie des positions

³⁸⁶ Rappelons l'observation de M. Praicheux, le « *nantissement serait requalifié en propriété-sûreté, par la force impérative du texte précité, dont le fondement réside non pas dans la protection de l'intérêt privé des parties à l'acte de sûreté, mais dans la protection du marché dans son ensemble* », S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., 2009, n° 126, p. 37.

³⁸⁷ Article 49, L. n° 96-597 du 2 juill. 1996.

³⁸⁸ Article L. 442-6 Code monétaire et financier.

³⁸⁹ La numérotation de cet article issu de la loi du 2 mai 1996 a évolué, d'un article 49, à un article L. 442-6 du Code monétaire et financier avant de devenir l'article L. 440-7 suite à l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007, art. 3, JO du 13 avril 2007. Notons cependant que la rédaction n'a plus évolué depuis la loi de modernisation des activités financières du 2 mai 1996.

³⁹⁰ S. AGBAYISSAH, « Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés - Une sûreté fiduciaire (Articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) », JCP E 1996, 603, sous note n° 5.

prises sur un marché d'instruments financiers, sont transférés en pleine propriété soit au prestataire ou à l'adhérent, soit à la chambre concernée dès leur constitution aux fins de règlement, d'une part, du solde débiteur constaté lors de la liquidation d'office des positions et, d'autre part, de toute autre somme due soit au prestataire ou à l'adhérent, soit à cette chambre. Aucun créancier d'un adhérent d'une chambre de compensation, d'un prestataire mentionné à l'alinéa précédent, ou selon le cas, de la chambre elle-même, ne peut se prévaloir d'un droit quelconque sur ces dépôts même sur le fondement du titre I ou du titre II du livre VI du code de commerce ». Cet article appelle plusieurs observations quant à son approche, aux distinctions qu'il effectue et à sa portée. L'approche est pragmatique. D'emblée, l'article L. 440-7 indique ne pas s'intéresser à la recherche de la nature qui s'attache aux dépôts, mais s'intéresse plutôt à définir le régime juridique qui en résulte. Le législateur ne s'est, à ce jour, pas approprié une partie importante de la sémantique des praticiens et a marqué sa préférence, du reste compréhensible, à rester en retrait sur certains points techniques consacrés par des règles professionnelles. Il en est ainsi de la notion de couverture qui n'a été consacrée que de manière incidente dans les textes législatifs et sans réel souci de définition ou de qualification.

145. **Précision terminologique.** Le législateur de la modernisation des activités financières a préféré se référer aux « dépôts » effectués « *en couverture ou garantie des positions prises sur un marché d'instruments financiers* [...] »³⁹¹ plutôt que de traiter directement de la notion de couverture. Il a ainsi repris une formule employée par l'article 9-1 de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 qui avait introduit un article 9-1 à la loi du 28 mars 1885³⁹². En outre, le Code monétaire et financier à l'article L. 440-7 ne vise pas les couvertures en tant que catégorie qualifiée comme telle, mais plutôt comme une finalité de la constitution des dépôts effectués en pleine propriété. Il en est de même de l'article L. 440-9 du Code monétaire et financier qui évoque de façon distincte les « *couvertures et garanties* ». La notion est pourtant centrale dans l'activité des marchés financiers, et toutes les catégories d'intervenants sur les marchés, exposées au risque de contrepartie, y ont recours. Il en est ainsi des commissionnaires, des adhérents d'une

³⁹¹ Article 49 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, codifié à l'article L. 442-6, devenu récemment l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier.

³⁹² Devenu l'article 9 de la loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier.

chambre de compensation et de la chambre de compensation elle-même³⁹³. Pour M. Vauplane, la couverture « désigne la remise en garantie de titres ou d'espèces procurés par le donneur d'ordres à son intermédiaire en vue de le garantir contre les risques de sa défaillance »³⁹⁴. Il s'agirait donc d'une remise à titre de garantie, une technique de garantie somme toute assez répandue. Mais M. Vauplane, dans le même article, se référant au règlement général du Conseil des marchés financiers (devenu depuis Règlement général de l'autorité des marchés financiers), évoque l'idée de « transferts de couverture »³⁹⁵. Une telle référence laisserait croire que la couverture dont il s'agit s'apparenterait davantage à un objet, tel que l'assiette de la garantie, – on serait tenté de dire, le collatéral, tant cette idée relève étroitement de concepts juridiques anglo-saxons – plutôt qu'à la garantie elle-même en tant que fonction. Cette référence, toute porteuse de confusion qu'elle soit, n'est, somme toute, pas isolée en matière de sûreté, puisque pour le gage³⁹⁶ comme pour les dépôts de garantie (souvent vulgarisés par la référence à une « caution »), la technique se confond souvent avec l'objet de la garantie (au sens d'assiette). Une telle confusion est regrettable. Nous pensons qu'il serait néanmoins peu judicieux de lui attribuer une valeur déterminante.

2. La couverture en dehors du Code monétaire et financier

146. Le Règlement de l'autorité des marchés financiers. Le Règlement général de l'autorité des marchés financiers évoque à plusieurs reprises la notion de couverture, sans pour autant en fournir une définition. Ce règlement se réfère d'ailleurs souvent, au couple « couverture et garantie », rappelant la terminologie utilisée par le Code

³⁹³ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 560, p. 313.

³⁹⁴ H. DE VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », préc., spéc. p. 197.

³⁹⁵ « Depuis la loi de modernisation des activités financières, il est en tous cas entendu que le transfert des couvertures est opéré en pleine propriété au profit du créancier du donneur d'ordres (adhérent ou chambre de compensation). C'est dans ce sens que l'article 4-2-25 du règlement général CMF donne la possibilité aux chambres de compensation de permettre à leurs adhérents d'appeler des sommes en couverture ou garantie des engagements des donneurs d'ordres. Cette disposition constitue ainsi le reflet de l'article 49 de la loi MAF, et ne concerne donc que les seuls adhérents à une chambre de compensation dans le cadre de leurs relations avec leurs donneurs d'ordres, et les chambres elles-mêmes dans leurs relations avec leurs membres », article préc., p. 202.

³⁹⁶ V., pour ce qui est de cette tendance en matière de gage, G. MARTY, P. RAYNAUD et Ph. JESTAZ, *Droit civil, Les sûretés, La publicité foncière*, Sirey, 2^e éd., 1987, n° 63.

monétaire et financier. Cette référence à la couverture associée au terme « garantie », pourrait laisser croire que le Règlement général de l'autorité des marchés financiers, tout comme le Code monétaire et financier, a cherché à marquer la distinction de la couverture par rapport aux garanties. La couverture ne serait ainsi, au sens de ces deux textes, pas une garantie, et *a fortiori* pas une sûreté³⁹⁷, ce qui pourrait de prime abord être source de confusion s'il renvoyait à une notion se rapprochant de l'assurance, tel qu'on l'a souligné précédemment. Toutefois, cette interprétation doit être nuancée, même si l'analyse des notions de couverture et de garantie au vu du Règlement général de l'autorité des marchés financiers reste insatisfaisante. En effet, la lecture de l'article 541-23 de ce Règlement donne une indication pour la compréhension de la couverture et de son rapport avec les garanties, sans pour autant être concluant. On peut ainsi lire à cet article que « *les chambres de compensation calculent et appellent auprès de leurs adhérents les sommes que ceux-ci doivent verser en couverture ou garantie de leurs engagements ou positions. Ces sommes englobent les dépôts de garantie, les marges et, plus généralement, les couvertures, quelle que soit leur dénomination* »³⁹⁸. Le texte de cet article nous enseigne que le terme couverture serait un terme générique, qui emporterait une référence aux dépôts de garantie et aux marges, ainsi qu'à d'autres formes de couverture non citées³⁹⁹. Mais il reste que la compréhension de l'acception à donner au terme de garantie qui lui est associé ici – comme d'ailleurs aux articles L. 440-7 et L. 440-9 du Code monétaire et financier –, est essentielle pour cerner la définition et la nature de la couverture, tant ces deux termes se trouvent intimement associés à plus d'un titre dans des textes de nature différente. M. Vauplane soulignait d'ailleurs, au lendemain de l'entrée en vigueur de la loi de modernisation des activités financières, à propos de la couverture, que « *le législateur du 2 juillet 1996, par prudence a doublé [la couverture] du mot de « dépôt de garantie »*⁴⁰⁰. La prudence dont

³⁹⁷ La sûreté étant considérée comme une espèce du genre que constituent les garanties, V. en ce sens D. LEGEAIS, *Sûretés et garanties du crédit*, 4^e éd., LGDJ, 2004, n° 1, p. 1.

³⁹⁸ Souligné par nos soins.

³⁹⁹ Il reste que la matière ne connaît pas une cohérence parfaite, et l'on peut trouver des sources de confusion dans les différents textes des autorités de marchés et des organismes professionnels. Il en est ainsi, de l'instruction du MATIF du 15 novembre 1998, qui prévoit que les négociateurs pour compte propre (NPC) doivent remettre une garantie à leur intermédiaire, en sus de la couverture et des appels de marge quotidiens. En somme, il y aurait à discuter de la distinction tripartite que ce texte opère (V. S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 344, p. 225-226, où l'auteur y voit une possibilité de constituer un cautionnement ou un gage de compte d'instruments financiers).

⁴⁰⁰ H. de VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », préc., spéc. p. 197.

parle M. Vauplane serait-elle, au sens du législateur, rien de plus qu'une affirmation à travers l'énumération des espèces (les dépôts de garantie et les marges) ensuite suivies du genre qui n'est autre que la couverture (« *et plus généralement, les couvertures* ») ? Tel qu'il se présente dans le Règlement général de l'autorité des marchés financiers, le rapport que la couverture entretient avec le terme « garantie » pourrait, à notre sens, être interprété de deux manières différentes. La confusion née des textes parfois contradictoires, ou du moins incohérents, laisserait une place à l'interprétation. À ce jour, en droit français, lorsqu'il n'est pas attribué un champ ou une définition spécifique au terme « garantie », ce terme peut s'entendre comme toute sûreté, et au-delà même des sûretés, comme toute technique aboutissant au même résultat qu'une sûreté, sans être reconnue en tant que telle⁴⁰¹. On pourrait assimiler les « garanties » en question à toute forme de sûreté, qu'elle soit réelle ou personnelle. Mais quel serait dès lors l'intérêt à garder la référence au terme couverture ? Est-ce à dire que les couvertures ne peuvent définitivement pas être des sûretés ou même des garanties ? Si le Règlement de l'autorité des marchés financiers peut porter des éclairages sur le traitement de la couverture, il n'a pourtant pas pour vocation de fournir une structuration de la notion. Il est sans doute regrettable que cela n'ait été fait, mais le Règlement de l'autorité des marchés financiers cherche en premier lieu à avoir une approche pragmatique. Il convient d'ailleurs de relever que le Règlement de l'autorité des marchés financiers, sous d'autres articles, se réfère, d'une part au « *dépôt de couverture* », et, d'autre part, à la « *constitution de garantie* »⁴⁰². On ne peut s'empêcher d'y voir le reflet d'une tendance de la pratique à assimiler la couverture à un paiement distinct de la constitution de sûreté. Dans cette interprétation donc, il y aurait une affirmation de l'interchangeabilité de ces deux termes, du moins dans certaines situations, la couverture étant le genre dont les dépôts de garantie et marges serait les espèces. Le

⁴⁰¹ V. Sur le rapport du terme de garantie avec celui de sûreté, D. LEGEAIS, *Sûretés et garanties du crédit*, préc., n°1, p. 1.

⁴⁰² Il en est ainsi par exemple de l'article 541-24 : « *Les règles de fonctionnement prévoient que, lorsqu'un adhérent n'a pas respecté ses obligations relatives aux règlements des opérations de marché ou aux couvertures ou garanties mentionnées à l'article 541-23, et notamment lorsqu'il fait l'objet d'une des procédures prévues par le titre II du livre VI du code de commerce, la chambre de compensation peut procéder :*

1° A la liquidation d'office partielle ou totale des engagements ou positions pour compte propre de l'adhérent défaillant, dans les conditions du marché prévalant à ce moment. A la suite de cette liquidation, la chambre procède, s'il y a lieu, à la compensation du reliquat de ses créances sur l'adhérent avec les couvertures déposées ou les garanties constituées par celui-ci... » (souligné par nos soins).

Règlement de l'autorité des marchés financiers garderait la référence aux couvertures, en tant que technique de marché, et y rajoute une catégorie délibérément générique, de sorte à permettre d'y inclure les techniques de sûretés les plus variées. La référence aux « garanties » plutôt qu'aux sûretés, procéderait alors de la même logique pragmatique et englobante. Le choix de la référence aux « garanties », permet un recours plus large et plus souple. Cette approche, rendue nécessaire par le *numerus clausus* des sûretés avant la réforme du droit des sûretés opérée par l'ordonnance du 23 mars 2006, garderait encore un intérêt même après la réforme.

147. **Les règles de compensation de LCH.Clearnet SA.** Cette interprétation est corroborée par la terminologie utilisée dans les textes réglementaires de LCH.Clearnet SA qui voient dans la couverture un mécanisme de garantie, pouvant même prendre la forme de sûretés personnelles⁴⁰³. Mais là encore, on peut être en présence de textes qui ne sont pas en harmonie les uns avec les autres. Pour une définition de la couverture, il convient de se reporter aux règles de compensation de LCH.Clearnet SA. En effet, ces règles définissent la « Couverture » comme étant « *toute couverture, incluant les Dépôts de Garantie, les Marges et les Fonds Complémentaires calculés quotidiennement par LCH.Clearnet SA pour chaque Adhérent Compensateur sur la base des présentes Règles de la Compensation* ». Mais là encore la notion est définie par référence à l'énumération des éléments qu'elle comporte.

148. **La couverture, un concept flou même en droit comparé.** En droit comparé, la confusion terminologique souligne le même sentiment de malaise qu'on éprouve face à la désarticulation des sûretés financières en droit français, et confirme les difficultés que les juristes ont à appréhender une matière par trop technique. La doctrine belge parle d'un privilège sur une couverture. Il s'agit ainsi d'un privilège légal spécial en faveur des intermédiaires financiers et des organismes de compensation⁴⁰⁴ qui porterait sur la couverture. La couverture est assimilée à l'actif objet de la garantie, et ne décrit pas le mécanisme lui-même. Par glissement, ce terme

⁴⁰³ Selon l'article 15 de l'Instruction LCH.Clearnet SA n° IV.5-1 publiée le 15 février 2005, « *pour la couverture des contrats à terme de marchandises du Matif la couverture peut prendre la forme de Garanties à Première Demande* ».

⁴⁰⁴ V. à ce sujet, M. VAN DER HAEGEN et A. FONTAINE, « Les dispositions de la loi du 2 août 2002 en matière de compensation et de liquidation d'opérations sur instruments financiers », *Droit bancaire et financier* 2003/II-III (Revue belge), p. 69.

est utilisé pour désigner l'objet. Ainsi, peut-on lire au lendemain de la réforme du droit des marchés financiers en Belgique⁴⁰⁵ que « *le privilège pourra désormais aussi être invoqué sur la couverture formée dans le cadre d'opérations à terme et sur les devises reçues dans le cadre de l'exécution ou de la liquidation d'opérations à terme sur devises* »⁴⁰⁶ !

§ 2 Les garanties réelles sous-jacentes à la notion de couverture

149. **La couverture : une appellation générique.** L'article L. 440-7 du Code monétaire et financier prévoit des remises en pleine propriété constitutives de couverture. Dans ce texte ont été fusionnés le régime applicable aux marchés boursiers ainsi que celui des marchés à termes d'instruments financiers. Cet article met en place un système de remise de biens en pleine propriété dont le champ d'application est défini en fonction du bénéficiaire de la garantie et de l'obligation à la dette principale. La remise dont il est question à l'article L. 440-7 doit être effectuée en faveur d'une chambre de compensation, d'un adhérent compensateur ou d'un prestataire de services d'investissement⁴⁰⁷, et elle est supposée être effectuée à titre de garantie des positions prises sur un marché d'instruments financiers. L'article L. 440-7 précise, en outre, que l'objectif est le règlement, d'une part, du solde débiteur constaté lors de la liquidation d'office des positions et, d'autre part, de toute autre somme due au bénéficiaire de la garantie⁴⁰⁸. Mais il s'agit là d'opérations principalement sur les marchés réglementés, même si, pour certains auteurs, elles pourraient trouver également à s'appliquer sur les marchés de gré à gré⁴⁰⁹. Il convient alors de s'interroger, dans l'hypothèse où l'une

⁴⁰⁵ *Moniteur belge* du 4 septembre 2002, p. 39121 à 39173.

⁴⁰⁶ E. PONNET, « La réforme des marchés financiers, le point de vue des banques », *RPS* (revue belge) 2003, p. 375 et spéc. p. 401, n° 58.

⁴⁰⁷ L'article L. 440-7 ne vise, en effet, que les « *prestataires de services d'investissement* ». Or, tous les prestataires habilités n'ont pas ce statut et ne peuvent donc bénéficier du régime instauré par ce texte. Cette difficulté résulte d'une ignorance par la loi de modernisation des activités financières, et désormais par le Code monétaire et financier, de la notion de prestataire habilité. Une intervention du législateur est donc souhaitable.

⁴⁰⁸ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 589, p. 332-333.

⁴⁰⁹ Mme Drummond et M. Bonneau observent qu'en cas d'intervention d'une chambre de compensation dans le cadre d'une opération sur les marchés dérivés, « *les opérations sur instruments financiers à terme peuvent bénéficier des dispositions du Code monétaire et financier qui, sans référence à un quelconque*

des conditions d'application de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier ne serait pas remplie⁴¹⁰, si la remise en pleine propriété en vertu de l'article L. 211-38 du même code pourrait fournir une alternative à l'article L. 440-7. En outre, il ressort de la définition que donnent les règles de la compensation de LCH.Clearnet, que trois techniques rentrent donc dans le champ de la définition : les dépôts de garantie (1) d'une part, et les marges et les fonds complémentaires (2) de l'autre.

A. Le dépôt de garantie

150. **Naissance de la notion.** Le dépôt de garantie constitue la colonne vertébrale des couvertures. C'est la forme de couverture et de garantie qui est apparue en premier et c'est celle qui est utilisée quasi-exclusivement sur les marchés réglementés. L'article 21 du décret du 7 octobre 1890, sous un chapitre IV sur les attributions des chambres syndicales, évoquait déjà l'obligation d'effectuer un dépôt de garantie incombant à tout agent de change : « *La chambre syndicale peut mander devant elle tout agent de change, lui ordonner la production de son carnet et de ses livres, et lui prescrire toutes mesures de précaution qu'elle juge utiles, et, en particulier, la constitution, dans la caisse syndicale, d'un dépôt de garantie* »⁴¹¹. L'organisateur de marchés des agents de change, institution monopolistique de Place, devait obtenir des garanties quant aux risques qu'il prenait en garantissant ses membres. La chambre de compensation depuis la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 impose à ses adhérents des dépôts de garantie qui recouvrent une finalité identique. Le dépôt de garantie ou « *initial margin* » en anglais, « *désigne le montant initial de collatéral destiné à couvrir une nouvelle position. Un montant seuil (threshold) peut être défini, c'est-à-dire que les positions ouvertes ne commenceront à être couvertes qu'à partir du moment où leur valeur dépasse ce seuil* »⁴¹². Le dépôt de garantie se définit, de manière assez souple, par rapport aux actifs qui le composent et par rapport à la technique de garantie qu'il adopte. Ainsi peut-on lire chez M. Bonneau et Mme Drummond, que le dépôt de garantie « *consiste*

marché, organisent la sécurité des opérations, en particulier celles relatives aux dépôts de garantie » : Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 973, p. 746-747.

⁴¹⁰ Il peut s'agir, notamment, du fait que le bénéficiaire des couvertures n'est pas l'un des professionnels entrant dans le champ d'application de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier.

⁴¹¹ Souligné par nos soins.

⁴¹² I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse préc., n° 16, p. 17.

dans des espèces, titres ou autres actifs remis en garantie des opérations de marché afin de pallier le risque de défaillance de l'une des parties »⁴¹³.

151. **Rapports avec les notions de couverture et de collatéral.** Pour situer donc le dépôt de garantie par rapport, notamment, aux notions de couverture et de collatéral, il est important de schématiser le rapport entre ces trois notions : le dépôt de garantie est une forme de couverture dont la constitution s'appuie sur un collatéral⁴¹⁴. Or le collatéral n'est autre qu'un dépôt de garantie. La locution « dépôt de garantie » désigne à la fois la technique de garantie et l'assiette objet de la garantie. Cette précision est rendue d'autant plus nécessaire que la notion de collatéral n'a pas la même acception sur les marchés non réglementés, et que les règles de la chambre de compensation entretiennent l'ambiguïté sur la définition du dépôt de garantie. Il reste à voir si ce qui est observé pour le dépôt de garantie s'applique également pour les marges et fonds complémentaires, la nature de ces techniques ne s'imposant pas avec la même évidence que celle qu'on vient de voir en matière de dépôt de garantie. L'article 2501/2 des règles de marché Euronext⁴¹⁵ exige des membres qui ne sont pas adhérents compensateurs d'avoir, à tout moment, auprès de leur adhérent compensateur, un dépôt de garantie adéquat par rapport à leurs obligations de couverture. Les règles de compensation de LCH.Clearnet SA définissent le dépôt de garantie comme étant le « *montant requis par LCH.Clearnet SA auprès d'un Adhérent Compensateur, comme décrit dans une Instruction, et visant à couvrir le risque de liquidation lié aux Positions Ouvertes sur Instruments Financiers résultant des Transactions enregistrées par LCH.Clearnet SA au nom de cet Adhérent* »⁴¹⁶. On retrouve cette exigence du dépôt de

⁴¹³ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 896, p. 704.

⁴¹⁴ Sur le rapport de la notion de collatéral avec celle de dépôt de garantie, Mme Drummond et M. Bonneau observent que « *les notions sont cependant liées : le collatéral permet de constituer le dépôt de garantie. Il est vrai que certaines dispositions des règles de compensation pourraient laisser penser que l'exigence d'un collatéral s'ajoute au dépôt de garantie. Il semble qu'il n'en soit rien et que le collatéral soit effectivement le moyen pour constituer le dépôt de garantie* » : Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 897, p. 705. On perçoit là encore le malaise dans l'appréhension de notions et de terminologie correspondant à des techniques créées par les professionnels.

⁴¹⁵ Règles harmonisée – Livre I, datées du 29 février 2008.

⁴¹⁶ Une remarque terminologique s'impose quant à la traduction des termes anglais, en effet, les règles de LCH.Clearnet SA traduisent « Couverture » par « *Margin* », qui inclut les « Dépôts de Garantie » traduits par « *Initial Margin* », les « Marges » traduits par « *Variation Margin* » ainsi que les fonds complémentaires, traduits par « *Intra-day Margin* ».

garantie dans les règles de marché Euronext⁴¹⁷. Une Instruction LCH.Clearnet SA⁴¹⁸ a précisé à quoi correspond le dépôt de garantie. Cette Instruction précise les règles suivantes :

« - Pour les positions sur contrats à terme fermes négociés sur le Monep et sur le Matif, le coût théorique maximal de liquidation de la Position Ouverte en options et en contrats à terme fermes enregistrée au nom de l'Adhérent Compensateur en fonction d'hypothèses sur l'évolution à venir des prix et de la volatilité des Instruments Financiers sous-jacents ;

- Pour les Positions Ouvertes sur Instruments Financiers négociés sur Euronext Paris, la somme de trois composantes liées respectivement à l'évolution quotidienne des cours (risque de négociation), aux caractéristiques propres de l'Adhérent Compensateur et de ses Positions Ouvertes (risque de liquidation) et aux caractéristiques propres à chaque Instrument Financier ou aux événements pouvant affecter le cours d'un Instrument Financier (risque valeurs) ».

Cette tendance à présenter le dépôt de garantie en s'appuyant, d'une part, sur les éléments sur lesquels il peut porter, et, d'autre part, sur sa finalité, dénote un malaise dans son appréhension. Les conventions sous forme de dépôt de garantie auraient donc pu trouver leur place au sein des contrats de garanties financières et précisément parmi les remises en pleine propriété visées par l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Le législateur en a voulu autrement. En droit français, les couvertures se distinguent des contrats de garanties financières. Il est intéressant à cet effet de remarquer que les réponses données par la France au questionnaire d'évaluation de la transposition de la directive *Collateral* préparé par la Commission européenne⁴¹⁹ ne citent pas les dépôts de garantie de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier parmi les transferts de propriété à titre de garantie. Il semblerait que pour la chancellerie, comme pour le législateur français, les remises en pleine propriété de l'article L. 440-7 soient distinctes des garanties financières, et ne puissent pas être

⁴¹⁷ Selon l'article P 1.2.8 (règles particulières applicables aux marchés réglementés français), « quelle que soit la procédure retenue, Euronext Paris peut demander que les donneurs d'ordres déposent chez l'intermédiaire dépositaire de leurs ordres d'achat les fonds correspondant à la couverture de leurs ordres. Elle fixe le pourcentage de couverture requis et le délai pendant lequel ces fonds doivent rester bloqués. Elle peut demander que les intermédiaires dépositaires des ordres lui versent les fonds qui leur ont été déposés. Elle fixe la durée minimale du dépôt ou du blocage des fonds ».

⁴¹⁸ Instruction LCH.Clearnet SA n° IV.5-1, publiée le 15 février 2005 (article 6).

⁴¹⁹ V. questionnaire de la commission européenne mis en place dans le cadre de la procédure d'évaluation de la directive *Collateral*, MARKT/G2/D(2006), janvier 2006.

assimilées à celles-ci. Les garanties financières doivent ainsi être entendues de celles issues de la transposition (partielle rappelons-le) de la directive *Collateral*. Mais ce qui interpelle surtout dans cette position, c'est qu'elle ne reconnaisse même pas la qualification de transfert de propriété à titre de garantie aux remises en pleine propriété de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, ce qui nous paraît regrettable.

B. Les marges et fonds complémentaires

152. S'ils sont souvent associés dans les textes et dans la littérature juridique, les appels de marges (a) et les fonds complémentaires (b) sont toutefois deux techniques distinctes qui remplissent des rôles différents.

1. Les appels de marges

153. **Contexte d'utilisation des appels de marges.** Les marges jouent un rôle fondamental dans les opérations sur les contrats à terme. Le contrat à terme ferme se forme par la rencontre d'une offre et d'une demande sur le marché. Il est alors enregistré par la chambre de compensation qui s'interpose entre les deux parties⁴²⁰. Mme Riassetto décrit le processus de la manière suivante : « *Une fois enregistré, le contrat fait l'objet d'une valorisation quotidienne sur la base du cours de compensation déterminé par la chambre de compensation, à l'issue de la séance de bourse du jour. Cette technique permet de dégager un différentiel entre le cours de compensation du jour et celui de la veille (ou le cours de conclusion du contrat). Cette différence appelée "marge", sera créditée ou débitée sur le compte ouvert au nom du titulaire du contrat. Lorsqu'elle est négative, elle fait l'objet d'un appel par le teneur de compte auprès de son débiteur, lequel est tenu de procéder au règlement du montant correspondant. A défaut, sa position sera liquidée d'office au moyen de la conclusion d'un contrat inverse* »⁴²¹.

⁴²⁰ V. C. MERKIN et B. de SAINT-MARS, « La garantie de bonne fin de la chambre de compensation du marché des valeurs mobilières », *RD bancaire et bourse* mars-avril 1994, p. 70. - I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse précitée.

⁴²¹ I. RIASSETTO, préc., n° 16, p. 17.

154. **Définition des appels de marges.** Les règles de compensation de LCH.Clearnet SA définissent les marges comme étant le « *Montant calculé par LCH.Clearnet SA, comme indiqué dans une Instruction, afin de couvrir le risque de négociation et résultant de la réévaluation quotidienne, déterminée sur la base du Cours de Compensation, des Positions Ouvertes d'un Adhérent Compensateur sur les Instruments Financiers à terme* »⁴²². Le rôle que jouent les appels de marge correspond, du point de vue financier, à une reconstitution des dépôts de garantie. MM. Peltier et Brochard soulignent à propos des appels de marge sur le MATIF, que « *financièrement, l'appel de marge revient à reconstituer le dépôt en garantie qui aurait été amputé par le débit correspondant à la perte constatée entre deux valorisations* »⁴²³. Les appels de marge désignent ainsi les instruments financiers échangés à chaque nouvelle revalorisation.

2. Les fonds complémentaires

155. **Définition des fonds complémentaires.** D'une nature très proche de celle des marges, les fonds complémentaires sont des dépôts de garantie constitués de manière exceptionnelle. Les règles de compensation de LCH.Clearnet SA les définissent comme étant le « *montant calculé par LCH.Clearnet SA comme indiqué dans une Instruction visant à couvrir les risques et résultant de la réévaluation en temps réel des prix et des Positions Ouvertes des Adhérents Compensateurs* ». L'article 1.5.1.2 des règles de compensation de LCH.Clearnet SA précise que « *Les Fonds complémentaires sont appelés et débités en cas de circonstances exceptionnelles conformément aux termes d'une Instruction ou d'un Avis* ». Les appels de fonds complémentaires sont des remises en pleine propriété. Ils interviennent en cours d'exécution d'un contrat⁴²⁴. Pour M. Bornet, « *ce mécanisme vise à maintenir l'équilibre entre les engagements réciproques des parties et fonde, sans aucune*

⁴²² On a également défini les appels de marge comme « *les flux de collatéral échangés à chaque nouvelle revalorisation du stock* » : www.fimarkets.com.

⁴²³ F. PELTIER et A. BROCHARD, « Les fondements juridiques de la sécurité du Matif », *Banque & Droit* n° 2, janv.-févr. 1989, p. 26, spéc. p. 27.

⁴²⁴ J.-P. BORNET, préc., p. 100.

contestation, l'appréciation d'aliénation fiduciaire que la seule analyse de la vente assortie d'une revente à terme n'aurait pas totalement justifiée »⁴²⁵. C'est la raison pour laquelle cette étude n'en traitera pas plus avant. En outre, malgré une terminologie souvent imprécise, la couverture en bourse devrait être assimilée, de manière non exclusive, aux deux techniques de dépôt de garantie et d'appels de marges et de fonds complémentaires. Là encore la terminologie employée par les textes n'est pas d'un grand secours. L'article L. 440-9 évoque distinctement l'hypothèse de transfert de couverture et celle de transfert du dépôt de garantie⁴²⁶. Nous pensons qu'il s'agit d'un abus de langage, dû à une terminologie imprécise, qui ne devrait pas affecter l'analyse selon laquelle la couverture engloberait, entre autres techniques, celle du dépôt de garantie.

156. Nature juridique des marges. En raison de la fongibilité des espèces, la question s'est posée, à propos des marges constituées sur des espèces, de savoir si elles doivent être exclues de la notion de couverture puisqu'en raison de la nature des espèces, les marges se trouvaient ainsi transférées en pleine propriété, alors même que les couvertures étaient encore souvent assimilées à des nantissements⁴²⁷. Mais, aujourd'hui, les textes permettant une conception englobante de la couverture, autorisent à penser que ce débat est dépassé, puisque tant les transferts de propriété à titre de garantie, que les nantissements auxquels la doctrine cherchait à assimiler les couvertures, sont admis en tant que techniques de garantie. Bien qu'une partie de la doctrine ait pris parti pour la qualification de sûreté, de par le rôle qu'elles jouent, les marges ne constituent pas des garanties en tant que telles. Nous souscrivons ainsi à la position minoritaire défendue par Mme Riassetto, qui n'y voit pas des garanties⁴²⁸. De fait, nous pensons que parmi les mécanismes éligibles à la qualification de

⁴²⁵ *Idem.*

⁴²⁶ « *En cas d'ouverture d'une procédure collective à l'encontre d'un adhérent d'une chambre de compensation ou de tout autre cas de défaillance de cet adhérent :*

1. La chambre peut faire transférer chez un autre adhérent les couvertures et dépôts de garantie effectués auprès de cet adhérent et afférents aux positions prises par les donneurs d'ordres non défaillants ;

2. La chambre peut transférer chez un autre adhérent les positions enregistrées chez elle pour le compte des donneurs d'ordres de cet adhérent, et les couvertures et dépôts de garantie y afférents ».

⁴²⁷ H. de VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », préc., spéc. p. 200.

⁴²⁸ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 906, p. 709-710.

« couverture », seuls les dépôts de garanties pourraient trouver une place au titre des garanties réelles financières.

SECTION 2 : LE CHAMP D'APPLICATION DES COUVERTURES SUR LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS

157. La couverture, nous l'avons souligné, était d'abord une technique relative aux marchés à terme. M. Najjar estime au sujet de l'exécution différée des obligations sur les marchés à terme que l'écoulement du temps est facteur de risque car le cours de l'instrument financier sous-jacent est susceptible de connaître d'importantes variations entre la conclusion du contrat et son échéance⁴²⁹. Aujourd'hui la couverture sous forme de dépôt de garantie est une garantie obligatoire sur les marchés réglementés. La garantie entrera dans le champ d'application de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier toutes les fois qu'elle sera prise pour garantir une opération de marché au profit d'un prestataire de services d'investissement, à un adhérent à la chambre de compensation ou à cette chambre. Elle recevra alors, nécessairement, et conformément aux dispositions de cet article, la qualification de propriété-sûreté⁴³⁰. Comme pour les garanties des obligations financières, le champ d'application des couvertures se définit par rapport à différents éléments (§ 2), dont, principalement, les opérations concernées (§ 1).

§ 1 Définition du champ d'application en référence aux opérations concernées

158. La couverture se définit par référence au risque de contrepartie (A). Il convient d'examiner les dispositions du règlement de l'autorité des marchés financiers

⁴²⁹ I. NAJJAR, « La couverture du marché à terme », *D.* 1993, chron., p. 45, § 1.

⁴³⁰ « Toutes les fois où une couverture garantit une opération sur un marché réglementé ou de gré à gré et qu'elle est constituée au profit d'un prestataire de services d'investissement, d'un adhérent d'une chambre de compensation ou de la chambre de compensation elle-même, cette sûreté est qualifiée par le législateur de propriété-sûreté. A ce principe, il est des exceptions, qui concernent les sûretés établies en garantie de certaines opérations conclues sur le marché de gré à gré, et auxquelles le législateur n'impose pas de qualification juridique préétablie » : S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 392 et s., p. 258 et s.

et des Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA qui contribuent à en définir le champ d'application (B).

A. La couverture se définit par référence au risque de contrepartie

159. **Sécurité sur les marchés réglementés.** Comme indiqué précédemment, dans l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, ont été fusionnés le régime applicable aux marchés boursiers ainsi que celui des marchés à terme d'instruments financiers. Les marchés réglementés mais aussi la plupart des marchés organisés bénéficiant des services d'une chambre de compensation présentent l'avantage d'offrir une sécurité accrue par rapport aux marchés de gré à gré, du fait notamment de l'intervention d'une contrepartie centrale : *« La compensation des opérations de marché par une contrepartie centrale permet de réduire les besoins en titres et en espèces et de diminuer le risque de liquidité. Par ailleurs, la contrepartie centrale garantit la bonne fin des opérations de ses membres jusqu'à leur règlement-livraison, ce qui élimine le risque de crédit entre participants de marché. Le bénéfice de l'utilisation d'une contrepartie centrale a conduit les autorités, notamment dans le cadre du G20, à recommander l'extension de leurs services à de nouveaux segments tels les produits financiers dérivés négociés de gré à gré pour lesquels la crise récente a souligné la nécessité d'améliorer la maîtrise des risques »*⁴³¹. L'intervention sur les marchés organisés d'une contrepartie centrale a pour effet de concentrer les risques sur cette entité, ce qui accroît d'ailleurs l'intérêt que ces contreparties peuvent avoir pour des sûretés solides, mais aussi adaptables. Pour cela, les chambres de compensation doivent *« établir des critères d'accès financiers et opérationnels rigoureux et recalculer en permanence la position de leurs membres en prenant en compte les risques de variation de prix des actifs échangés. Sur cette base, elles effectuent des appels de garanties auprès de leurs membres afin de couvrir les pertes qui pourraient résulter de la défaillance de l'un d'entre eux et de la liquidation de leurs portefeuilles. Ces garanties prennent la forme de marges individuelles et de fonds de compensation mutualisés (pour les risques non couverts par les marges en situation de marché*

⁴³¹ Y. LUCAS, « L'impact de la crise financière sur les systèmes d'échange », *Bull. Banque Fr.* 1^{er} trim. 2009, p. 3.

extrême mais plausible) »⁴³². Sur les marchés organisés, les garanties essentielles sont des garanties personnelles, elles émanent de la chambre de compensation à l'égard des adhérents compensateurs (garantie de bonne fin) ou de ces derniers à l'égard de leurs membres (garantie du croire). Les contreparties centrales ont joué un rôle important qui a été mis en lumière avec la gestion de la défaillance de Lehman Brothers. Au sujet des sûretés en bourse, M. Praicheux observe que le créancier cocontractant n'en a pas nécessairement besoin. « *Obtenir en bourse un instrument financier-sûreté présente un avantage sur les sûretés de droit commun qui tient dans la sécurité des opérations qu'offre le marché financier : au moyen de la garantie de bonne fin de la chambre de compensation, dont se double parfois la garantie de l'intermédiaire en qualité de commissionnaire du croire, sans négliger le fonds de garantie de la compensation, le créancier est assuré qu'à son tour, le garant ne sera pas défaillant : ce qui rend inutile la constitution d'une seconde sûreté protégeant conventionnellement le créancier contre le risque de défaillance de garant* »⁴³³.

B. Les opérations couvertes dans le règlement général de l'AMF et les règles de la compensation de LCH.Clearnet SA

160. Il convient d'examiner tour à tour, les règles applicables aux chambres de compensation (1) et les règles visant spécifiquement les marchés à terme (2).

1. Les règles applicables aux chambres de compensation

161. **Le rôle d'intérêt public des chambres de compensation.** Le rôle de la chambre de compensation est central sur les marchés financiers⁴³⁴. La chambre de compensation joue un rôle de régulateur du marché à terme. Elle suit l'évolution de la valeur des instruments financiers. Lors de la dépréciation de l'instrument financier sur lequel un intervenant a pris une position, elle appelle la marge à verser à la contrepartie dont l'évolution est positive. Sur un marché réglementé, les règles de marché sont des

⁴³² *Idem.*

⁴³³ *Idem*, n° 204, p. 165.

⁴³⁴ V. à ce sujet les thèses de M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, thèse Paris I, préface de Jacques BEGUIN, avant-propos de Jean-Jacques DAIGRE, Dalloz, 2006, et de A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, thèse Paris II, préf. H. SYNDET, Economica, 2007.

normes publiques à caractère réglementaire. Les règles de la compensation de Clearnet SA sont approuvés par l'Autorité des marchés financiers. Il en est également de même des règles qui organisent les chambres de compensation pour les marchés non réglementés, elles doivent être approuvées par l'AMF qui bénéficie elle-même d'une habilitation législative, « *eu égard à l'importance des risques qu'elles prennent en charge, les contreparties centrales font l'objet d'une surveillance et d'une évaluation périodique de la part des autorités compétentes* »⁴³⁵.

162. **Les règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.** Des dépôts de garantie et des appels de marges⁴³⁶ sont exigés à titre de garantie tant dans la relation de la chambre de compensation avec ses adhérents, que dans celle unissant ces adhérents à leurs clients négociateurs. Ces dépôts de garanties et marges constituent la couverture, dont les règles de fonctionnement, de calcul et de variation sont soigneusement établies par les règles de la compensation LCH.Clearnet SA⁴³⁷. La frontière entre ce qui relève du « Collatéral » et ce qui relève de la « Couverture » au sens des règles de LCH.Clearnet SA, n'est pas toujours facile à établir, les deux définitions se recoupant dans plus d'une situation⁴³⁸. Selon les règles de compensation, le « Collatéral » n'est

⁴³⁵ Y. LUCAS, préc.

⁴³⁶ Les Règles de compensation de LCH.Clearnet SA définissent l'appel de marge comme étant le « *montant calculé par LCH.Clearnet SA et résultant de la réévaluation quotidienne, déterminée sur la base du Cours de Compensation, des Positions Ouvertes d'un Adhérent/Membre Compensateur sur les Instruments Financiers futures* ». Sur la terminologie, qui a recourt au terme « appel », V. I. RIASSETTO, thèse préc., n° 523 et s., p. 372.

⁴³⁷ L'exemple suivant illustre l'intérêt pour une chambre de compensation de prendre une garantie sous forme de *deposit*. Il est fourni par BNP Paribas Securities Services, qui fait remarquer dans le cadre des commentaires sur l'avant-projet de convention de La Haye : « *Clearing houses play a major role in the reduction of counterparty risk and systemic risk, notably by having in place a margin deposit system designed to cover the positions of its members, whether held for their own account or for the account of customers. Margin can be provided in the form of cash or securities. To provide safety for this process, the deposits have to be secured in favour of the clearing house to ensure that, if a clearer defaults, the recourse of the clearing house to the margin deposits cannot be questioned. To this end, there are provisions in a number of jurisdictions which specify that such deposits are transferred with full ownership to, or pledged in favour of, the clearing house as soon as they are constituted, to be applied to the payment of a debit position occurring upon the compulsory liquidation of positions. This is mirrored by an identical provision for the margin deposits made by customers with their clearer, whether contractually or by law, depending on the country. For example, in the Euronext zone (for which Clearnet acts as clearing house) margin deposits made by customers are transferred with full ownership to the custodian/clearer (article 442-6 of the French Code Monétaire et Financier)* ». Conférence de La Haye de droit international privé, *Tableau reflétant les observations reçues sur « L'avant-projet de convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire »* (doc. pré-l. n° 15) et sur « *les options a et b contenues à l'article 4(1)* » (doc. pré-l. n° 16), 28 novembre 2002, p. 128.

⁴³⁸ Les Règles de compensation de LCH.Clearnet SA définissent le Collatéral comme étant l'ensemble des « *Valeurs Mobilières, espèces ou garantie d'une banque centrale, déterminées par une Instruction,*

qu'un élément de « Couverture », l'utilisation du terme Collatéral est d'ailleurs souvent réservée aux rapports directs des adhérents compensateurs avec la chambre de compensation. Il peut lui-même être une garantie, un transfert en pleine propriété ou un nantissement.

163. **Relations des chambres de compensation avec leurs adhérents.** S'agissant tout d'abord des relations des chambres de compensation avec leurs adhérents, l'article 541-23 du Règlement général de l'autorité des marchés financiers dispose :

« Les chambres de compensation calculent et appellent auprès de leurs adhérents les sommes que ceux-ci doivent verser en couverture ou garantie de leurs engagements ou positions. Ces sommes englobent les dépôts de garantie, les marges et, plus généralement, les couvertures, quelle que soit leur dénomination.

Les règles de fonctionnement des chambres de compensation précisent les principes régissant la détermination de ces sommes ainsi que les actifs ou garanties admis en représentation de celles-ci.

Les fonds reçus en couverture ou garantie par les chambres de compensation font l'objet d'emplois liquides et à faible risque en capital ».

L'article 1.5.1.3 des règles de la chambre de compensation LCH.Clearnet SA rajoute que LCH.Clearnet SA a le droit d'imposer à tout moment aux Adhérents Compensateurs des appels de couverture additionnelle si, raisonnablement, elle le juge utile ou nécessaire. Elle en fixe elle-même la méthode de calcul ainsi que le type d'actifs admis au titre de couverture⁴³⁹. Quant au collatéral, l'article 1.5.2.1 précise que « *L'Adhérent Compensateur doit transférer à LCH.Clearnet SA le Collatéral suffisant*

cédes, nanties, ou émises au profit de LCH.Clearnet SA par l'Adhérent Compensateur afin d'assurer l'exécution des obligations de l'Adhérent Compensateur.». Elles définissent par ailleurs la Couverture comme étant « toute couverture, incluant les Dépôts de Garantie, les Marges et les Fonds Complémentaires calculés quotidiennement par LCH.Clearnet SA pour chaque Adhérent Compensateur sur la base des présentes Règles de la Compensation ».

Mais le collatéral n'est pas aisé à cerner par la simple lecture des Règles de compensation de LCH.Clearnet SA. Ainsi, l'article 1.6.1.1 pose que « *l'Adhérent Compensateur doit contribuer à l'une et/ou à l'autre des catégories de Fonds de Garantie de la Compensation mentionnées à l'Article 1.6.0.1 [...] en transférant du Collatéral à LCH.Clearnet SA* ». Ce texte évoque l'idée étonnante de transférer « du » collatéral ! Peut-on s'empêcher d'y voir une référence à une marchandise ? Il s'agit là d'une illustration supplémentaire du vocabulaire flottant et incertain dans notre matière.

⁴³⁹ Selon l'article 1.5.1.5 LCH.Clearnet SA fixe par Instruction : « [...] *la méthode de calcul des Couvertures ;*

le type de Valeurs Mobilières, d'actifs ou de garanties bancaires pouvant être acceptés en Collatéral au titre des Couvertures appelées par LCH.Clearnet SA et par les Adhérents Compensateurs ».

comme garantie équivalente de ses engagements. Le montant de ce Collatéral est fixé par Clearnet. Le montant du Collatéral est déterminé par LCH.Clearnet SA ».

164. Relations des adhérents d'une chambre de compensation avec leurs donneurs d'ordres. Les relations entre les adhérents à une chambre de compensation avec leurs donneurs d'ordres, l'article 541-26 du règlement général de l'autorité des marchés financiers précise que *« les règles de fonctionnement des chambres de compensation peuvent arrêter des dispositions concernant les sommes minimales que les adhérents doivent appeler auprès des donneurs d'ordre dont ils tiennent les comptes, en couverture ou garantie de leurs engagements ou positions, ainsi que les actifs ou garanties admis en représentation de ces sommes »*⁴⁴⁰. L'alinéa premier de l'article 1.5.1.6 des règles de la compensation de LCH.Clearnet SA relaie cette obligation : *« Les Adhérents Compensateurs doivent appeler des Couvertures auprès de leurs Clients et Membres Négociateurs détenant des Positions sur des Valeurs Mobilières ou des Instruments Financiers Dérivés négociés sur les Marchés (la version modifiée au 13 mars 2008, uniquement disponible en langue anglaise à ce jour, parle de Markets Undertakings) disponible calculées selon les mêmes méthodes et paramètres que les Couvertures requises par LCH.Clearnet SA ».*

165. Certaines règles sont spécifiques aux organismes de placement collectif. Ainsi, l'article 323-11 du règlement général de l'autorité des marchés financiers concernant les relations du dépositaire avec l'organisme de placement collectif dispose que *« le dépositaire établit avec l'OPC une convention écrite qui comporte au moins les clauses suivantes : [...] b) Les modalités de transmission au dépositaire des instructions relatives à la constitution des couvertures des opérations, les modalités d'appel de marges et de dépôts de garantie auprès de l'établissement compensateur ».* L'article 323-16 du règlement général de l'autorité des marchés financiers concernant les modalités de tenue de position des instruments financiers prévoit que *« le dépositaire exécute, sur instruction de la société de gestion de portefeuille, les virements d'espèces et d'instruments financiers nécessaires à la constitution des dépôts*

⁴⁴⁰ Souligné par nos soins.

de garantie et des appels de marge. Il informe la société de gestion de portefeuille de toute difficulté rencontrée à cette occasion ».

2. Les règles visant spécifiquement les marchés à terme

166. **L'obligation de constituer des couvertures.** Pour les marchés à terme, l'article 516-15 du règlement général de l'autorité des marchés financiers prévoit que le prestataire de services d'investissement qui reçoit un ordre destiné à être exécuté ne peut accepter cet ordre que s'il obtient la constitution d'une couverture, soit dans ses livres, soit dans les livres du teneur de compte conservateur. La couverture exigée est « *au moins équivalente à celle exigée par les règles du marché, pour les couvertures appelées par les membre, ou par les règles de fonctionnement de la chambre de compensation, pour les couvertures appelées par les adhérents* ». Si le donneur d'ordre ne constitue pas la couverture dans les délais, le prestataire de services d'investissement procède à la liquidation de tout ou partie de ses engagements ou positions. M. Robine observe que « *les systèmes de couvertures n'ont d'utilité que lorsqu'il existe un décalage entre la conclusion du contrat et son exécution. Ils trouvent donc principalement à s'appliquer sur les marchés à terme* »⁴⁴¹. Par ailleurs, les Règles de marché d'Euronext, prévoient pour les membres, la possibilité d'appeler des dépôts de garantie en couverture des engagements de leurs donneurs d'ordres résultant de l'exécution d'OSRD⁴⁴².

⁴⁴¹ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 559, p. 313.

⁴⁴² L'article P 2.2.5 des Règles de marché d'Euronext particulières applicables aux marchés réglementés français, dispose : « *Les membres sont tenus d'appeler des dépôts de garantie, en couverture des engagements de leurs donneurs d'ordres résultant de l'exécution d'OSRD, dans les conditions fixées par l'Autorité des marchés financiers.*

Euronext Paris peut, pour tout instrument financier figurant dans la liste visée à l'article P 2.2.1, renforcer les garanties minimales exigibles des donneurs d'ordres en couverture de leurs engagements résultant d'OSRD ».

§ 2 Les autres éléments de définition du champ d'application des couvertures

167. **Le champ d'application quant aux actifs.** L'article L. 440-7 du Code monétaire et financier n'établit pas de restriction par rapport aux actifs éligibles pour constituer le dépôt de garantie qui y est visé. Il a d'ailleurs été observé que « *l'article 49 de la loi du 2 juillet 1996⁴⁴³ n'opère point une distribution de régime entre le dépôt de garantie portant sur des espèces et celui portant sur des titres ; le souci du législateur étant justement de tarir les discussions auxquelles l'article 9, alinéa 3, de la loi du 28 mars 1885 avait donné lieu. Tout porte au contraire à souligner le régime unitaire des dépôts de garantie, quel qu'en soit l'objet, sur les marchés réglementés* »⁴⁴⁴. Il faut se reporter aux règles de LCH.Clearnet SA pour obtenir des précisions quant aux actifs admis à titre de couverture⁴⁴⁵. En effet, l'article 1.5.1.5 des règles de compensation de LCH.Clearnet SA précise que LCH.Clearnet SA fixe par Instruction, outre la méthode de calcul des Couvertures, « *le type de Valeurs Mobilières, d'actifs ou de garanties bancaires pouvant être acceptés en Collatéral au titre des Couvertures appelées par LCH.Clearnet SA et par les Adhérents Compensateurs* ». Dans une Instruction du 15 février 2008 intitulée « *Collatéral accepté au titre des exigences de couverture et paiements en espèces* », la chambre de compensation LCH.Clearnet SA, a fixé la liste des actifs admis en tant que collatéral que chaque adhérent compensateur peut déposer auprès d'elle. On y retrouve de manière très générale les deux familles, d'une part des espèces, et, d'autre part, celle des titres qui couvre, dans son énumération, leur diversité⁴⁴⁶. Auparavant, une

⁴⁴³ Devenu l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier.

⁴⁴⁴ S. AGBAYISSAH, « Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés - Une sûreté fiduciaire (Articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) », préc., n° 10.

⁴⁴⁵ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 593, p. 336.

⁴⁴⁶ Instruction LCH.Clearnet SA n° I.5-1, publiée le 15 février 2008 (article 7) :

« *L'Adhérent Compensateur, qui n'utilise pas la garantie d'une banque centrale, doit déposer à titre de Collatéral auprès de LCH.Clearnet SA l'un des actifs suivants :*

- *Espèces (EURO; GBP; USD) ;*
- *Titres de créances émis par le Trésor français :*
 - *Bons du Trésor à taux fixe et intérêts précomptés (BTF) d'une durée initiale de 13, 26 ou 52 semaines pour une valeur nominale minimale de 100,000 EURO ;*
 - *Bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels (BTAN) pour une valeur nominale minimale de 100,000 EURO ;*
 - *Obligations assimilables du Trésor (OAT) pour une valeur nominale minimale de 100,000 EURO ;*

Instruction du 15 février 2005 avait précisé les règles spécifiques aux couvertures appelées par les adhérents compensateurs sur les positions prises par les donneurs d'ordres dont ils tiennent les comptes sur les marchés réglementés d'instruments financiers à terme⁴⁴⁷.

-
- *US Treasury Bills*: titres de créances émis par l'Etat Américain (Etats-Unis) pour une valeur nominale minimale de 250,000 USD ;
 - *Bunds* : titres de créances allemands (émis par l'Etat Fédéral Allemand ou le Treuhandanstalt) d'une valeur nominale minimale de 100,000 EURO ;
 - *Gilts* : titres de créances émis par l'Etat britannique pour une valeur nominale minimale de 100,000 GBP ;
 - *Certificat du Trésor belge* pour une valeur nominale minimale de 100,000 EURO ;
 - *Obligations Linéaires Belges (OLO)* pour une valeur nominale minimale de 100,000 EURO ;
 - *Titres de créances émis par l'Etat néerlandais* pour une valeur nominale minimale de 100,000 EURO ;
 - *Certificats du Trésor néerlandais (DTCs)* pour une valeur nominale minimale de 100,000 EURO ;
 - *Titres de créances émis par l'Etat italien* :
 - *Bons du Trésor (BOTs and BTPs)* pour une valeur nominale minimale de 100,000 EURO ;
 - *Certificats du Trésor (CCTs)* pour une valeur nominale minimale de 100,000 EURO ;
 - *Titres de créances émis par l'Etat portugais* pour une valeur nominale minimale de 100,000 EUROS ;
 - *Actions contenues dans l'indice PSI-20* dans les limites fixées par LCH.Clearnet SA ;
 - *Actions contenues dans l'indice CAC 40* dans les limites fixées par LCH.Clearnet SA ;
 - *Actions contenues dans l'indice BEL 20* dans les limites fixées par LCH.Clearnet SA ;
 - *Actions contenues dans l'indice AEX* dans les limites fixées par LCH.Clearnet SA ;
 - *Actions contenues dans l'indice européen EURONEXT 100* dans les limites fixées par LCH.Clearnet SA ;
 - *Actions contenues dans l'indice européen DJ EURO STOXX 50* dans les limites fixées par LCH.Clearnet SA ;
 - *Actions sous jacentes des options admises aux négociations sur les Marchés Euronext* dans les limites fixées par LCH.Clearnet SA ;

Les zéros coupons et les obligations démembrées ne sont pas acceptés en Collatéral ».

⁴⁴⁷ Instruction LCH.Clearnet SA n° IV.5-1, publiée le 15 février 2005 (article 14) :

« *Sur le Matif et le Monep, les couvertures peuvent s'effectuer sous forme de dépôts :*

- *d'espèces en euros et en devises (GBP ; USD) ;*
- *de titres de créance émis par l'Etat français :*
 - *Bons du Trésor à taux fixe et intérêts précomptés (BTF) émis à 13, 26 ou 52 semaines ;*
 - *Bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels (BTAN) ;*
 - *Obligations assimilables du Trésor (OAT) ;*
- *de titres de créance émis par l'Etat américain (US) : "US Treasury Bills";*
- *de titres de créance allemands (émis par l'Etat Fédéral ou par la Treuhandanstalt) : "Bunds";*
- *de titres de créance émis par l'Etat britannique : "Gilts";*
- *de titres de capital entrant dans la composition des indices sous-jacents aux contrats d'options négociés sur le Monep ;*
- *de titres de capital composant le sous-jacent des contrats d'options sur actions négociés sur le Monep ;*
- *d'OPCVM monétaires avec un abattement de 5% sur la valeur liquidative,*
- *d'OPCVM obligataires (titres libellés en Euros ou dans une autre devise) avec un abattement de 15% sur la valeur liquidative,*
- *d'OPCVM actions françaises, de la zone Euro, internationales, OPCVM diversifiés, garantis ou assortis d'une protection avec un abattement de 30% sur la valeur liquidative* ».

Par ailleurs, l'article 15 de la même Instruction rajoute que « *pour la couverture des contrats à terme de marchandises du Matif la couverture peut prendre la forme de Garanties à Première Demande* ».

168. **Le champ d'application quant aux parties.** Le texte de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier vise les donneurs d'ordre, les adhérents compensateurs, les PSI et les chambres de compensation. On pourrait y rajouter la fonction de conservateur.

169. **Conclusion du chapitre.** Bien que la nature des couvertures ait longtemps fait l'objet de discussions, nous adhérons à la doctrine qui voit dans les couvertures des garanties fiduciaires. La technique de couverture émane de dispositions antérieures à celles de l'article L. 211-38. Le législateur a cependant voulu les garder en dehors du champ de ce dernier article. Les raisons qui fondent ce choix ne sont pas évidentes à cerner. On pourrait y voir une volonté de préserver les régimes spéciaux, à côté du régime général de l'article L. 211-38, voire un souhait de garder inchangées les dispositions spécifiques aux marchés réglementés.

Cette position nous semble discutable, notamment du fait que l'article L. 211-38 est promu en disposition de référence pour les garanties dérogatoires du Code monétaire et financier, puisqu'il y est renvoyé dans de multiples textes relatifs à des garanties en dehors des strictes opérations de marchés.

CHAPITRE II

LES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES EN DEHORS DES STRICTES OPÉRATIONS DE MARCHÉ

170. **Des applications indirectes de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.** La question des frontières du droit dérogatoire a été la difficulté majeure dans la détermination du cadre juridique de la matière, tant lors de la transposition des dispositions européennes, que dans le cadre des travaux préparatifs des directives. On peut ainsi lire à propos de la directive *Collateral* : « *L'équilibre entre le cadre juridique pour les garanties financières et la législation sur l'insolvabilité est une question particulièrement délicate. Alors que les Ministres des finances souhaitent promouvoir le recours aux garanties financières pour rendre le marché des capitaux plus liquides, les Ministres de la Justice craignent que les règles de l'article 9 qui désactivent certaines dispositions en matière d'insolvabilité, ne profitent qu'aux preneurs de garantie et excluent les autres créances en cas d'insolvabilité d'une entreprise. La mise en place d'un marché des capitaux intégrés et le large degré de consensus recueilli par la proposition tente d'indiquer qu'il devrait être possible de parvenir à un accord entre le Parlement européen et le Conseil sans tarder* »⁴⁴⁸. Bien que les garanties financières dans les directives européennes visent principalement la couverture des risques nés des opérations de marché, la directive *Collateral* a cependant laissé la voie libre aux Etats membres pour étendre ce champ au-delà des marchés. En droit français, l'article L. 211-38 qui remplit une fonction de garantie générale fait l'objet de renvois multiples, par des textes spécifiques à certaines catégories de professionnels ou d'activités que nous désignons comme des « garanties sectorielles ». De par le texte du Code monétaire et financier, l'article L. 211-38 trouve à s'appliquer dans des domaines qui ne relèvent pas nécessairement des marchés financiers

171. Aussi bien la directive *Collateral* que les autres instruments européens, telle que la directive 98/26/CE, ou même la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire, ont été rédigées dans

⁴⁴⁸ Contrats de garantie financière, Fernando PEREZ ROYO (PSE, E), Proposition de directive du PE et du Conseil concernant les contrats de garantie financière.

l'optique de fournir un outil aux acteurs principaux des marchés. Ces acteurs sont les banques commerciales et les banques centrales, les sociétés d'assurance, les fonds d'investissements, certaines autorités publiques, etc.⁴⁴⁹ Il n'est dès lors pas étonnant que la logique de ce domaine soit une logique de droit spécial, visant à établir un domaine réservé. Seules quelques applications visant certains secteurs financiers spécifiques (section 1), ou certaines activités financières spécifiques (section 2) ont été admises.

SECTION 1 : LES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES APPLIQUÉES À DES SECTEURS FINANCIERS SPÉCIFIQUES

172. **Les régimes sectoriels.** On entend par garanties réelles financières sectorielles, les garanties qui s'attachent à un secteur ou une catégorie particulière d'activités. Le législateur a permis à d'autres garanties sectorielles de continuer à exister indépendamment du régime de l'article L. 211-38. Il en est ainsi des garanties des opérations post-marché de l'article L. 330-2 (§ 1), et celles de l'article L. 141-4 du même code (§ 2).

§ 1 Les garanties de l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier

173. **Éléments de définition du champ d'application.** Les garanties de l'article L. 330-2 sont destinées à satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un système de règlements interbancaires ou de règlement et de livraison d'instruments financiers. Elles sont obligatoires dans ces systèmes⁴⁵⁰. Le cadre des garanties de l'article L. 330-2 a été clarifié et précisé par l'ordonnance du 24 février 2005⁴⁵¹. Il s'agit de garanties conclues dans le cadre des systèmes de règlements

⁴⁴⁹ T. KEIJSER, *Financial Collateral Arrangements*, Kluwer, *Law of Business and Finance*, vol. 9, 2006, p. 3.

⁴⁵⁰ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 39.

⁴⁵¹ Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 8.

interbancaires et de règlement-livraison de titres⁴⁵². Leur champ d'application est ainsi circonscrit de plusieurs manières : il est circonscrit de manière directe, par rapport aux opérations concernées (A) ; et, de manière indirecte, le champ d'application se trouve circonscrit, même indirectement, par rapport à la qualité des personnes et à la nature des actifs (B).

A. Champ d'application quant aux opérations concernées

174. **Présentation des systèmes de règlement-livraison.** Les règlements-livraisons caractérisent les marchés de financement alors que les marchés dérivés le sont par la compensation financière donnant lieu au règlement d'une simple différence⁴⁵³. « *Il convient de rappeler, avant tout, qu'un système de règlement et de livraison d'instruments financiers a pour fonction principale d'assurer le traitement des instructions de ses participants en vue d'opérer, d'une part, la livraison des instruments financiers par le dépositaire central concerné et, d'autre part, s'il y a lieu, le règlement concomitant des espèces correspondantes dans les livres de l'agent de règlement". En matière boursière, il est nécessaire qu'un organisme spécifique intervienne pour s'assurer que l'opération est effectivement dénouée, dans les conditions initialement prévues, si bien qu'il s'agit quasiment d'une fonction notariale »⁴⁵⁴. Les règlements-livraisons effectués entre adhérents d'une chambre de compensation s'effectuent sous le contrôle de cette chambre et se traduisent par l'imputation des instruments et des espèces dans les livres des teneurs de compte⁴⁵⁵. Les articles L. 330-1 et L. 330-2 du Code monétaire et financier visent à assurer la sécurité des systèmes de paiements et de règlements-livraisons. Suivant l'article L. 330-1, I, « *un**

⁴⁵² Ph. GOUTAY, « Responsabilité des intermédiaires : compensation et règlement-livraison », *Banque & Droit* mars-avril 2000, p. 9.

⁴⁵³ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 870, p. 1005.

⁴⁵⁴ Les règles de fonctionnement et les conditions d'accès à l'activité de règlement-livraison sont définies par le Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (v. les articles L. 560-2 et suivant du Règlement général de l'AMF). L'Autorité des Marchés Financiers « *détermine les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers et approuve les règles de fonctionnement de ces systèmes, sans préjudice des compétences conférées à la Banque de France* ».

⁴⁵⁵ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 871, p. 1005. Les auteurs précisent que ces teneurs de comptes sont, Euroclear France pour les comptes titres et la Banque de France pour les comptes espèces.

système de règlements interbancaires ou de règlement et de livraison d'instruments financiers s'entend d'une procédure nationale ou internationale organisant les relations entre deux parties au moins, permettant l'exécution à titre habituel, par compensation ou non, de paiements ainsi que, pour ce qui concerne les systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers, la livraison de titres entre lesdits participants.

Le système doit soit avoir été institué par une autorité publique, soit être régi par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place ou par une convention type. Le ministre chargé de l'Economie notifie à la Commission européenne la liste des systèmes bénéficiant des articles L. 330-1 et L. 330-2 ».

Il ressort tout d'abord de ces textes que deux systèmes y sont visés, les systèmes de règlements interbancaires et les systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers. Ces systèmes entretiennent entre eux d'importants liens d'interdépendance, puisque ainsi que le souligne M. Vauplane, « *les mouvements d'espèces consécutifs aux opérations sur instruments financiers transitent par les systèmes de règlements interbancaires, les systèmes de règlements-livraisons étant uniquement des systèmes de livraison* »⁴⁵⁶. Au niveau du droit européen, il s'agit là du domaine qui a bénéficié le premier d'un régime dérogatoire par le biais de la directive 98/26/CE. Les garanties des participants à un système interbancaire ou de règlement et de livraison ont ainsi précédé la généralisation par la directive *Collateral* des contrats de garantie financière. On peut ainsi lire dans le rapport d'évaluation de la directive *Collateral* que son objectif est « *de renforcer l'intégration et l'efficacité des marchés financiers européens, en simplifiant le processus de prise de garantie, en améliorant la sécurité juridique des garanties et en réduisant les risques encourus par les participants au marché. Avant qu'elle n'existe, seules les garanties fournies à une banque centrale ou en lien avec une participation à un système désigné bénéficiaient d'une protection en vertu de l'article 9, paragraphe 1, de la directive concernant le caractère définitif du règlement* »⁴⁵⁷.

⁴⁵⁶ *JurisClasseur Banque Crédit Bourse*, fasc. 190 : Redressement et liquidation judiciaire ; H. de VAUPLANE, « L'amélioration de la compétitivité de la place de Paris à l'heure du passage à l'euro : commentaires de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 », *Bull. Joly Bourse* 1998, p. 412, § 85, spéc. n° 30 et 32.

⁴⁵⁷ *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 3.

B. Champ d'application

175. L'article L. 330-2 du Code monétaire et financier brosse les traits d'un régime de garantie dont il convient d'examiner le champ d'application *ratione materiae* et *ratione personae* (1). Il est en outre important de comprendre quelle articulation le législateur a prévu entre le régime de garantie sectoriel mis en place par cet article et celui, plus général, de l'article L. 211-38 du même code (2).

1. Le champ d'application ratione materiae et ratione personae

176. **Champ d'application quant aux parties éligibles.** Rappelons que l'article L. 330-1 restreint l'accès à un « système » aux seules parties qui peuvent avoir la qualité de participants d'un système de règlements interbancaires ou d'un système de règlement et de livraison d'instruments financiers. Ainsi, suivant les dispositions de l'article L. 330-1, II du Code monétaire et financier, « *seuls peuvent avoir la qualité de participants d'un système de règlements interbancaires ou d'un système de règlement et de livraison d'instruments financiers :*

1° Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement ayant leur siège social ou, à défaut de siège social, leur direction effective dans un Etat membre de la Communauté européenne ou dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ;

2° Les institutions ou entreprises mentionnées à l'article L. 518-1 ;

3° Les adhérents d'une chambre de compensation mentionnés à l'article L. 440-2 ;

4° Les dépositaires centraux ;

5° Les gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers ;

6° Dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement autres que ceux mentionnés au 1°, ainsi que d'autres personnes morales non résidentes ayant une activité comparable à celle des personnes mentionnées du 2° au 5°, et soumis, dans leur Etat d'origine, à des règles d'accès à cette activité, d'exercice et de contrôle équivalentes à celles en vigueur en France ».

177. **Champ d'application quant aux actifs éligibles.** Les garanties utilisées dans des opérations de système de règlements interbancaires ou de règlement et de livraison d'instruments financiers portent principalement sur des espèces et des instruments financiers⁴⁵⁸. Le caractère international de ces opérations rend difficile de dresser une liste précise de tous les types d'actifs qui y rentrent. Il faut y voir, de manière assez large, les titres et espèces, français et étrangers. Mais le texte de l'article L. 330-2 admet une palette d'actifs qui va par delà des titres et espèces, puisqu'il admet en plus des titres et sommes d'argent, l'affectation spéciale de valeurs, effets et créance. Il s'agit des mêmes catégories d'actifs⁴⁵⁹ que celles que nous avons examinées pour l'article L. 211-38 et auxquelles nous renvoyons.

2. *Quelle autonomie pour le régime de l'article L. 330-2 ?*

178. **Ambiguïté dans la rédaction de l'article L. 330-2.** Si les garanties de l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier sont ici évoquées indépendamment de l'article L. 211-38 auquel il est fait renvoi, c'est du fait de l'existence dans l'article L. 330-2 d'un double régime de garantie. En effet, l'article L. 330-2 prévoit aujourd'hui une alternative entre d'une part, la constitution de garanties par renvoi à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, donc en somme, une garantie financière, et d'autre part, la possibilité de procéder à « *l'affectation spéciale des valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent, pour satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un tel système* ». L'article L. 330-2 dispose que : « *Les règles de fonctionnement, la convention-cadre ou la convention type régissant tout système mentionné à l'article L. 330-1 peuvent, lorsqu'ils organisent les relations entre plus de deux parties, exiger des établissements participant, directement ou indirectement, à un tel système des garanties constituées et susceptibles de réalisation conformément aux dispositions de l'article L. 211-38 ou l'affectation spéciale des*

⁴⁵⁸ « *Collateral is also the main tool for reducing systemic risk in payment and securities settlement systems. The collateral provided is most often in the form of cash or securities, namely government bonds or high quality corporate bonds or other securities, in certificated, immobilised or dematerialised form and frequently held through accounts with custodians and clearing systems* » : K. LOBER et E. KLIMA, « *The Implementation of Directive 2002/47 on financial Collateral Arrangements* », préc.

⁴⁵⁹ Il faut souligner cependant, que l'article L. 211-38 se réfère aux instruments financiers alors que l'article L. 330-2 vise les titres. Il s'agit donc de champs *ratione materiae* qui ne sont pas tout à fait identiques. La réforme du droit des titres n'a pas cherché à harmoniser ces textes.

valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent pour satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un tel système ». Ce texte fait une distinction entre les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier d'une part, et la technique de l'affectation spéciale des valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent de l'autre qu'il réserve aux systèmes de place. Faut-il donc voir dans ce texte deux régimes de garanties réelles financières différents ? Le premier serait alors un régime sectoriel spécifique aux systèmes mentionnés à l'article L. 330-1 mais qui ne fait que renvoyer au régime de la garantie de l'article L. 211-38, alors que le second, désigné par le vocable « affectation spéciale », aurait une nature et un régime plus délicats à déterminer. Le texte ne donne pas d'indications sur la nature de l'affectation spéciale dont il s'agit et la spécificité de cette disposition ne permet pas d'obtenir des indications sur l'interprétation qu'il convient de lui donner, ni dans une directive ni dans des travaux parlementaires. Il est en outre difficile de deviner de quelle affectation spéciale il s'agit. On est en droit de se demander s'il s'agit de l'affectation spéciale que le droit français connaissait déjà en matière de compte d'affectation spéciale qui trouve son siège à l'article L. 214-46, alinéa 3 du Code monétaire et financier⁴⁶⁰ ?

La nature du régime d'affectation spéciale est ambiguë et l'intérêt même de son existence est loin d'être évident. Certains auteurs se contentent de mentionner que la garantie de l'article L. 330-2 ne se réduit pas à l'hypothèse de l'article L. 211-38 mais couvre également l'affectation spéciale de certains biens⁴⁶¹. Nous pensons qu'il est difficile de trouver un fondement rationnel à cette disposition. En somme, il ne faudrait probablement pas y voir un régime particulier ni une institution indépendante, mais simplement, ainsi que le formule M. Gissinger, un « défaut d'harmonisation des textes qui mériterait d'être corrigé »⁴⁶². Au final, il convient de retenir que l'article L. 330-2 ne doit emporter qu'un régime de garantie, celui opérant par renvoi à l'article L. 211-38.

⁴⁶⁰ M. Gissinger se pose la question de savoir si l'existence de ce régime d'affectation spéciale « n'est pas le signe d'un privilège réservé à ces systèmes, et donc d'une limite posée à la liberté contractuelle apparemment très vaste dans le cadre du paragraphe II ? » Pour l'auteur, « on pourrait se perdre en réflexions sur le sujet d'autant plus qu'en lisant la nouvelle définition du nantissement qui résulte de l'ordonnance du 23 mars 2006, le nantissement n'est pas autre chose que l'affectation en garantie d'un bien » : P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc.

⁴⁶¹ V. *JurisClasseur Banque Crédit Bourse*, fasc. 190 : Redressement et liquidation judiciaires. – Etablissements de crédit et entreprises d'investissement II. - Sécurisation du système bancaire et financier, août 2005.

⁴⁶² P. GISSINGER, préc.

§ 2 Champ d'application des garanties de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier

179. **Un privilège pour les banques centrales.** L'ordonnance du 24 février 2005 a introduit une disposition permettant de reconnaître un statut privilégié pour les garanties des banques centrales nationales et de la Banque centrale européenne. L'alinéa 2 de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier, tel que modifié par ladite ordonnance prévoit que « *l'opposabilité aux tiers et la mise en œuvre des droits des banques centrales nationales membres du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne sur les instruments financiers, effets, créances ou sommes d'argent nantis, cédés en propriété ou autrement constitués en garantie à leur profit ne sont pas affectées par l'ouverture des procédures prévues au livre VI du code de commerce ou toute procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ni par aucune procédure civile d'exécution prise sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, ni par l'exercice d'un droit d'opposition* »⁴⁶³. Le régime de la garantie mise en place par ce texte semble être un régime spécial, qui n'est pas rattaché à celui d'une sûreté nommée. A l'instar de « *l'affectation spéciale des valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent* » que l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier autorise pour les garanties données dans le cadre d'un système de règlements interbancaires de règlement et de livraison d'instruments financiers, il n'est pas aisé de déterminer quels seraient la nature et le régime des garanties que le texte de l'article L. 141-4 désigne par « *les instruments financiers, effets, créances ou sommes d'argent [...] autrement constitués en garantie* ». Est en revanche certaine la circonscription du champ d'application de ce texte à une catégorie spécifique de personnes et d'opérations éligibles. Le champ d'application de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier, tant pour les opérations concernées que pour les parties éligibles, est limité aux opérations du Système européen de banques centrales, institué par l'article 8 du Traité instituant la Communauté européenne. Le maintien de cette disposition sectorielle indépendante du régime général de l'article L. 211-38 peut être débattu. Nous y reviendrons dans la dernière partie de cette étude.

⁴⁶³ Souligné par nos soins.

SECTION 2 : LES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES APPLIQUÉES À DES OPÉRATIONS FINANCIÈRES SPÉCIFIQUES

180. Si les applications sont multiples suivant les matières visées, l'approche et les risques sont identiques dans l'ensemble des textes sectoriels opérant un renvoi à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier (§ 1). La question spécifique de l'extension du champ d'application des garanties réelles financières à certaines activités bancaires est posée sous l'influence du droit comparé (§ 2).

§ 1 Le recours aux garanties réelles financières par renvoi à l'article L. 211-38

181. Après avoir décrit les textes qui ont recours à cette technique (A), il conviendra de s'arrêter sur quelques unes de ses applications qui présentent une actualité particulière (B).

A. Les textes opérant par renvoi à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

182. **Multiplicité des domaines.** Comme pour les articles L. 141-4 et 330-2 du Code monétaire, les textes dont nous traitons ici n'instituent pas des garanties en tant que telles, mais des régimes d'une immunité dérogatoire qui peuvent être reconnus à certaines garanties. Il en est ainsi de certains régimes dans le Code monétaire et financier qui n'instituent pas des garanties en tant que telles, mais plutôt des régimes d'immunité supposés s'appliquer aux garanties prises dans certains secteurs et impliquant certains opérateurs. La technique utilisée rappelle celle de l'ancien article L. 431-7 du Code monétaire et financier. Elles sont, de fait, dans la même veine que la garantie de l'article L. 211-38. En sus des textes instituant des garanties dérogatoires, le Code monétaire et financier rajoute également un certain nombre de textes sectoriels,

emportant garantie par renvoi aux garanties dérogatoires de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Au nombre de ces textes on retrouve l'article L. 330-2 (uniquement en ce qu'il opère un renvoi et non pour la garantie propre que cet article institue), les articles L. 214-43 et R. 214-97 (visant les garanties octroyées par un organisme de titrisation), l'article L. 214-147 (visant les garanties octroyées par les SICAF), l'article R. 214-12 (visant les garanties reçues ou octroyées par un OPCVM), ainsi que les R. 214-188 et R. 214-189 du Code monétaire et financier (visant les garanties octroyées par ou pour les OPCI). Or, de par le renvoi à l'article L. 211-38 qu'ils opèrent, ces textes n'instituent pas eux-mêmes des garanties distinctes de celles que nous avons évoquées précédemment.

B. Les principales applications particulières

183. **L'activité de prime *brokerage*.** Les services que les dépositaires proposent se composent : de services de conservation, combinant des services de sous-traitance de négociation et de compensation avec ceux de la conservation et du règlement-livraison ; dusuivi des risques, la gestion du collatéral, les *reporting* aux autorités de Place ; ainsi que du contrôle de la régularité des décisions des OPC. Le *prime broker* est présenté comme un prestataire de services d'investissement qui assure en pratique la conservation de tout ou partie de l'actif de l'OPCVM considéré⁴⁶⁴. Une telle activité permet au gérant « *d'accéder à une offre globale de services tels que la coordination des différents acteurs lors de la phase de création du fonds, la mise en relation avec des investisseurs et d'autres gérants (capital introduction), l'exécution des transactions sur les marchés réglementés ou de gré à gré, le dénouement des transactions et leur règlement/livraison, le financement en espèces (margin financing) ou le financement des ventes à découvert à travers le prêt de titres, le dépouillement des opérations du fonds, la fourniture d'informations au gérant sur sa gestion (reporting) ainsi qu'une aide au contrôle des risques* »⁴⁶⁵.

⁴⁶⁴ S. PUEL, « *Prime brokerage* : la réglementation évolue », *Banque stratégie* n° 224, mars 2005, p. 13.

⁴⁶⁵ *Ibid.*

Les trackers⁴⁶⁶ constituent un des exemples de titres qui sont affectés en garantie dans le cadre de l'activité de *prime broker*. La particularité de ces titres est qu'ils sont indexés sur l'évolution de l'ensemble des valeurs d'un marché. Cette caractéristique fait que leur valeur peut s'avérer, en temps de crise particulièrement, très instable⁴⁶⁷. De fait, le risque de contrepartie pris par les *prime brokers* sur ces indices doit être réduit par le recours à des sûretés du même ordre d'importance. Il a par ailleurs été observé que « *si l'emprunteur de titre fait défaut, le risque de contrepartie existe bien. Quand un hedge fund emprunte des titres, le prime broker reçoit en contrepartie un collatéral. Si c'est du cash, en cas de défaut, les titres sont perdus, mais il reste le cash. En revanche, si le collatéral est en fonds monétaires ou autres classes d'actifs qui ne valent plus rien, cela pose problème quand il y a des rachats* »⁴⁶⁸.

184. Le recours aux garanties de l'article L. 211-38 dans le cadre des activités de *prime brokerage*. Le prime broker en tant que sous-conservateur des actifs d'un OPCVM cherche à bénéficier de garanties sûres et qui présentent un degré de souplesse important du point de vue de leur gestion. Il a recours aux garanties sous le régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Cette forme de garantie lui permet de disposer des titres déposés, soit par le biais de la remise en pleine propriété de l'article L. 211-38 soit par le bénéfice du droit d'utilisation que ce même article autorise⁴⁶⁹. Or, cette utilisation des garanties n'était pas possible à la veille de la transposition de la directive *Collateral*. Le bénéfice d'un régime de résiliation-compensation (*close-out netting*) ou de compensation globale (*global netting*) en droit français était réservé par l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier aux opérations sur instruments financiers conclues dans le cadre de conventions-cadres respectant les principes généraux de conventions-cadres de place nationales ou internationales. Les opérations sur instruments financiers (dérivés, prêts-emprunts, pensions) issues d'une relation de *prime brokerage* ainsi que toute

⁴⁶⁶ Les *trackers* sont définis par exemple par les règles de marché Euronext comme les « OPCVM tels que définis au titre 2 », (sur www.euronext.com). Définition qui rejoint celle qu'emploie LCH.Clearnet qui considère que les trackes sont les positions prises sur un OPCVM.

⁴⁶⁷ Sur le seul marché européen, on estime les encours des *trackers* à 145,17 milliards de dollars (111,7 milliards d'euros). V. sur ce point T. SERROUYA, « Les *trackers* présentent aussi des risques », préc.

⁴⁶⁸ *Ibid.*

⁴⁶⁹ A. PRUM et I. RIASSETTO, « La fonction de conservation du dépositaire, source de responsabilité civile », préc.

opération portant sur des espèces et non sur des instruments financiers peuvent bénéficier du régime de résiliation-compensation et de compensation globale prévus par le Code monétaire et financier, grâce à l'ordonnance du 24 février 2005, qui permet de faire bénéficier du régime favorable, les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers, ou résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers, ce qui couvre notamment les conventions de *prime brokerage* conclues entre une société de gestion d'un OPCVM et un *prime broker*⁴⁷⁰.

185. **Le recours aux garanties réelles financières dans les opérations de titrisation.** Suivant l'article L. 214-43, alinéa 7 du Code monétaire et financier, les organismes de titrisation sont autorisés à octroyer des garanties au sens de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier⁴⁷¹. Toutefois, l'organisme de titrisation pour pouvoir octroyer de telles garanties devrait observer que la garantie en question s'inscrive dans la « *réalisation de son objet* ». Une telle mesure a pour objet de permettre à l'organisme de titrisation de garantir ses obligations en cas de transfert de risque de crédit ou de risque d'assurance. L'article R. 214-97 du Code monétaire et financier organise la prise de sûretés au sens de l'article L. 214-43. L'acte constitutif de la sûreté doit définir la nature des biens ou droits que le bénéficiaire peut utiliser ou aliéner. A défaut d'une telle indication, le bénéficiaire ne peut utiliser ou aliéner que des dépôts ou des liquidités. L'acte constitutif a également pour rôle de définir le montant maximal des biens ou droits que le bénéficiaire des sûretés peut utiliser ou aliéner. Ce montant maximal ne peut excéder le montant de la créance du bénéficiaire sur l'organisme.

§ 2 Le recours aux garanties réelles financières dans les opérations de financements bancaires

186. **Le marché des opérations de financement.** A travers l'Europe, les acteurs du marché du prêt recourent souvent aux garanties issues de la directive *Collateral*. Les

⁴⁷⁰ S. PUEL, préc.

⁴⁷¹ Cette mesure a été introduite par l'ordonnance du 13 mars 2008. Jusque-là, le fonds commun de créances ne pouvait pas nantir ses actifs.

législations de certains pays leur permettent ainsi de tirer profit de tous les avantages que permet la directive *Collateral*. Cela n'est pas le cas en France où le champ d'application du droit dérogatoire a été circonscrit. L'extension du domaine au marché du prêt permettrait à grand nombre d'acteurs économiques de bénéficier de l'extension du régime. Il en est ainsi des prêteurs sur le marché du prêt qui pourraient profiter d'un cadre pour la constitution, la gestion et la réalisation des garanties qui soit plus souple que celui offert par les gages de comptes titres, en bénéficiant surtout d'une immunité exorbitante en matière de faillite. Il en serait de même pour le bénéfice des règles de droit international privé harmonisées ou en tout cas une certaine prévisibilité dans les règles relatives aux garanties réelles financières, choses que le nantissement de compte titres ne permet pas actuellement. Cependant, il existe certaines situations où le droit dérogatoire a pu être étendu. Il s'agit strictement d'opérations entre entités régulées du secteur bancaire et financier⁴⁷². Les opérations de financement pouvant être assorties de garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier ne relèvent pas de l'activité traditionnelle de banque, et notamment du rôle classique du banquier pourvoyeur de crédit aux particuliers et aux sociétés commerciales (qui constitue en nombre d'opérations sans doute la plus grande partie de l'activité des établissements bancaires)⁴⁷³. Etant donné la restriction quant au champ d'application *ratione personae*, les opérations de financement qui peuvent bénéficier de garanties financières relèvent plutôt d'activités de financements sur le marché interbancaire et le marché du crédit institutionnel. Les extensions du régime dérogatoire au-delà des marchés sont limitées. Nous examinerons celles qui concernent les opérations de financement à effet de levier, les opérations de financement de projets, ainsi que des cas particuliers tels que les l'exemple de la SFEF (Société de financement de l'économie française).

187. L'application de l'article L. 211-38 à la SFEF. Il en a été ainsi récemment, dans le contexte de la crise, des prêts de la SFEF⁴⁷⁴ aux établissements, qui ont été

⁴⁷² V. S. PRAICHEUX, « La garantie financière, esquisse d'une sûreté européenne », préc.

⁴⁷³ Récemment d'ailleurs un auteur a présenté les garanties des opérations bancaires, en soulignant que « les opérations bancaires ne sont pas " sécurisées " par des sûretés originales, mais par des sûretés réelles et personnelles classiques qui n'ont d'autres objectifs que de réduire les risques d'un défaut de paiement ou de remboursement en donnant au créancier une action prioritaire sur les biens du débiteur ou une action supplémentaire contre le garant » : J. DJOUDI, « Les garanties des opérations bancaires » (introduction au dossier sous le même thème), *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2009, p. 76.

⁴⁷⁴ La Société de Financement de l'Economie Française (SFEF), a été créée à l'initiative de l'Etat français et des principales banques de la place pour contribuer à résoudre les difficultés de refinancement

assujettis « à la fourniture préalable d'un collatéral respectant les critères d'éligibilité et de quotité de la loi et de son décret d'application ainsi que les termes des Conditions Générales de Crédit et des Conditions Générales de Garantie Financière, et ce en application de l'article 211-38 et suivants (anciennement article L.431-7-3) du Code monétaire et financier »⁴⁷⁵. La philosophie du dispositif consiste pour l'Etat dans une intervention indirecte et qui présente des garanties solides. Ainsi, « au lieu de garantir directement la dette des banques, pour les aider à lever des fonds, l'Etat garantit les engagements d'une société bénéficiant de sûretés constituées par les établissements bénéficiaires et portant sur des actifs de bonne qualité. En contrepartie de ces sûretés, le coût de la garantie de l'Etat est moins élevé que celui de la garantie accordée par les Etats voisins, tout en respectant les critères fixés au niveau européen et en préservant les intérêts de l'Etat et du contribuable. Les sûretés constituées par les établissements de crédit au profit de la SFEF prennent la forme d'un nantissement de créances régi par les articles L.431-7-3 et suivants du Code monétaire et financier »⁴⁷⁶.

188. L'application de l'article L. 211-38 dans les opérations de financement à effet de levier. Les financements d'acquisitions peuvent présenter des risques importants pour les banques⁴⁷⁷. La société qui entreprend de réaliser l'acquisition est en général une société holding constituée par le groupe ou le consortium qui est à l'origine du projet d'acquisition. Les banques qui financent ces projets, souhaitent souvent syndiquer leurs financements de sorte à mutualiser le risque et réaliser une marge⁴⁷⁸. Si ces projets deviennent aujourd'hui un fait rare du fait du changement d'humeur provoqué par la crise, ils n'en restent pas moins intéressants pour notre étude, tant ils ont durant la dernière décennie pu éclore en nombre et en volume dans les différents pays de l'Union européenne. Or, comme le souligne la littérature spécialisée, « plus que risqué, le financement d'acquisition par voie de LBO est audacieux »⁴⁷⁹, puisque le

des établissements de crédit, elle a pour objet de consentir des prêts aux établissements de crédit ayant leur siège social en France.

⁴⁷⁵ V. détails sur le site internet: www.creditfoncier.fr.

⁴⁷⁶ X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT, « L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », préc.

⁴⁷⁷ Z. SIKFALI, « Financement d'acquisitions d'entreprises – Quelques réflexions de droit comparé sur les régimes juridiques et les pratiques en France, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne », in *Mélanges AEDBF-France 2001*, p. 299.

⁴⁷⁸ *Ibid.*

⁴⁷⁹ F. JULIEN et E. GROS, « Financements LBO, gage de compte d'instruments financiers et banques de couverture », préc.

remboursement est fonction des performances futures de la société cible. Le type de sûreté prise dans un tel financement est variable suivant les schémas suivis, et suivant le type de financement. Les prêteurs cherchent à se prémunir du risque de crédit qui résulte de l'opération de financement. De fait, la sûreté va dépendre de la place de l'emprunteur dans la structure d'acquisition (au sens de situation dans l'organigramme général du groupe). On retrouve souvent un schéma traditionnel dans lequel, les parts sociales/actions de la société cible font l'objet d'un nantissement⁴⁸⁰, soit par voie de nantissement du compte-titres qui les contient, soit par voie de nantissement des titres de la société cible. On retrouve également parmi ces techniques de garantie les cessions de créances professionnelles, mais tout comme les nantissements de comptes-titres, elles présentent l'inconvénient d'être vulnérable en cas de procédure collective notamment face à une procédure de sauvegarde⁴⁸¹. Les praticiens soulignent à ce titre que le recours aux contrats de garantie financière de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier qui n'est pas possible en l'état actuel des textes, pourrait constituer, sous réserve d'éligibilité au champ d'application de cet article, une alternative sérieuse et d'un grand intérêt pour les prêteurs⁴⁸².

189. L'application de l'article L. 211-38 aux opérations de financements de projets. En matière de financements de projets, comme dans d'autres transactions de financement, l'emploi de sûretés vise en premier lieu à préserver les actifs du débiteur vis-à-vis d'éventuelles prétentions de créanciers concurrents. Cependant, la particularité des sûretés en cette matière réside dans le fait que la sûreté peut seulement s'avérer efficace si le projet est ou peut devenir opérationnel. Les prêteurs bénéficiaires des sûretés ont ainsi tout intérêt à prévoir dans la documentation des stipulations qui leur accordent le droit de poursuivre la construction et/ou d'opérer l'installation ou le

⁴⁸⁰ Comme le souligne M. Sekfali, les créanciers préfèrent bénéficier d'une sûreté sur les actifs ou le patrimoine de la société cible plutôt que la holding d'acquisition : Z. SEKFALI, « Financement d'acquisitions d'entreprises – Quelques réflexions de droit comparé sur les régimes juridiques et les pratiques en France, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne », in *Mélanges AEDBF-France*, 2001, p. 306. De plus, la particularité du financement d'actifs réside dans le fait que c'est la société cible qui s'endette et la sûreté est prise sur les parts représentant le capital émis par cette société, font, en présence de restrictions telles que l'article L. 225-216 du Code de commerce (« *une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers...* »), que les possibilités de prise de sûretés pour les prêteurs sont limitées.

⁴⁸¹ M. QUERE, « La recherche d'une protection des créanciers contre les "sauvegardes hostiles" », *RD bancaire et fin.* juill.-août 2010, p. 96.

⁴⁸² *Ibid.*

projet financé, mais également de vendre le projet⁴⁸³. Ainsi, à côté des formes de sûretés personnelles et de sûretés immobilières, il est d'usage pour les créanciers de prendre une sûreté sur les titres de capital de la société en charge de réaliser le projet (Opco) qui sera consenti par le sponsor du projet ou par une société holding interposée à cette fin entre le sponsor et l'Opco. Cette sûreté permettra une meilleure réactivité dans l'éventualité d'une défaillance et autorise ainsi les créanciers à prendre le contrôle de la société opérationnelle au plus vite après la survenance d'une défaillance⁴⁸⁴. Si une telle sûreté, généralement un gage, pourrait présenter des similitudes dans son mécanisme avec d'autres sûretés réelles, elle ne requiert cependant pas les mêmes exigences que les sûretés sur les marchés financiers, et n'obéit pas non plus à des règles strictes par rapport aux actifs, aux opérations garanties et aux parties. La question sur le plan du droit des garanties se pose en des termes similaires en matière de financements d'actifs même si sur le plan opérationnel, des différences importantes séparent les financements d'actifs des financements de projets. Ainsi, les risques sont très variés, mais la problématique est commune quelle que soit la garantie utilisée. Il est intéressant dès lors d'examiner le double critère d'application des garanties financières, afin de compléter le tracé de leur champ d'application.

190. **Conclusion du chapitre.** Étendre le champ d'application des garanties réelles financières au-delà des marchés financiers peut être très tentant notamment pour les organismes prêteurs. Il n'est pas étonnant que cette question se soit posée en concomitance avec l'avènement de la crise financière. La recherche de solutions tout azimut et le besoin d'assurer une plus grande sécurité pour les fonds de secours a en particulier justifié certaines extensions. Ces extensions restent cependant exceptionnelles malgré l'intérêt que pourraient avoir les grandes institutions créancières à bénéficier de garanties exorbitantes avec le moins de contraintes possible quant à leur emploi et leur champ d'application. Se pose alors la question de la limite de l'extension. Même si la tendance à consacrer un domaine étendu pour les contrats de garanties financières est observée dans d'autres systèmes juridiques voisins, tels que la

⁴⁸³ S. L. HOFFMAN, *The Law and Business of International Project Finance*, 3rd edition, Cambridge, 2006, p. 367.

⁴⁸⁴ *Ibid.*

Belgique et le Luxembourg, les domaines de ces garanties restent bien circonscrits en droit français.

CONCLUSION DU TITRE

191. **Les applications bancaires restent très limitées et relèvent de l'exception.**

Les différentes applications sectorielles. Le Code monétaire et financier adopte la technique du renvoi de différents textes à l'article L. 211-38. Seule la garantie de l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier est cependant mentionnée dans le texte de l'article L. 211-38. La technique du renvoi souligne le caractère général de la garantie de l'article L. 211-38. Le texte de cet article devient le pivot du système de garantie d'un ensemble d'opérations et de secteurs. On retrouve ainsi, à l'article R. 214-12 du Code monétaire et financier les garanties reçues ou octroyées par un OPCVM, aux articles L. 214-43 et R. 214-97 du même code, les garanties octroyées par un organisme de titrisation, à l'article L. 214-147 les garanties octroyées par les SICAF, et aux articles R. 214-188 et R. 214-189 les garanties octroyées par ou pour les OPCI. Les champs d'application sont multiples. Ceux en particuliers des garanties sectorielles, présentent des spécificités qui les rendent impropres à la généralisation. Pour autant, si des spécificités existent, les éléments que la loi impose pour définir le critère d'application des garanties des obligations financières, à savoir la nature des actifs, la qualité des parties et la nature de l'obligation couverte, se retrouvent souvent dans l'ensemble des garanties réelles financières. Pour l'ensemble de ces textes, le risque qu'on vise à réduire et l'approche sont identiques. Il s'agit du risque de contrepartie quelle que soit la situation visée. L'approche est la même, elle consiste à effectuer un renvoi à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, sans y apporter de spécificité.

CONCLUSION DE LA I^{RE} PARTIE

192. **Les traits communs aux différents champs d'application.** La somme des régimes dérogatoires, toute hétérogène qu'elle soit, semble néanmoins être ordonnée autour d'un triptyque : nature des actifs, composant l'assiette, qualité des parties et nature financière des obligations garanties. On retrouve ici des éléments évoqués par l'article 1^{er} de la directive *Collateral* qui délimite son champ d'application de trois façons. Ce triptyque est imposé par le texte de l'article L. 211-38, il constitue ainsi un champ obligatoire pour les garanties des obligations financières. Sans être inscrit dans un texte, et sans tomber sous le coup d'une règle obligatoire, on retrouve indirectement le même résultat de délimitation dans d'autres garanties. Ainsi les opérations de dépôt de garantie, les opérations interbancaires et les opérations de pension livrée connaissent une délimitation qui, au final, coïncide largement avec celle que propose la directive *Collateral*, ou du moins, adopte des critères qui lui sont similaires. Il serait dès lors permis d'évoquer un trait commun des champs d'application des différentes garanties financières. En effet, même si leurs champs d'applications sont multiples et ne se recoupent pas toujours, il reste que les domaines d'application des garanties réelles financières présentent des caractères communs.

193. **Un domaine qui va au-delà du cadre strict des marchés.** On constate par ailleurs de l'étude des différents champs d'application que les garanties réelles dérogatoires qui sont d'abord apparues sur les marchés financiers voient leur domaine dépasser le strict cadre des marchés. Pour les garanties des obligations financières, il est vrai, cette tendance reste limitée, et relève de textes spécifiques comme nous l'avons vu pour la SFEF. De même la création, certes limitée, de bulles qui bénéficient de statuts dérogatoires et dont le domaine va au-delà des marchés, pourrait augurer d'une extension du champ du dérogatoire en dehors du domaine qui en a commandé son existence. Nous pouvons à présent étudier les traits qui composent le régime juridique de ce droit dérogatoire.

II^E PARTIE

LES REGIMES JURIDIQUES DES GARANTIES REELLES FINANCIERES

194. **L'efficacité comme ligne directrice des régimes juridiques des garanties réelles financières.** La recherche de l'efficacité est une constante dans l'évolution des sûretés⁴⁸⁵. Ce qu'on a pu appeler « *l'efficience économique du droit des sûretés* »⁴⁸⁶ trouve dans les garanties réelles financières son illustration la plus parfaite. Selon les critères dégagés par MM. Aynès et Crocq, la sûreté idéale est de constitution simple, elle doit être adaptée à la dette afin d'éviter l'abus de sûreté qui gaspille le crédit, elle doit être efficace, et être d'une réalisation simple⁴⁸⁷. Il ressort de ces critères qu'une telle sûreté se doit d'allier sécurité et souplesse. Ce qui est vrai pour les sûretés en général l'est d'autant plus pour les garanties réelles financières. On retrouve une idée similaire dans les objectifs que la directive *Collateral* s'est fixés. Cette directive cherche en effet à « *concilier l'efficacité du marché et la sécurité des parties au contrat et des tiers* »⁴⁸⁸. L'efficacité se définit comme étant « *la capacité de produire le maximum de résultats avec le minimum d'effort, de dépense* »⁴⁸⁹. Pour les sûretés, le principal résultat à atteindre est la sécurité à laquelle le créancier s'attend⁴⁹⁰. De fait, le « *maximum de résultats* » traduit en termes de sûretés devrait en premier lieu comprendre une plus grande sécurité, et un coût raisonnable pour la sûreté⁴⁹¹. Comme pour toutes les garanties, les garanties réelles financières sont en quête de simplicité et de sécurité⁴⁹². L'efficacité se décline ainsi, principalement, en un apport de souplesse et de sécurité⁴⁹³ aux régimes des différentes techniques.

⁴⁸⁵ V. sur ce point, F. DAHAN et J. SIMPSON, « *The European Bank for Reconstruction and Development's Secured Transactions Project : a model law and ten core principles for a modern secured transactions law in countries of Central and Eastern Europe (and elsewhere !)* », in *Security Rights in Movable Property in European Private Law*, E.-M. KIENINGER (ss dir.), Cambridge University Press, 2004, p. 98.

⁴⁸⁶ Ph. DUPICHOT, « L'efficience économique du droit des sûretés réelles », *PA* 2010, n° 76, p. 7.

⁴⁸⁷ L. AYNES et P. CROCQ, *Les sûretés, la publicité foncière*, 4^e éd., Defrénois, 2009, n° 7 et 8.

⁴⁸⁸ Considérant 10 de la directive 2002/47/CE.

⁴⁸⁹ *Le Nouveau Petit Robert*, 2007, p. 824.

⁴⁹⁰ Pour MM. Malaurie et Aynès, une sûreté idéale devrait avoir quatre qualités : elle doit être de constitution simple, elle doit être adaptée à la dette afin d'éviter l'abus de sûreté qui gaspille le crédit, elle doit être efficace, elle doit être d'une réalisation simple : Ph. MALAURIE et L. AYNES, *Les sûretés, la publicité foncière*, préc., p. 21. Les auteurs soulignent, notamment, qu'il n'existe en droit français aucune sûreté qui rassemblerait ces qualités.

⁴⁹¹ Nous avons souligné le lien entre le coût du crédit et l'efficacité des sûretés.

⁴⁹² Certains auteurs préfèrent voir une double aspiration des sûretés pour la simplicité et l'efficacité. V. M. GRIMALDI, « Problèmes actuels des sûretés réelles », in *Les garanties du financement*, LGDJ, 1998, p. 155, qui parle d'une double aspiration des sûretés réelles à la simplicité et à l'efficacité. Nous pensons cependant que l'efficacité est le trait commun que poursuivent toutes les sûretés. L'efficacité est la somme d'un équilibre entre la sécurité et la souplesse, la simplicité n'étant qu'un élément de la souplesse.

⁴⁹³ M. Germain citant le Littré observait au sujet de la sécurité sur les marchés financiers : « *La sécurité disait Littré : "C'est la tranquillité d'esprit bien ou mal fondée dans une occasion où il pourrait y avoir sujet de crainte". Et Littré ajoute que "Monsieur de Vaugelas avait prévu avec raison que sécurité*

195. **L'efficacité dans les sûretés induite par les impératifs de concurrence de places.** Le lien entre l'efficacité d'une sûreté et la santé du crédit dans une économie est régulièrement souligné par la doctrine⁴⁹⁴. Dans les grandes transactions impliquant la prise de sûretés, les créanciers, des entités réglementées le plus souvent, vont, dans la mesure du possible, chercher à soumettre leurs sûretés au droit le plus favorable, dans une démarche qui a été justement qualifiée de *law shopping*⁴⁹⁵. A ce stade, en particulier, l'efficacité peut être principalement assimilée à la sécurité⁴⁹⁶. Les législateurs ont pris conscience de ce phénomène et de l'existence entre les places financières d'une concurrence qui se joue sur le plan juridique⁴⁹⁷. Pour les marchés financiers comme pour le marché interbancaires ou pour les dépositaires de fonds d'investissements etc.⁴⁹⁸, la sûreté financière devient un élément essentiel de l'attractivité d'une place financière. Sur les marchés, la souplesse d'une sûreté et son adaptation à la dette sont aussi vitales que la sécurité qu'elle confère. La souplesse s'illustre dans une sûreté dont la constitution et la réalisation sont simples et peu coûteuses. La sécurité est systématiquement associée à un bon fonctionnement des marchés⁴⁹⁹. Cela confère à l'attractivité des sûretés financières un rôle fondamental, obligeant le législateur à être à l'écoute des principaux acteurs des marchés afin de trouver des solutions qui permettent de réduire les risques tant opérationnels que juridiques. Les initiatives se sont multipliées, elles traduisent bien la volonté de renforcement de la sécurité juridique. Elles ont abouti à l'adoption de textes qui sont

deviendrait fort en usage », M. GERMAIN, « Sécurité et responsabilité sur les marchés financiers – Les marchés de produits dérivés », *PA* 1996, n° 56.

⁴⁹⁴ « *L'histoire nous montre que chaque fois qu'on a privé les sûretés d'efficacité, notamment en cas de procédure collective, le crédit s'est raréfié* » : G. AFFAKI, « Des aspects bancaires dans le Guide législatif de la CNUDCI sur les opérations garanties », préc. V. également, L. MARTIN, « Sûretés traquées : crédit détraqué », *Banque* 1975, p. 1133.

⁴⁹⁵ R. DAMMANN, « Mobilité des sociétés et localisation des actifs », préc.

⁴⁹⁶ F. RONGEAT-LOUDIN, *L'efficacité internationale des sûretés mobilières et l'unification du droit privé*, thèse Paris XI, 1999.

⁴⁹⁷ Comme le souligne Madame Frison-Roche, « *si la règle de droit est défavorable à un acteur financier, qu'il soit l'émetteur, l'investisseur, bientôt l'intermédiaire, il ira faire l'opération sur une autre place. Ainsi, la vitalité d'une place financière est dépendante du caractère attractif de sa réglementation, et la prééminence de la Place de Londres tient aussi à cela. Dès lors, le droit devient un instrument concurrentiel majeur, les dispositions juridiques étant mises en concurrence* ». M.-A. FRISON-ROCHE, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers », préc., n° 12.

⁴⁹⁸ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 39 : l'auteur estime que « *la plupart des opérations financières sont aujourd'hui assorties de garanties réelles qui en assurent la sécurité et la bonne fin* ».

⁴⁹⁹ V. D. ROBINE, préc. – V. aussi sur ce même thème, S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc.

souvent issus de pratiques de place, ou du moins sont le fruit de concertations importantes, ce qui confère aux garanties sur les marchés leur particularité⁵⁰⁰.

196. **Une construction résolument téléologique.** La construction des garanties réelles financières s'est faite sans approche commune et sans grand souci de structuration de la matière. Adoptant un critère principalement téléologique, le législateur s'est borné à produire des réponses pragmatiques, et au cas par cas, aux besoins des praticiens. Afin d'atteindre les objectifs fixés, les différentes garanties réelles financières ont été dotées de moyens similaires, sinon identiques, qui leur permettent une meilleure souplesse et une meilleure sécurité. Cela s'est fait progressivement, à travers différentes réformes⁵⁰¹. Comme il a été souligné précédemment, une sûreté est attractive lorsque sa constitution et sa réalisation sont simplifiées, et lorsqu'elle remplit sa finalité première qui est la protection du créancier⁵⁰². C'est le sens qu'ont suivi les réformes qui se sont succédé, en particulier depuis la loi de modernisation des activités économiques⁵⁰³. De fait, le dispositif actuel répond à la nécessité de rendre plus simple la constitution et la réalisation des garanties tout en permettant un régime plus approprié de gestion des actifs affectés en garantie,

⁵⁰⁰ La directive *Collateral* aussi bien que la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, conclue le 5 juillet 2006, ont été adoptées sous l'impulsion des professionnels, et en consultation étroite avec eux. V. la proposition de directive ayant abouti à l'adoption de la directive *Collateral*, Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les contrats de garantie financière, Bruxelles, le 27 mars 2001, COM(2001) 168 final, 2001/0086 (COD), p. 2.

⁵⁰¹ La réforme apportée par la loi de modernisation des activités financières a poursuivi un objectif de modernisation. Elle a visé, ainsi que l'a observé M. Martin, « à doter le dispositif français de l'avantage attractif d'une longueur d'avance » : D.-R. MARTIN, « Du gage d'actifs scripturaux », préc.

⁵⁰² V. Ph. MALAURIE et L. AYNES, *Les sûretés, la publicité foncière*, préc., p. 21.

⁵⁰³ La loi n° 83-A du 3 janvier 1983 instituant le nantissement de titres a ouvert la voie à une entreprise d'adaptation du cadre juridique des garanties réelles financières aux besoins de la pratique. Mais rappelons que le régime juridique favorable était déjà apparu pour les couvertures qui ont très tôt bénéficié d'un régime propre par la loi du 28 mars 1885 (loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme) modifiée par la loi du 31 décembre 1987 (loi n° 87-1158 du 31 déc. 1987, relative au marché à terme. Cette loi a réécrit l'article 9 de la loi du 28 mars 1885).

Mais ce n'est qu'avec la déréglementation et le décloisonnement des marchés à partir des années 1990 que les initiatives législatives ont sérieusement bouleversé le paysage des garanties sur actifs financiers : la loi de 1993 sur les pensions livrées, la loi de modernisation des activités financières. Le droit français a ainsi, notamment par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, franchi le pas le plus important dans la consécration notamment d'un droit dérogatoire pour les garanties sur actifs financiers. Ainsi le droit français connaissait déjà des garanties spécifiques aux marchés financiers dont les régimes bénéficiaient de larges faveurs principalement vis-à-vis du droit de la faillite. La loi NRE du 15 mai 2001 et la loi LSF du 1^{er} août 2003 ont permis d'élargir progressivement le champ des dispositions dérogatoires au droit commun en matière de compensation multilatérale renforçant ainsi l'efficacité des garanties concernées. Finalement, le point d'aboutissement de la marche vers un régime juridique favorable a été porté par l'ordonnance du 24 février 2005 sur la simplification de la constitution et de la réalisation des garanties financières.

rapprochant les régimes des garanties non translatives de propriété de celui des transferts de propriété à titre de garantie, très usités sur les marchés financiers pour la souplesse qu'ils autorisent (titre I). La protection du créancier dans le domaine des marchés financiers est la finalité principale de la sûreté. En particulier, si l'on se place dans le contexte des opérateurs soumis à des obligations strictes de respect de ratios de fonds propres. La sécurité juridique suppose de « limiter à un minimum les perturbations occasionnées à un système par une procédure d'insolvabilité contre un participant à ce système »⁵⁰⁴. En atteste le nouveau ratio de solvabilité de Bâle II qui donne une prime aux sûretés particulièrement efficaces⁵⁰⁵ (titre II).

⁵⁰⁴ Considérant 4 de la directive 98/26/CE.

⁵⁰⁵ R. DAMMANN, « La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée », préc.

TITRE I

LA SOUPLESSE DANS LES RÉGIMES JURIDIQUES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES

197. **La flexibilité des régimes des sûretés financières.** Les sûretés financières se sont progressivement affranchies des modes de constitution et de réalisation posés par le droit commun dont la lourdeur des mécanismes était considérée comme responsable de la désaffection des praticiens pour les sûretés nommées⁵⁰⁶. Ainsi, les interventions successives du législateur ont eu pour effet de consacrer dans des textes législatifs des règles qui relevaient jusque-là de pratiques de place. Les différentes réformes intervenues durant les quinze dernières années, dont celle opérée par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005, ont eu pour effet un rajeunissement des principales sûretés utilisées sur les marchés financiers. L'évolution du droit français des sûretés en matière financière, a, de fait, été décrite comme allant dans le sens de la « *souplesse, la simplicité et la fluidité* »⁵⁰⁷. La simplification, thème qui revient souvent dans la littérature juridique et dans certaines lois récentes⁵⁰⁸, est ainsi souvent présentée comme une caractéristique principale des régimes des sûretés sur actifs financiers. Le titre de l'ordonnance du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière s'inscrit dans cette tendance⁵⁰⁹. Il est utile de s'arrêter d'emblée sur la terminologie utilisée par l'ordonnance du 24 février 2005. Est-ce bien d'une simplification des sûretés qu'il s'est agit dans cette ordonnance ? Nous pensons que le choix de ce terme ne serait pas, à lui seul, suffisamment révélateur de l'évolution des garanties mobilières sur les marchés financiers. Plus encore, il s'avère réducteur surtout au vu de l'apport général des différentes réformes en matière

⁵⁰⁶ V. à ce sujet, D. FASQUELLE, « Le nantissement des valeurs mobilières », *RTD com.* 1995, p. 1 ; H. CHASSERY, « Le nantissement des parts sociales », *RTD com.* 1977, p. 435 ; J. GUYENOT, « La constitution et la réalisation du gage de valeurs mobilières », *RTD com.* 1961, p. 359 ; J. DERRUPE, « Le nantissement de valeurs mobilières », in *Le gage commercial*, J. HAMEL (ss dir.), Dalloz, 1953.

⁵⁰⁷ MM. Parolai, Stoffel-Munck et Armand évoquent cette idée qu'ils appliquent aux sûretés en matière financières : V. R. PAROLAI, Ph. STOFFEL-MUNCK et F. ARMAND, « Les sûretés en matière financière projetées dans une ère nouvelle par la directive "Collateral". L'introduction du droit d'utilisation : le re-use à la française, une "quasi-propriété" ? », *Banque & Droit* n° 103, sept.-oct. 2005, p. 3.

⁵⁰⁸ V. M. GRIMALDI, « Problèmes actuels des sûretés réelles », in *Les garanties du financement*, LGDJ, 1998, p. 155. V. sur ce phénomène lié au cadre législatif communautaire, F. PERALDI-LENEUF, « L'évolution des lois techniques en droit communautaire : rapport entre technicité, simplification et amélioration du droit », *PA* 2007, n° 134, p. 19.

⁵⁰⁹ V. également les différents textes visant à simplifier le droit dans les cinq dernières années.

financière. Il est, bien entendu, des situations où certaines institutions malgré leur complexité, peuvent bénéficier d'un régime souple, ce qui justifierait une double référence à la souplesse et la simplicité. La simplicité et la souplesse sont alors suffisamment distinctes pour ne pas se confondre. Nous pensons cependant que les sûretés utilisées sur les marchés financiers, malgré la simplification incontestable de certains aspects de leurs régimes, restent des sûretés dont l'économie générale est relativement complexe. Il nous semble dès lors inapproprié de parler de sûretés simples, la simplicité ne se rapportant qu'à certaines modalités de la constitution ou de la réalisation de ces sûretés, et non à leur économie générale. Ce qui est simple est selon le Petit Robert, ce qui « 1. est formé (par rapport à d'autres choses de même espèce) d'un petit nombre de parties ou d'éléments ; 2. étant formé de peu d'éléments, est aisé à comprendre, à utiliser »⁵¹⁰.

Au-delà de l'idée de simplification, il y a une idée d'adaptabilité, notamment de l'assiette évolutive des différentes garanties réelles financières, que traduit au mieux le terme « souplesse »⁵¹¹. En outre, le régime juridique des garanties en question, autorise à continuer une vie quasi-normale pour les biens constituant l'assiette – du moins lorsque les parties en conviennent –, pouvant s'effectuer sans besoin de recourir à la constitution d'actes juridiques additionnels. N'est-il pas dès lors plus judicieux de placer le phénomène sous le signe de la souplesse ? Le trait général commun à l'évolution des garanties réelles financières serait alors celui de la quête de la souplesse, qui conduit à l'emploi de moyens similaires qui confortent la convergence des différentes institutions. Les garanties réelles financières seraient dès lors non seulement des garanties flexibles dans leur constitution et dans leur réalisation, mais aussi des garanties dont le régime juridique permet une marge de manœuvre importante aux parties. L'assiette reste disponible, et adaptable à toute évolution de l'obligation principale qu'elle vient garantir. A l'évidence, ces caractéristiques n'auraient été possibles que grâce à une simplification considérable des modalités de constitution, de gestion et de réalisation de la garantie. La souplesse se traduit à trois niveaux, et de manière chronologique dans la vie de la sûreté : lors de sa naissance, lors de sa vie et lors de sa mise en œuvre.

⁵¹⁰ *Le Nouveau Petit Robert*, 2007, p. 2374.

⁵¹¹ Selon *Le Nouveau Petit Robert*, la souplesse est « le caractère de ce qui est souple, flexible ». Ce qui est souple est par ailleurs défini comme étant « capable d'adaptation intellectuelle » : *Le Nouveau Petit Robert*, 2007, p. 2409.

198. **Les impératifs qui commandent la souplesse dans la réalisation et dans la gestion.** L'objet des garanties réelles financières, constituées principalement d'instruments financiers dont la valeur est susceptible de dépréciation rapide, d'une part, et l'utilisation qui en est faite, sur les marchés financiers principalement, de l'autre, commandent au législateur de doter ces garanties de régimes juridiques souples dans leur constitution, leur gestion et leur réalisation. Le droit français, à travers les réformes successives depuis la loi du 3 janvier 1983, a progressivement introduit pour les garanties sur les marchés financiers une flexibilité autorisant les parties à optimiser le recours aux garanties. Ces régimes, comme nous l'avons vu, ne sont pas unifiés et coexistent en se superposant parfois. Ils ont en commun, entre autres caractéristiques, de présenter des caractères de flexibilité. Dans ce régime flexible, on retrouve des formalités de constitution allégées, par rapport notamment à ce que le droit commun exige comme formalités de constitution pour les sûretés mobilières. Rappelons que l'un des principaux griefs qui étaient formulés à l'encontre des sûretés réelles avant le mouvement de réformes des dernières années portait sur la lourdeur dans leurs modalités de constitution du fait de certaines formalités, ainsi que le coût exorbitant et le retard que cela engendrait au niveau des transactions.

La directive s'est fixé comme objectif d'atteindre un fonctionnement au meilleur coût du marché financier⁵¹² (chapitre I). Or, un fonctionnement au meilleur coût passe également par une optimisation de la gestion des actifs affectés en garantie ainsi que leur réalisation lors de l'avènement d'un cas de défaillance. Les régimes permettant aux parties, pendant ce que l'on pourrait désigner comme la période de latence d'une garantie, de continuer à tirer les bénéfices des biens affectés en sûreté, profitant d'un régime juridique qui permet de gérer et d'adapter l'assiette au gré des besoins des parties au rapport de garantie (chapitre II).

Pour ce qui est de la réalisation des sûretés financières ensuite, la rapidité est un facteur important dans le procédé de prise de sûretés. L'importance de ce facteur a été soulignée dans tous les travaux qui ont accompagné les réformes récentes du droit des sûretés dans ses différentes composantes et qui ont vu, entre autre mesure, le gage de

⁵¹² Dir. 2002/47/CE, du 6 juin 2002, considérant (3).

droit commun purgé des archaïsmes des articles 2074, 2075 et 2076⁵¹³. Elle a également été soulignée par les accords de Bâle II qui considèrent que « *la réalisation d'une sûreté le moment venu implique que les banques doivent disposer de procédures claires et rigoureuses leur permettant de garantir que toutes les conditions juridiques requises en cas de défaut de la contrepartie ou de réalisation de la sûreté sont bien observées et que cette dernière peut rapidement être réalisée* »⁵¹⁴. Par différentes interventions, le législateur français a permis d'optimiser les mesures d'exécution, de sorte à rendre les garanties réelles financières, de réalisation rapide, purgées dans la mesure du possible des formalités jugées par trop encombrantes, le tout, à moindre coût, puisque le choix est laissé au créancier d'opter pour le mode de réalisation le plus approprié. En effet, lors de la survenance d'un cas de défaillance pour une sûreté, il est primordial pour le créancier bénéficiaire de pouvoir prendre une action rapide afin de réaliser les actifs affectés en garantie, cette action devant idéalement être le moins possible encombrée par des obstacles posés par les tiers. Les éléments qui peuvent constituer des obstacles à la réalisation simplifiée d'une sûreté sont d'ordres différents. Nous pouvons citer les formalités, l'obligation de mise en demeure, le respect d'une période préalable à la réalisation, l'intervention de tiers pour l'évaluation, l'intervention d'un officier public ou d'une autorité judiciaire pour organiser ou avaliser le procédé de réalisation (chapitre III).

Si la sécurité dérogatoire ressort clairement de l'ensemble des régimes mis en place par ces textes, en revanche, la souplesse insufflée aux garanties n'apparaît pas dans le régime de toutes ces garanties. De fait, nous concentrerons notre étude sur les textes qui apportent une souplesse aux régimes des garanties sans revenir systématiquement à l'ensemble des textes qui instituent des garanties réelles financières.

⁵¹³ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc., spéc. p. 94. - M.-E. MATHIEU, « Une garantie financière attractive : le gage sans dépossession », *Option finance* n° 887, juin 2006, p. 32.

⁵¹⁴ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, « Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres » (Dispositif révisé), juin 2004, n° 125.

CHAPITRE I

LA SOUPLESSE DANS LES REGIMES JURIDIQUES DE CONSTITUTION ET DE REALISATION DES GARANTIES REELLES FINANCIERES

199. **Le formalisme dans les sûretés classiques.** On enseigne pour les sûretés traditionnelles que le formalisme commande leur validité et leur opposabilité. Il en est ainsi de l'hypothèque qui y est lourdement soumise⁵¹⁵. Pour ce qui est du gage, le formalisme était, avant la réforme du Code civil opérée par l'ordonnance du 23 mars 2006, nécessaire à la formation et à l'opposabilité de la sûreté qu'il crée. Si pour l'hypothèque l'intervention du notaire est traditionnellement justifiée par le souci d'éclairer le consentement du constituant et d'assurer sa sécurité⁵¹⁶ ainsi que la sécurité juridique de la transaction et des tiers, ces formalités n'étaient pas propres aux sûretés immobilières. On observait également pour certaines sûretés mobilières classiques un formalisme de constitution et de réalisation. La formalité de dépossession était exigée par l'ancien article 2071 du Code civil. En matière de gage de meubles corporels, la dépossession se réalisait par la remise de la chose. S'agissant des créances, elle se faisait par une signification au débiteur ou par son acceptation dans un acte authentique⁵¹⁷. Cette dépossession tient lieu de formalité fusionnée, assurant la protection des parties et l'information des tiers. Par ailleurs, la réalisation des sûretés non translatives de propriété ne pouvait se faire que par une intervention judiciaire, le pacte comissoire n'étant accepté que de manière très limitée et encadrée.

200. **L'inconvénient des lenteurs dans la constitution.** Sur les marchés financiers, les sûretés doivent cependant pouvoir être prises de la façon la plus simple possible permettant une rapidité dans la conclusion et des économies quant au coût de la constitution, étant donné la multiplicité des prises de sûretés, se succédant souvent dans des laps de temps très courts. La rapidité de la constitution d'une sûreté est donc un élément déterminant dans le développement des marchés. Le formalisme a très tôt été décrié comme étant un obstacle majeur à la fluidité des transactions et, par

⁵¹⁵ Ancien article 2127 C. civ., et l'ancien article 2134 C. civ.

⁵¹⁶ V. M. GRIMALDI et Ph. DUPICHOT, « Durée et sûreté », *Revue des contrats* janv. 2004, p. 95 et spéc. § 7.

⁵¹⁷ V. l'ancien article 2075 du Code civil.

conséquent, à l'attractivité des marchés⁵¹⁸. Une sûreté idéale serait – de manière générale et sans égard à l'obligation principale à laquelle elle s'applique, ou à la technique utilisée – celle qui permettrait, une constitution simple, rapide et peu coûteuse sans pour autant priver le constituant de l'usage de ses biens mis en gage⁵¹⁹ : c'est le constat que font les principes dégagés par la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement⁵²⁰. Accéder à cet « idéal de sûreté » a donc été non seulement un objectif souhaité, mais un impératif pour le bon fonctionnement des marchés financiers. En plus d'une réduction du formalisme au strict nécessaire, il était également nécessaire d'introduire un réaménagement de la notion de dépossession, afin de favoriser la fluidité des opérations et leur finalité même. Ecarter la dépossession s'est trouvé être d'autant plus vital sur les marchés financiers que la privation du constituant de son emprise sur l'assiette avait pour effet de le pénaliser tout particulièrement. Une telle privation serait même absurde puisqu'elle pourrait, dans certaines hypothèses – du reste, non isolées – empêcher le constituant de poursuivre l'objet même de l'opération pour laquelle une sûreté est prise, à savoir la transaction financière.

201. La souplesse dans la réalisation : un élément clé dans le choix d'une sûreté. La réalisation d'une sûreté correspond à une situation d'anomalie dans le rapport contractuel qui donne lieu à l'obligation principale. C'est également le moment où la sûreté est invitée à produire ses effets, la défaillance du débiteur de l'obligation principale ayant entraîné un dénouement de la garantie par voie de son exécution. Il est établi que le gage confère au créancier le droit de faire payer la chose qui en est l'objet, par privilège et préférence aux autres créanciers (art. 2073 C. civ.). Pour les sûretés classiques, le problème principal vient des lourdeurs qui peuvent accompagner la procédure prévue pour leur réalisation. En particulier, pour ce qui est du gage de droit

⁵¹⁸ On peut lire à cet effet dans la loi de ratification de l'ordonnance du 24 février 2005 : « Traditionnellement, le droit français permet le recours à des garanties sous la forme de sûretés réelles sans transfert de propriété (nantissement) principalement sous la forme d'un gage. Le mécanisme du gage de droit commun présentait toutefois un formalisme assez lourd pour sa constitution, nécessitant un acte écrit et une dépossession réelle du débiteur » : projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 4.

⁵¹⁹ V. la description des qualités d'une sûreté idéale : L. AYNES et P. CROCQ, *Les sûretés, La publicité foncière*, 3e éd., Defrénois Lextenso, 2008, n° 7 et 8, p. 6 et 7.

⁵²⁰ V. sur les principes dégagés par la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement le commentaire de F. DAHAN et J. SIMPSON, préc.

commun, la difficulté proviendrait des modes d'exécution que le Code civil a prévus. La vente forcée impose au créancier de s'adresser au juge pour réaliser sa sûreté, il s'expose ainsi au concours des autres créanciers, et, notamment, à l'exercice de privilèges préférables tel celui du Trésor. La procédure d'attribution présente l'avantage d'une priorité absolue, mais elle a l'inconvénient du double recours au juge et à l'expert.

202. La flexibilité dans la réalisation, un besoin impérieux sur les marchés financiers. La réalisation rapide des sûretés financières est un facteur important dans le procédé de prise de sûretés. L'importance de ce facteur a été soulignée dans tous les travaux qui ont accompagné les réformes récentes du droit des sûretés dans ses différentes composantes. Elle a également été soulignée par les accords de Bâle II qui considèrent que « *la réalisation d'une sûreté le moment venu implique que les banques doivent disposer de procédures claires et rigoureuses leur permettant de garantir que toutes les conditions juridiques requises en cas de défaut de la contrepartie ou de réalisation de la sûreté sont bien observées et que cette dernière peut rapidement être réalisée* »⁵²¹. Par différentes interventions, le législateur français a permis d'optimiser les mesures d'exécution, de sorte à rendre les garanties réelles financières de réalisation rapide, purgées dans la mesure du possible des formalités jugées par trop encombrantes, le tout à moindre coût, puisque le choix est laissé au créancier d'opter pour le mode de réalisation le plus approprié.

203. Plan. La flexibilité du régime étant le fil conducteur dans les régimes juridiques des garanties réelles financières, l'étude de la souplesse dans les régimes de constitution (section 1) sera suivie de celle de la souplesse dans leur régime de réalisation (section 2).

SECTION 1 : LA SOUPLESSE DANS LE RÉGIME DE CONSTITUTION DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES

⁵²¹ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, « Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres » (Dispositif révisé), juin 2004, n° 125.

204. **Le formalisme antérieur.** La technique du nantissement de valeurs mobilières supposait en vertu de l'article 29 de la loi du 3 janvier 1983, avant sa réforme par la loi de modernisation des activités financières, un formalisme empêchant le système des appels de marges de fonctionner⁵²². Ce texte prévoyait, que le nantissement n'était valablement constitué et opposable aux tiers qu'à deux conditions. Il fallait, tout d'abord, que le débiteur signe et date une « déclaration de constitution de gage » précisant le nombre, la nature des titres, et le montant de la dette ainsi engagée. Il était ensuite nécessaire d'opérer un virement des titres sur un compte spécial bloqué, conduisant à la remise d'une attestation de gage par l'intermédiaire teneur de compte au créancier gagiste⁵²³. L'inconvénient était qu'il fallait renouveler ces opérations lors de chaque nouvelle constitution de sûreté qui peut être quotidienne⁵²⁴. La lourdeur du renouvellement de ces formalités constitutives avait conduit la pratique à privilégier le « gage-espèces ». En effet, on peut considérer avec M. Bureau que « *puisque'il ne s'agit pas d'un gage, les formalités requises pour la constitution de ce dernier doivent être logiquement écartées et la remise est donc suffisante* »⁵²⁵.

De fait, les garanties réelles financières ont cherché, par réaction au formalisme antérieur et à l'inadaptation de certaines dispositions du nantissement de compte-titres, à suivre un formalisme minimal. Ainsi, dans l'environnement disparate des garanties réelles financières, les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier présentent un degré élevé de souplesse dans leurs régimes (§ 1). Il en est de même des autres garanties réelles financières qui, même si elles n'ont pas reçu du législateur un régime de constitution détaillé, présentent également des traits de souplesse qu'il convient d'examiner (§ 2).

⁵²² En ce sens, V. L. AYNES et G. KOLIFRATH, « Les remises en pleine propriété à titre de garantie : confirmation de la licéité des cessions fiduciaires en droit français ? », in « Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », *D. affaires* 1998, p. 1573 ; P. GISSINGER, « L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », in *La modernisation des activités financières*, Th. BONNEAU (ss dir.), GLN Joly, 1996, n° 380.

⁵²³ Par un arrêt du 7 mars 1995, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a considéré que « *les formalités prévues par l'article 29 ne constituaient pas des conditions de validité du contrat de gage, l'absence de certaines d'entre elles n'interdit pas au juge de vérifier l'existence d'un tel contrat, en recherchant si les valeurs mobilières, dont il est allégué qu'elles ont été données en gage, ont été effectivement conservées par un tiers convenu entre les parties* » : *Bull. civ. IV*, n° 73 ; *JCP E* 1995, II 695, note H. HOVASSE ; *D.* 1996, somm., p. 205, obs. S. PIEDELIEVRE ; *Bull. Joly* 1995, p. 674, note P. LE CANNU ; *Rev. sociétés* 1995, p. 743, note M. JEANTIN.

⁵²⁴ P. GISSINGER, « L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », préc., spéc. n° 381.

⁵²⁵ D. BUREAU, « Le gage-espèces : une sûreté atteignant sa maturité », *Droit et patrimoine* n° 77, 1999, p. 22, spéc. p. 28. V. également : M. CABRILLAC, « Les sûretés conventionnelles sur l'argent », in *Mélanges offerts à Jean Derruppé*, GLN Joly/Litec, 1991, n° 15.

§ 1 La souplesse dans le régime de constitution des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

205. Se plaçant dans le sillage de la loi n° 83-A du 3 janvier 1983, la réforme apportée par la loi sur la modernisation des activités financières a posé la pierre angulaire de la mise en place de sûretés souples. La directive 2002/47/CE s'intègre aisément dans le cadre législatif existant, du moins pour ce qui est de la souplesse des modalités de constitution des garanties financières. Cette directive ne s'est d'ailleurs pas fixé comme objectif de modifier les règles de constitution des garanties financières. Selon son article 1.5, al. 1^{er}, la directive s'applique « *une fois que la garantie financière a été constituée et que cette constitution peut être attestée par écrit* ». Ceci n'a cependant pas empêché la directive *Collateral* de poser un certain nombre de principes importants pour le régime de constitution des contrats de garantie financière, qui contribuent à son allègement tout en maintenant une lecture bicéphale entre propriétés-garanties et nantissements. Le droit français a consacré cet allègement en débarrassant les garanties des obligations financières de l'essentiel des formalités (A). La nature des garanties des obligations financières exige cependant d'examiner non seulement le régime de constitution spécial qui leur est consacré dans les textes, mais également l'articulation de ce régime avec les régimes de constitution des garanties sur lesquels la garantie des obligations financières s'appuie (B).

A. Les règles applicables à la garantie des obligations financières de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

206. L'ordonnance du 24 février 2005 a introduit un régime de constitution résolument simplifié⁵²⁶. Il vise, conformément aux principes de la directive *Collateral*, à lever les formalités pour la constitution des garanties des obligations financières entre entités éligibles (professionnels du secteur financier ou personnes publiques), ainsi que dans le cadre des systèmes de règlement interbancaire ou de règlement et de livraison. Cette simplification touche principalement à l'allègement substantiel des formalités de

⁵²⁶ Les couleurs ont été annoncées dès le titre de cette ordonnance : ord. n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière.

constitution (1). Mais l'allègement des formalités de constitution n'est pas le seul apport de souplesse de l'ordonnance (2).

1. Absence de formalités pour les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.

207. L'article L. 211-38 prévoit deux régimes différents pour la constitution des garanties des obligations financières. Ces régimes sont mentionnés aux paragraphes I et II de l'article L. 211-38. Dans l'architecture de l'article L. 211-38, le paragraphe I concerne les garanties des obligations financières mentionnées à l'article L. 211-36, alors que le paragraphe 2 II porte sur les obligations financières mentionnées aux 2° et 3° de l'article L. 211-36. Deux régimes distincts sont ainsi assignés à chacun des deux paragraphes, le critère de distinction entre ces deux régimes étant la qualité des parties. Les formalités de constitution des garanties des obligations financières seront plus ou moins simplifiées selon qu'il y ait des entités réglementées ou non parmi les parties à la garantie. Ainsi, au régime général prévu au paragraphe I de l'article L. 211-38 (a) s'ajoute un régime spécifique aux rapports mettant en compte des entités éligibles (b).

a) Le régime général d'allègement des formalités

208. **Portée de la règle énoncée au paragraphe I de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.** Le paragraphe I de l'article L. 211-38 permet aux parties de prévoir des remises en pleine propriété opposables aux tiers sans formalité. La question se pose alors de savoir quelle est la portée de cet article et de quelles formalités il pourrait s'agir. Nous pensons que cette absence de formalités devrait se lire à la lumière des dispositions de la directive *Collateral*, qui considère que « *la constitution d'une garantie financière dans le cadre d'un contrat de garantie financière ne devrait pas être subordonnée à l'accomplissement d'un acte formel tel que l'établissement d'un document sous une forme spécifique ou d'une manière particulière, l'enregistrement auprès d'un organisme officiel ou public ou l'inscription dans un registre public, la publicité dans un journal ou une revue, dans un registre ou une publication officiels ou sous toute autre forme, la notification à un officier public ou la*

fourniture, sous une forme particulière, de preuves concernant la date d'établissement d'un document ou d'un instrument, le montant des obligations financières couvertes ou tout autre sujet »⁵²⁷. D'ailleurs, la directive a bien pris le soin de préciser que « *les actes requis conformément au droit d'un Etat membre en tant que condition nécessaire au transfert ou à la constitution de sûreté sur des instruments financiers, autres que les instruments financiers transmissibles par inscription en compte, tels que l'endossement dans le cas de titres à ordre, ou à l'enregistrement sur le registre de l'émetteur lorsqu'il s'agit de titres nominatifs, ne doivent pas être considérés comme des actes formels* »⁵²⁸.

L'article L. 211-38 reprend cette disposition en énonçant : « *A titre de garantie des obligations financières présentes ou futures mentionnées à l'article L. 211-36, les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalités, d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits [...]* ». Nous avons eu l'occasion précédemment d'examiner la formule employée par cet article opère. Nous avons à ce titre marqué nos réserves sur la distinction qu'il opère entre les remises en pleine propriété et la constitution de sûretés, qui laisse penser que les remises en pleine propriété ne peuvent être constitutives de sûretés. En plus de cette distinction malheureuse, la rédaction de cette disposition laisse planer un doute sur le fait de savoir si le principe d'absence de formalités qu'elle édicte concerne les seules remises en pleine propriété, ou si elles s'appliquent également aux constitutions de sûretés, ce qui aurait pour conséquence d'alléger leurs régimes de constitution. Notons d'emblée que l'article L. 211-38 a repris ici une disposition qui existait déjà sous l'ancien article L. 431-7, al. 5, et que la doctrine s'accordait à considérer que seules les remises en pleine propriété étaient exonérées de toute formalités.

La lecture du paragraphe II de l'article L. 211-38 confirme, dans un raisonnement *a contrario*, que la distinction que le premier paragraphe opère est effectivement une distinction entre, d'une part, les remises en pleine propriété pour lesquelles les formalités sont levées, et, d'autre part, les sûretés qui continuent à avoir leur régime normal s'appliquer. Ce paragraphe énonce en effet, que « *lorsque les garanties mentionnées au I sont relatives aux obligations financières mentionnées aux 2° et 3° de l'article L. 211-36 : 1° La constitution de telles garanties et leur opposabilité ne sont*

⁵²⁷ Considérant n° 10 de la directive 2002/47/CE.

⁵²⁸ *Idem* (souligné par nos soins).

subordonnées à aucune formalité. Elles résultent du transfert des biens et droits en cause, de la dépossession du constituant ou de leur contrôle par le bénéficiaire ou par une personne agissant pour son compte ». L'article L. 211-38 porte ainsi une innovation importante en permettant, dans l'hypothèse où les garanties mentionnées au I sont relatives aux obligations financières mentionnées aux 2° et 3° de l'article L. 211-36, d'exonérer de toute formalité la constitution de sûretés aussi bien que les remises en pleine propriété.

b) Le régime d'allègement des formalités pour les entités éligibles

209. Le paragraphe II de l'article L. 211-38 prévoit pour les entités réglementées et les entités publiques une levée des formalités de constitution des garanties (i), mais contrebalance cette levée des formalités par l'exigence d'un écrit (ii).

i) Le principe de levée des formalités

210. **Régime de constitution des garanties du paragraphe II de l'article L. 211-38.** L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier prévoit un régime à deux vitesses qui prend pour critère discriminatoire la qualité des parties à la garantie. Alors que les règles d'immunité et de sécurité bénéficient indistinctement à toutes les garanties quelles qu'en soient les parties, l'article L. 211-38 réserve un régime plus flexible pour les obligations financières entre contreparties réglementées du secteur financier et/ou public ainsi qu'à celles des systèmes de règlement interbancaire et de règlement livraison, que nous désignerons par « entités éligibles ». Le régime prévu au paragraphe II concerne les contrats conclus entre des entités éligibles. Il n'opère pas de distinction selon la technique de garantie utilisée, et ne subordonne ces garanties à aucune formalité. Ainsi, le recours à des instruments de remise particuliers tels que les comptes spéciaux ou la technique du « *earmarking* » n'est pas exigé. L'absence de formalités emporte également l'absence d'obligation pour les parties de prévenir les tiers par des publications légales des accords de garantie qui les lient⁵²⁹. Par ailleurs, la constitution de ces garanties ne donne pas lieu à un droit de timbre. De fait, lorsque les

⁵²⁹ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 44.

garanties sont relatives aux obligations financières de l'article L. 211-36, I, 2° et 3°, l'article L. 211-38, II prévoit une réduction très importante des formalités de constitution. Le transfert des biens et droits en cause, la seule dépossession du constituant ou leur seul contrôle par le bénéficiaire ou par une personne agissant pour son compte suffit pour constituer la garantie. Seule l'identification de ces biens et droits est exigée. La dépossession par le constituant ou le contrôle des biens et droits en question par le bénéficiaire ou par une personne agissant pour son compte doivent cependant pouvoir être attestés par écrit.

ii) Le maintien de l'exigence d'un écrit

211. **Un régime à deux vitesses.** Le premier paragraphe de l'article L. 211-38 est muet sur l'exigence d'un écrit. De fait, le principe de liberté contractuelle et la règle *solo consensu* devraient s'appliquer comme dans toute matière commerciale⁵³⁰. En revanche, s'agissant du régime exorbitant énoncé au paragraphe II de l'article L. 211-38 relatif à l'hypothèse où les garanties mentionnées au I sont relatives aux obligations financières mentionnées aux 2° et 3° de l'article L. 211-36, un écrit est nécessaire. Cependant la valeur de cette exigence reste à démontrer. Le 2° du paragraphe II de l'article L. 211-38 a repris à son tour l'exigence d'un écrit en transposant la règle posée par l'article 5.1, alinéa 3, de la directive qui énonce que : « *la directive s'applique aux contrats de garantie financière si le contrat en question peut être attesté par écrit ou par tout autre moyen juridique équivalent* ». Il énonce ainsi : « *L'identification des biens et droits en cause, leur transfert, la dépossession du constituant ou le contrôle par le bénéficiaire doivent pouvoir être attestés par écrit* ». Cette exigence de forme, maintenue par l'article L. 211-38, tient à la conservation d'une « traçabilité » écrite afin de prouver l'existence de la garantie⁵³¹. Cette exigence est en ligne avec ce que la directive préconisait. L'article 1.5 de la directive *Collateral* énonce que : « *L'écrit attestant la constitution d'instruments financiers ou d'espèces en garantie doit permettre l'identification des actifs faisant l'objet de cette constitution. A cette fin, il suffit de prouver que la garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte a été portée au crédit du compte pertinent ou constitue un crédit*

⁵³⁰ Il en est ainsi notamment en matière de gages commerciaux.

⁵³¹ M.-E. TERRET, préc.

sur ce compte et que la garantie en espèces a été portée au crédit d'un compte désigné ou constitue un crédit sur ce compte ».

212. **La teneur de l'exigence d'un écrit.** La notion d'écrit au sens de la directive *Collateral* comprend celle d'écrit électronique⁵³². La référence qu'opère son article 5.1, alinéa 3 à un écrit ou à « *tout autre moyen juridique équivalent* » est plus délicate et mérite d'être clarifiée. On s'était interrogé sur l'intention de ses auteurs quant à ce que doit ou peut être le moyen équivalent auquel il y est fait référence⁵³³. Il est probable qu'une telle formule ait été ajoutée afin d'éviter tout débat sur l'éligibilité ou pas d'une garantie constituée par un écrit électronique ou par tout autre moyen⁵³⁴. Cependant, au vu du droit actuel, notamment depuis la loi n° 2000-230 du 13 mars 2000, et au regard des articles 1316-1 et 1316-4 du Code civil, cette formule est inutile⁵³⁵. En outre, ce paragraphe apportant une innovation importante en droit français permet, pour les garanties constituées entre des parties publiques ou régulées, une réduction importante des formalités de constitution, ne maintenant d'autre formalité que la possibilité d'une attestation par écrit qui pourra être effectuée de manière électronique⁵³⁶.

213. **La portée de l'exigence d'un écrit.** L'exigence d'un écrit fait-elle du contrat de garantie visé par la directive un contrat solennel ? Cette question est pertinente notamment du fait que le gage commercial ne connaisse pas une telle exigence, sa preuve étant libre⁵³⁷. Pour la directive, l'écrit doit constater que les espèces ou les instruments financiers sont présents sur le compte adéquat. L'inscription en compte est un moyen d'identification des actifs, ce qui est en ligne avec les dispositions du code de commerce relatives au gage commercial⁵³⁸. L'inscription en compte ne peut cependant

⁵³² L'article 2.3 énonce que « *Toute référence à la notion d'"écrit" dans la présente directive inclut les documents sous forme électronique et tout autre support durable* ».

⁵³³ « *Je ne pense pas qu'il soit possible de trouver un moyen juridique équivalent, au sens de l'article 5.1, alinéa 3, qui ne se matérialise pas à tout le moins en une forme électronique ou tout autre support durable au sens de l'article 2.3.* » : F. T'KINT, « La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », préc.

⁵³⁴ Rappelons à cet effet le considérant 11 de la directive *Collateral* qui dispose : « *En outre, la présente directive ne devrait protéger que les contrats de garantie financière qui peuvent être attestés. Ces contrats peuvent être attestés par écrit ou de toute autre manière juridiquement contraignante prévue par la loi qui leur est applicable* ».

⁵³⁵ D'ailleurs la redondance de cette disposition a été soulignée en doctrine belge : F. T'KINT, préc.

⁵³⁶ Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 7.

⁵³⁷ L'écrit est nécessaire en France, mais également au Luxembourg, en Belgique pour le gage civil.

⁵³⁸ On retrouve d'ailleurs les mêmes dispositions dans les Code belge et luxembourgeois.

pas être assimilée à l'écrit requis. En outre, l'allègement du formalisme n'est pas le seul apport de souplesse que l'ordonnance du 24 février 2005 a permis aux garanties des obligations financières : le régime de constitution a bénéficié d'une flexibilité au-delà des aspects formels.

2. Autres mesures permettant une flexibilité dans la constitution des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

214. **Les innovations du régime.** L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier dans l'optique de simplification de la constitution des garanties des obligations financières a permis la prise de garanties pour des obligations futures, et sans besoin de référence à une convention-cadre ou au règlement général de l'autorité des marchés financiers.

Une autre innovation contenue dans le paragraphe I de l'article L. 211-38 concerne les obligations en garantie desquelles la garantie est prise. Ce paragraphe prévoit que le domaine d'application des garanties des obligations financières couvre les obligations financières présentes ou futures mentionnées à l'article L. 211-36. Il permet ainsi de prendre la garantie pour toute obligation présente ou future. Cette disposition se place ainsi dans la ligne préconisée par la directive *Collateral* à l'article 2.1.f.i. qui prévoit que les obligations financières couvertes peuvent consister totalement ou partiellement « *en obligations présentes qu'elles soient assorties d'un terme ou d'une condition, ainsi que les obligations futures (y compris les obligations découlant d'un accord-cadre ou de dispositions similaires)* ».

Par ailleurs, en application des règles édictées par le paragraphe précité de la directive *Collateral*, le régime de constitution des garanties de l'article L. 211-38 est purgé de la référence à une convention-cadre de place qui existait dans le régime préalable de l'article L. 431-7 al. 5 du Code monétaire et financier. L'intérêt de cette mesure est de permettre une plus grande souplesse dans la constitution des garanties des obligations financières, ce qu'a souligné la loi de ratification de l'ordonnance du 24 février 2005 lorsqu'il souligne que l'ordonnance emporte « *un allègement des formalités attachées à la constitution [...] de ces garanties, notamment par l'abandon de l'obligation de se référer aux conventions-cadres de place ; le recours aux conventions-*

cadres reste possible mais devient optionnel »⁵³⁹. Une des applications importantes qui n'aurait pas pu être réalisées sans la levée de cette condition, réside dans le recours aux garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier dans le cadre d'opérations sur instruments financiers issues d'une relation de *prime brokerage*⁵⁴⁰.

B. Articulation des règles de constitution des garanties de l'article L. 211-38 avec les régimes de constitution des garanties sous-jacentes

215. Les formes de garantie utilisées dans le domaine financier bénéficiaient déjà d'un formalisme allégé préalablement à l'adoption de l'ordonnance du 24 février 2005⁵⁴¹. Or les garanties sur lesquelles s'appuie le régime de l'article L. 211-38 peuvent toutefois présenter certaines spécificités relatives à leur constitution, qui diffèrent sensiblement selon qu'il s'agit de garanties prenant la forme de nantissements ou de garanties prenant la forme de transfert de propriété. Il faudrait dès lors examiner les particularités, lorsqu'elles existent, dans les régimes de constitution des différentes sûretés (1) ainsi que des différents régimes de remises en pleine propriété (2) constitutifs de garanties au titre de l'article L. 211-38.

1. Le régime applicable à la « constitution de sûreté » au sens de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

216. L'ordonnance du 24 février 2005 ne s'est pas attaquée au régime de constitution du nantissement de compte-titres. Elle a cependant ouvert une possibilité de cumul entre deux régimes, celui des garanties financières prévu à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier et ceux des sûretés auxquelles il se réfère, parmi lesquelles se trouvent les mécanismes de garantie que nous avons évoqués précédemment. Il est dès lors judicieux de s'interroger sur les conditions de formation qui s'appliqueraient à chacun de ces mécanismes, en particulier, compte tenu de la spécificité du régime de chacun. La doctrine souligne que les sûretés sont constituées

⁵³⁹ Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 5.

⁵⁴⁰ S. PUEL, « *Prime brokerage* : la réglementation évolue », *Banque stratégie* n° 224, mars 2005, p. 13.

⁵⁴¹ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 49.

selon leur régime de droit commun⁵⁴². Il a été observé qu'à la veille de l'adoption de l'ordonnance du 24 février 2005, « *seul le gage de compte d'instruments financiers requérait un certain formalisme : à la constitution, le dépôt des titres sur un compte spécialement affecté au nantissement ou tout au moins un "ear-marking" ; pendant la durée du gage CIF, une interdiction de la réutilisation des titres remis en gage ; et, enfin, au moment de la réalisation, une mise en demeure préalable du débiteur, voire du teneur de compte* »⁵⁴³.

a) Le nantissement de compte-titres constitué en application du régime général de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.

217. L'article L. 211-38 qui prévoit la possibilité de constituer des garanties financières par constitution de sûreté ajoute par ailleurs que les garanties financières sont libres de tout formalisme. L'article L. 211-38 est un texte général qui pose des conditions *a minima*, et qu'il laisse la porte ouverte à différentes formes spéciales de garanties pour venir sous son régime. Ce qu'on doit entendre par la constitution de sûreté, c'est la constitution de nantissements, dont principalement le nantissement de compte-titres⁵⁴⁴. De fait, se pose la question de savoir ce qu'il advient des formalités inhérentes à ces sûretés, qui trouveraient à s'appliquer par renvoi de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Plus précisément, et en l'état actuel du droit positif, qu'en est-il des formalités de déclaration du nantissement de compte-titres – condition de validité, rappelons-le – lorsque ce nantissement épouse le régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier ? L'analyse du texte même de l'article L. 211-38 ne permet pas de trancher cette discussion. En effet, comme nous l'avons déjà souligné, le premier paragraphe de cet article évoque l'idée d'opposabilité aux tiers sans formalités, ce qui signifierait, eu égard au caractère clair et direct de la formule, que tout formalisme devrait être proscrit. Il reste toutefois légitime de se demander si l'opposabilité sans formalités dont il est question ici ne concerne que les remises en pleine propriété, puisque cette disposition affirme que « *les parties peuvent prévoir des*

⁵⁴² F. AUCKENTHALER, « Instruments financiers à terme », *JurisClasseur Banque Crédit Bourse*, fasc. 2050, n° 99.

⁵⁴³ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 49.

⁵⁴⁴ V. Les développements du chapitre premier où nous avons démontré que les sûretés en question sont les sûretés réelles existantes, telles que reconnues en droit français.

remises en pleine propriété, opposables au tiers sans formalités, de valeurs, instruments financiers... ». Le second paragraphe, qui traite d'une hypothèse au champ d'application différent de celle prévue au premier, se limite aux garanties données entre entités éligibles. Cette disposition laisse perplexe quant aux garanties auxquelles la dispense de formalités s'applique, puisqu'il y est énoncé, indistinctement, que la « *constitution de telles garanties et leur opposabilité ne sont subordonnées à aucune formalité* ». Dans le doute, nous pensons que le paragraphe II de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, qui n'a pas institué une forme nouvelle de garantie, devrait s'appliquer indistinctement aux remises en pleine propriété et aux constitutions de sûretés. Certes la question est récente, puisque la garantie financière n'a été introduite qu'en 2005. Il existe cependant des analogies importantes avec la discussion autour de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, dans sa rédaction antérieure à l'ordonnance du 24 février 2005. L'article L. 431-7 dans son alinéa 5 se référait à la constitution de sûreté. Et, lorsque la sûreté dont il s'agissait n'était autre que le gage de compte d'instruments financiers, la doctrine a estimé qu'il n'y avait pas lieu de déroger aux conditions de formation de cette sûreté spéciale, du simple fait qu'elle fût visée par l'hypothèse de l'article L. 431-7, al. 5 du Code monétaire et financier⁵⁴⁵. Ainsi, à suivre ce raisonnement, la formalité de déclaration que prévoit l'article L. 211-20 pour la constitution du nantissement de compte-titres ainsi que toutes les règles que le décret n° 97-509 du 21 mai 1997 exige de respecter devaient rester de rigueur nonobstant la vocation de cette sûreté à rentrer dans le moule de la sûreté à laquelle renvoie l'article L. 431-7, al. 5. Il faudrait néanmoins noter que l'analogie entre l'article L. 211-38 et l'ancien article L. 431-7 mérite d'être nuancée, étant donné que le premier de ces deux textes met en place une notion nouvelle, alors que le second évoquait simplement un contexte d'application, celui du *global netting* principalement. En outre, la *ratio legis* derrière l'adoption de l'article L. 211-38 qui cherche à instituer un droit dérogatoire devrait permettre la levée des formalités prévues pour les garanties des obligations financières consenties dans un rapport mettant en cause deux entités réglementées. La disposition nous semble suffisamment claire pour ne pas admettre de distinctions quant à la finalité des formalités de constitution en question.

⁵⁴⁵ S. PLAIS, « Réflexion sur le gage de compte d'instruments financiers en couverture d'opérations de dérivés de gré à gré », préc., spéc. p. 5.

b) Le gage-espèces constitué en application du régime général de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.

218. Nous avons déjà souligné que le gage-espèces était l'une des sûretés les plus usitées dans les transactions financières en raison de la souplesse de sa constitution et de la sécurité qu'elle procure, du fait notamment que l'objet de la garantie ne soit autre que l'instrument de valeur qu'est la monnaie.

219. **Textes applicables au gage-espèces.** La réforme du droit des sûretés introduite par l'ordonnance du 23 mars 2006 n'a pas consacré un régime juridique spécifique au gage-espèces. Le nouveau dispositif issu de l'ordonnance du 23 mars 2006 fournit peu d'indications pour ce qui est du nantissement de meubles incorporels autres que les créances. Pour ces nantissements, l'alinéa 5 du nouvel article 2355 du Code civil se borne à renvoyer « *aux règles prévues pour le gage des meubles corporels* ». La réforme a cependant fourni, à l'article 2341 du Code civil concernant le gage de choses fongibles, un cadre général dans lequel cette institution pourrait trouver une base légale.

220. **Quel formalisme pour le gage-espèces.** Le gage-espèces, né de la pratique et consacré par la jurisprudence, est dénué de tout formalisme. La Cour de cassation a eu l'occasion d'affirmer que la dépossession y résulte du virement des sommes sur un compte interne de la banque gagiste⁵⁴⁶. Depuis la réforme du droit des sûretés par l'ordonnance du 23 mars 2006, du fait du renvoi effectué par l'article 2355 aux règles du gage de meubles corporels, l'article 2336 du Code civil devrait trouver à s'appliquer en matière de gage-espèces. Suivant cet article, le gage est parfait par l'établissement d'un écrit contenant la désignation de la dette garantie, la quantité des biens donnés en gage ainsi que leur espèce ou leur nature. La constitution d'un écrit semble alors incontournable pour les garanties des obligations financières prenant la forme d'un gage-espèces. La combinaison tant avec le premier paragraphe qu'avec le paragraphe II de l'article L. 211-38 ne devrait dès lors pas poser des difficultés ni entraîner l'application de formalités additionnelles. L'écrit pourrait néanmoins s'avérer nécessaire compte tenu du fait que le régime introduit par la réforme, si la convention

⁵⁴⁶ V. Cass. com., 23 avr. 2003, *JCP E* 2003, 1116, note D. SCHMIDT et M. DELESPAUL ; *RD bancaire et fin.* 2003, p. 291.

ne stipule pas que les choses remises en gage doivent être isolées des choses de même nature appartenant au créancier gagiste, le créancier gagiste, par la force de la loi, acquiert la propriété de la chose à charge pour lui de la restituer à l'équivalent. Notons pour finir que le régime devrait cependant être distingué du régime applicable au gage de compte d'espèces⁵⁴⁷. Le nantissement du solde d'un compte d'espèces ne s'identifie pas avec un nantissement de monnaie scripturale. Il est prévu à l'article 2360 du Code civil en tant que nantissement d'une créance (la créance de remboursement) : « *Lorsque le nantissement porte sur un compte, la créance nantie s'entend du solde créditeur, provisoire ou définitif, au jour de la réalisation de la sûreté* ». Mais le texte ne prévoit pas de dispositions particulières relatives à la constitution d'un tel nantissement.

c) Le nantissement de créance constitué en application du régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.

221. La constitution de garanties prenant pour assiette des créances. La possibilité d'utiliser les créances comme levier présente un intérêt économique important pour les opérateurs. MM. Cabrillac et Mouly observent que « *cet élément patrimonial qu'est la créance de somme d'argent est d'autant plus voué à servir le crédit de son titulaire que celui-ci ne peut en tirer aucune utilité jusqu'à l'échéance* »⁵⁴⁸. Le nantissement de créances constitué en application du régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier peut prendre des deux formes différentes en droit français : celle prévue par le droit commun dans le Code civil, et celle relative au nantissement des créances professionnelles par bordereau *Dailly*. Le nantissement des créances professionnelles a été délaissé par les professionnels en faveur de la cession de créances professionnelles bien plus intéressante pour le preneur⁵⁴⁹. Elle ne sera de ce fait pas abordée. Seul le nantissement de créance conformément au régime prévu par les articles 2355 à 2366 du Code civil peut épouser le régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. L'article 2356 du Code civil pose la condition que les créances garanties et les créances nanties soient

⁵⁴⁷ V. Cass. com., 23 avr. 2003, préc. – CA Montpellier, 1^{er} ch. B, 4 mars 2003, *JurisData* n° 2003-216256.

⁵⁴⁸ M. CABRILLAC, Ch. MOULY, S. CABRILLAC, et Ph. PETEL, *Droit des sûretés*, 9e éd., Litec, 2010, n° 774, p. 580.

⁵⁴⁹ M. CABRILLAC, Ch. MOULY, S. CABRILLAC, et Ph. PETEL, *Droit des sûretés*, 9e éd., Litec, 2010, n° 775, p. 582.

désignées dans l'acte de constitution. Il s'agit là de la seule exigence de forme prévue par le Code civil. Il revient aux parties de veiller à ce que l'acte de constitution contienne le plus de précisions possible⁵⁵⁰. Il appartient également aux parties de choisir le mode d'identification des créances nanties et de désignation des obligations garanties. Cette identification peut être effectuée dans l'acte de constitution de la sûreté, ou dans un acte distinct en tenant compte toutefois des indications que la loi donne sur le mode d'identification : « *Si elles sont futures, l'acte doit permettre leur individualisation ou contenir des éléments permettant celle-ci tels que l'indication du débiteur, le lieu de paiement, le montant des créances ou leur évaluation et, s'il y a lieu, leur échéance* »⁵⁵¹. En pratique, cela rend le recours à un écrit *de facto* incontournable.

222. L'articulation des garanties sur créances avec le régime de l'article L. 211-38. Conformément à la règle énoncée à l'article L. 211-38, I paragraphe, les garanties financières qui sont consenties sous forme de sûretés dans un rapport contractuel entre deux parties dont l'une seulement est une entité réglementée éligible doivent être constituées selon les règles de droit commun applicables à la sûreté concernée⁵⁵². De fait, les règles de constitution de droit commun énoncées ci-haut trouveront à s'appliquer, et le régime de la garantie de l'article L. 211-38 n'aura pas pour impact d'alléger les modalités de constitution. Le paragraphe II de l'article L. 211-38 permet, lorsque les garanties financières sont consenties entre entités réglementées éligibles, de ne subordonner à aucune formalité la constitution des garanties sous forme de sûretés ainsi que leur opposabilité. Dès lors, la constitution des garanties prises sous forme de nantissements de créances et leur opposabilité résultent « *du seul transfert du bien et des droits en cause, de la dépossession du constituant ou du contrôle par le bénéficiaire ou par une personne agissant pour son compte et, bien entendu, de la suffisante identification des biens et droits en cause* »⁵⁵³. Ainsi, comme pour le régime du nantissement de compte-titres, le régime de droit commun du nantissement de créance cède le pas au régime sans formalités prévu pour les garanties des obligations financières consenties dans un rapport mettant en cause deux entités réglementées.

⁵⁵⁰ Il en est ainsi notamment des précisions relatives à la durée de la garantie et à son étendue.

⁵⁵¹ Article 2356 du Code civil.

⁵⁵² X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT, « L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », préc.

⁵⁵³ *Ibid.*

Qu'il s'agisse d'un formalisme *ad validitatem* ou *ad probationem*, le régime de la garantie des obligations financières emporte exemption de telles formalités dès lors qu'on se trouve dans l'hypothèse prévue à l'article L. 211-38, II du Code monétaire et financier. Il faut cependant noter un retour en arrière de la législation européenne sur ce point. En effet, la directive n° 2009/44/CE du 6 mai 2009 modifiant la directive *Collateral* admet désormais qu'un régime plus restrictif puisse s'appliquer en matière de contrats de garantie financière portant sur des créances privées et conclus entre entités éligibles. Ainsi, cette directive rajoute à l'article 3 de la directive *Collateral* le paragraphe suivant : « *les Etats membres peuvent exiger l'accomplissement d'un acte formel, tel que l'enregistrement ou la notification, à des fins de conclusion, de priorité, d'opposabilité ou d'admissibilité à titre de preuve à l'égard du débiteur et/ou de tiers* ». En l'état actuel du droit français, et notamment de la rédaction actuelle de l'article L. 211-38, II, il serait difficile de soutenir que les formalités ainsi décrites devraient à nouveau trouver à s'appliquer. Mais un « *retour en arrière* »⁵⁵⁴ sur ce point semble inévitable pour mettre le droit français en ligne avec la directive 2009/44/CE. De ce fait, les formalités de notification devront trouver à s'appliquer à nouveau et il faut s'attendre à voir l'article L. 211-38, II modifié de sorte à prévoir un aménagement allant dans le sens du nouvel article 3 de la directive *Collateral*.

2. Les remises en pleine propriété constituées en application du régime général de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.

223. Afin de mieux comprendre le régime actuel de constitution des remises en pleine propriété (b), il est utile d'examiner, en premier lieu, le régime de constitution de certaines remises en pleine propriété, antérieurement à la transposition en droit français de la directive *Collateral* (a).

a) Régime antérieur à la transposition de la directive Collateral

224. **Une opposabilité sans formalités des propriétés-garanties.** Comme l'observe M. Crocq, « *s'agissant des fiducies-sûretés consacrées par le législateur*

⁵⁵⁴ V. sur ce point, S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 118, p. 24.

depuis 1992, la voie de l'uniformisation dans le sens d'une opposabilité sans contrainte est déjà tracée et le pas est même déjà franchi par le droit français »⁵⁵⁵. Contrairement aux sûretés réelles traditionnelles, les remises en pleine propriété, avec le crédit-bail et la réserve de propriété, bénéficient d'une opposabilité immédiate aux tiers car elles ne nécessitent ni publicité, ni dépossession. La notification de la cession au débiteur cédé, obligatoire en droit commun issu de l'article 1690 du Code civil, est levée pour les cessions *Dailly*. Bien que la référence aux créances ait été antérieure à l'ordonnance du 24 février 2005, le dispositif introduit par l'ordonnance a apporté une simplification importante pour la constitution et l'opposabilité des garanties prenant pour assiette des créances, notamment lorsqu'on se place sous le régime du paragraphe II de l'article L. 211-38. En droit commun, l'ancien texte subordonnait l'opposabilité de la cession à la condition de l'accord du cédé. Le nouveau texte prévoit que la cession est opposable aux tiers du fait de sa notification au débiteur. La cession des créances n'est ainsi pas une cession totalement simplifiée puisque la notification au débiteur cédé est exigée : c'est là une différence avec d'autres formes de cessions de créances connues en droit français, dont principalement la cession *Dailly*⁵⁵⁶. La cession *Dailly* jouit d'une opposabilité aux tiers dès la date portée sur le bordereau qui la constate. L'exigence d'un écrit établi au plus tard au moment de la livraison ne constitue pas une formalité de publicité obligatoire⁵⁵⁷.

Il convient de rappeler néanmoins que le législateur français avait consacré, avant même l'entrée en vigueur de la dernière réforme apportée par l'ordonnance du 24 février 2005, une opposabilité sans formalités pour le transfert de propriété à titre de garantie dès sa conclusion. Ceci était valable tant pour la garantie des systèmes de règlement interbancaires et des systèmes de règlement/livraison des instruments financiers, en application de l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier, que pour les garanties des opérations sur instruments financiers bénéficiant du régime de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier⁵⁵⁸. Il en résultait clairement que la remise en garantie s'effectuait sans obligation de respecter une forme particulière et qu'elle n'était pas moins opposable aux tiers. Seule la dépossession effective du constituant était nécessaire.

⁵⁵⁵ P. CROCQ, « Dix ans après : l'évolution récente des propriétés-garanties », préc., p. 350.

⁵⁵⁶ Th. BONNEAU, « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 », préc.

⁵⁵⁷ Cass. com., 11 mai 1993, *Bull. civ. IV*, n° 184.

⁵⁵⁸ P. CROCQ, « Dix ans après : l'évolution récente des propriétés-garanties », préc.

b) Régime actuel de constitution des contrats de garantie financière par remise en pleine propriété

225. Si le principe d'allègement des formalités est commun à toutes les garanties réelles financières (i), le degré de simplification et les modalités de mise en œuvre peuvent cependant varier selon les différentes garanties (ii).

i) Principe

226. Il n'existe pas de régime unifié pour les remises en pleine propriété, mais un ensemble de régimes disparates. Ces régimes ont en commun de ne pas poser de règles particulières pour la constitution des remises en pleine propriété. Or, en l'absence d'indications dans le Code monétaire et financier, l'absence de formalité pour la constitution des remises en pleine propriété doit s'entendre au sens de la directive 2002/47/CE. Comme il a déjà été indiqué, cette directive exclut les actes formels tels que l'enregistrement, l'inscription au greffe ou la publication. En revanche, « *les actes requis conformément au droit d'un Etat membre en tant que condition nécessaire au transfert ou à la constitution de sûreté sur des instruments financiers, autres que les instruments financiers transmissibles par inscription en compte, tels que l'endossement dans le cas de titres à ordre, ou à l'enregistrement sur le registre de l'émetteur lorsqu'il s'agit de titres nominatifs, ne doivent pas être considérés comme des actes formels* ». Certaines règles doivent cependant être observées lors de la constitution des contrats de garantie financière par remise en pleine propriété. Elles résultent principalement de la lettre de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Les seules formalités requises résultent du « transfert » des biens et droits en cause, de la « dépossession » du constituant ou de leur « contrôle » par le bénéficiaire ou par une personne agissant pour son compte. Cette règle ne présente pas d'originalité par rapport à ce que l'on connaît pour d'autres institutions⁵⁵⁹. Il suffit d'une remise, ce qui signifie que les actifs dont la propriété est transmise doivent faire l'objet d'un transfert au créancier⁵⁶⁰. Les

⁵⁵⁹ F. AUCKENTHALER, « Instruments financiers à terme », préc., n° 100.

⁵⁶⁰ F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc., spéc. p. 1804.

instruments financiers inscrits en compte et les espèces doivent donc être virés sur un compte au nom du bénéficiaire ou isolés par un autre procédé comme c'est le cas par exemple pour le nantissement de compte-titres⁵⁶¹.

ii) Modalités de la remise

227. Nous avons souligné que la directive *Collateral* se contente d'énoncer des lignes directrices concernant la constitution des garanties. Les principes énoncés sont sensiblement les mêmes pour les transferts de propriété que pour les constitutions de sûretés. Par ailleurs, le Code monétaire et financier ne fournit pas d'indications sur les modalités de constitution des remises. En l'absence d'indications particulières, les modalités de la remise dépendent de la nature des actifs concernés.

228. **La remise d'actifs scripturaux.** La remise des actifs scripturaux est relativement aisée à effectuer. Pour les instruments financiers et les espèces, la remise se matérialise par l'inscription des actifs affectés en garantie sur le compte du bénéficiaire. Par ailleurs, il résulte de l'article L. 211-7, alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier que le transfert de propriété des titres financiers résulte de leur inscription au compte-titres de l'acquéreur. La formalité de l'inscription en compte de ces titres devrait s'appliquer de manière cumulative avec les modalités spécifiques énoncées à l'article L. 211-38, II⁵⁶².

229. **La remise des effets, créances ou contrats.** Les effets, créances ou contrats tels que prévus à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier ne peuvent par nature faire l'objet d'inscription en compte. Se pose dès lors la question des modalités nécessaires pour leur remise en garantie. Il est généralement admis que le mode de remise des effets est l'endossement. S'agissant d'une modalité de la remise et non d'une formalité, cela ne devrait pas avoir d'impact lorsque la remise s'effectue en application du paragraphe II de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. La

⁵⁶¹ D.-R. MARTIN, « Gage d'instruments financiers », *Dictionnaire Joly bourse et produits financiers*, 1997-2, A.408, mis à jour au 28 févr. 2001.

⁵⁶² S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 118, p. 23-24. L'auteur souligne à cet effet, qu'au final les deux formalités se confondent, à vrai dire, les deux formes se confondront « *car non seulement l'inscription en compte de ces titres constitue un mode classique d'identification de ceux-ci, mais en outre elle permet un transfert, une dépossession et un contrôle par le bénéficiaire de la garantie financière* ».

remise des effets à ordres s'effectue donc par endossement⁵⁶³ même lorsqu'il s'agit d'une garantie des obligations financières. Pour les créances, c'est l'acte de cession qui réalise la remise entre les cocontractants. Un doute peut exister sur la nécessité d'accomplir une notification pour les cessions et le nantissement des créances lorsqu'on se trouve dans l'hypothèse du paragraphe II de l'article L. 211-38. Du reste, les mêmes modalités applicables pour le nantissement de créances devraient trouver à s'appliquer en matière de cession de créances. Comme pour le nantissement de créances, la formalité de notification de la cession au débiteur de la créance nantie, condition d'opposabilité au débiteur et aux tiers en droit civil⁵⁶⁴, se trouve écartée dans l'hypothèse de l'article L. 211-38, II du Code monétaire et financier. Finalement, le Code monétaire et financier ne prévoit pas de règles spécifiques pour régir la cession de contrats. Cette hypothèse couvre en particulier les contrats à terme qui ne font pas partie du champ d'application de la directive *Collateral*. Il faudrait dès lors regarder du côté des règles de droit commun en matière de cession de contrats. Or, il est admis en droit français que l'accord du tiers contractant est nécessaire pour la validité de la cession de contrat⁵⁶⁵. Il serait dès lors logique de penser que l'accord du tiers contractant est nécessaire pour la remise de contrats au sens de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier⁵⁶⁶.

§ 2 La souplesse dans le régime de constitution des garanties réelles financières autres que les garanties des obligations financières

230. D'autres garanties réelles financières jouissent également de régimes simplifiés, notamment du fait qu'elles s'appuient sur la technique du transfert de propriété à titre de garantie. Ces régimes simplifiés ont toujours existé en matière de couverture sur les marchés réglementés (A). On retrouve également des traits identiques dans d'autres garanties réelles financières dont le régime n'est pas défini par la loi (B).

⁵⁶³ F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc., spéc. p. 1804.

⁵⁶⁴ Article 1690 du Code civil.

⁵⁶⁵ Ph. MALAURIE et L. AYNES, *Cours de droit civil, Les obligations*, 6^e éd., Cujas, 1996, n° 790 ; C. JAMIN, « Cession de contrats et consentement du cédé », *D.* 1995, chron., p. 131.

⁵⁶⁶ *Idem.*

A. La souplesse dans le régime de constitution des garanties prenant la forme de transferts de propriété à titre de garantie sur les marchés réglementés

231. La souplesse au niveau des régimes juridiques de garanties est un élément essentiel sur les marchés réglementés. La nature spéculative, notamment des marchés à terme, rend vital le recours à des garanties dont la constitution est simplifiée. Cette souplesse caractérise tant les régimes de constitution des couvertures (1) que les régimes de constitution des pensions de titres (2).

1. La souplesse dans le régime de constitution des couvertures

232. Le régime de constitution des couvertures jouit d'une souplesse considérable. Pour en comprendre la nature et les modalités (b), il convient d'examiner en premier lieu le principe qui le gouverne (a).

a) Principe

233. **Une opposabilité sans formalités.** Nous avons vu que les articles L. 211-38 et L. 330-2 du Code monétaire et financier précisent que la remise en garantie s'effectue sans aucune forme et ajoutent qu'elle est opposable aux tiers sans besoin d'autre formalité. Seule la dépossession effective du constituant est requise. Or, certains auteurs ont souligné que cette règle vaut également pour l'article L. 442-6 du Code monétaire et financier (aujourd'hui devenu article L. 440-7), même si ce texte ne le précise pas expressément⁵⁶⁷. Une analogie entre ces deux textes est-elle pour autant pertinente? La doctrine souligne l'opposition entre la logique du régime général visé à l'article L. 211-38 et celle du régime obligatoire de l'article L. 440-7. Ainsi, M. Vauplane souligne que « *la question ne se pose pas de manière identique pour toutes les couvertures. Pour les couvertures régies par l'article 49 [devenu l'article L. 440-7], et spécialement affectées à la garantie du compte client, le doute quant à la nécessité de rendre le transfert de propriété en garantie opposable aux tiers provient de la contradiction – apparente ? – entre les articles 49 et 52 de la loi de 1996. En*

⁵⁶⁷ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 593, p. 336.

effet, le premier texte ne précise pas, comme le second, que les dépôts de garantie sont opposables aux tiers sans formalités ». L'auteur conclut que c'est un régime d'opposabilité sans formalité qui devrait s'appliquer en matière de couvertures : « *en l'absence d'un contrat autonome et nommé de transfert fiduciaire, il y a lieu, ici comme pour les autres régimes de transferts de propriété à titre de garantie, de n'appliquer que le régime qu'il prévoit sans emprunt aux blocs législatifs (celui du crédit-bail, de la cession Dailly...).* C'est donc, et l'on ne s'en étonnera guère compte tenu de la tendance soulignée en doctrine, un régime d'opposabilité aux tiers sans publicité ni formalité de dépossession qui devrait prévaloir »⁵⁶⁸.

b) Nature et modalités de la remise

234. **La remise, un élément constitutif.** La constitution du dépôt de garantie suppose une remise de biens au créancier, à la chambre ou à l'intermédiaire teneur de compte, souvent appelée « remise initiale »⁵⁶⁹. Les parties doivent se conformer aux prescriptions de la réglementation du marché, ils ne peuvent décider d'un commun accord de la date de la remise. Les règles de LCH.Clearnet SA renvoient à l'article L. 440-7 comme fondement de la constitution du collatéral. L'article 4 de l'Instruction n° I.5-1 prévoit que lorsque l'Adhérent Compensateur fournit son collatéral à LCH.Clearnet SA, directement ou indirectement *via* un mandataire, en fournissant des valeurs mobilières sur un compte appartenant à LCH.Clearnet SA tenu en France, la propriété du collatéral est transférée à LCH.Clearnet SA au moment où le compte de LCH.Clearnet SA est crédité, conformément à l'article L 440-7 du Code monétaire et financier.

235. **Les formalités de constitution des dépôts de garantie de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier.** Les couvertures visées à l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier concernent les dépôts réalisés sur les marchés réglementés, les actifs concernés sont de nature scripturale. La remise se matérialise par une inscription sur le compte ouvert à cet effet auprès de l'intermédiaire ou de la chambre de

⁵⁶⁸ H. de VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », préc., spéc. p. 203.

⁵⁶⁹ I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse préc.

compensation, au nom du titulaire des instruments concernés. Les instruments financiers scripturalisés, ainsi que les espèces, font donc l'objet soit d'un virement sur un compte spécial au nom du bénéficiaire, que les règles de LCH.Clearnet appellent « compte de garantie »⁵⁷⁰, soit d'un « topage » informatique qui permet de les individualiser⁵⁷¹. Le procédé n'est sans doute pas sans rappeler le procédé utilisé pour le nantissement de compte-titres. Les actifs ainsi détenus à titre de collatéral doivent être séparés des autres actifs que l'adhérent compensateur est amené à détenir. Cette obligation de séparation entre les actifs propres et ceux détenus à titre de collatéral est strictement encadrée par les règles de LCH.Clearnet SA. L'article 10, al. 2 de l'Instruction n° I.5-1, dispose que « *les actifs, que les Membres Négociateurs ou les Clients ont déposés auprès de leur Adhérent Compensateur comme Collatéral, peuvent être utilisés uniquement pour couvrir les Positions Ouvertes enregistrées dans les comptes clients de l'Adhérent Compensateur et non celles enregistrées dans le compte maison de cet Adhérent Compensateur, sauf s'il en a été convenu autrement entre les parties* ». L'article L. 440-7 du Code monétaire et financier se contente de préciser que le transfert de propriété des actifs s'opère dès la constitution. Or, la constitution se réalise par la remise des actifs, ce qui permet d'en déduire que la remise est à la fois porteuse d'une création de droits et d'une formalité de conclusion. En ce sens, Mme Riassetto a souligné, à propos de la remise en matière de dépôts de garantie réalisés sur le MATIF, qu'il faut voir dans cette remise une condition de validité du contrat de dépôt de garantie et non un simple abus de langage témoignant de l'existence d'une condition d'opposabilité aux tiers⁵⁷² : « *Pour le contrat de dépôt de garantie des contrats à terme, la thèse de la condition d'opposabilité ne présente d'intérêt que si ce*

⁵⁷⁰ L'alinéa premier de l'article 11 de l'Instruction LCH.Clearnet SA, n° I.5-1, publiée le 15 février 2008, sous une section relative à la constitution du collatéral, prévoit que « *le Collatéral déposé par un Adhérent Compensateur est exclusivement affecté ou enregistré dans les différents comptes de garantie ouverts au nom de cet Adhérent Compensateur.*

Les actifs que les Membres Négociateurs ou les Clients ont déposés auprès de leur Adhérent Compensateur comme Collatéral, peuvent être utilisés uniquement pour couvrir les Positions Ouvertes enregistrées dans les comptes clients de l'Adhérent Compensateur et non celles enregistrées dans le compte maison de cet Adhérent Compensateur, sauf s'il en a été convenu autrement entre les parties ».

⁵⁷¹ En pratique, l'article 15 de l'Instruction LCH.Clearnet SA, n° I.5-1, publiée le 15 février 2008 encadre l'opération de transfert des avoirs d'un compte à l'autre. « *L'Adhérent Compensateur peut transférer son Collatéral en Valeurs Mobilières soit en débitant son propre compte et en créditant celui de LCH.Clearnet SA tenu chez l'un des dépositaires mentionnés à l'annexe 1, soit, en vertu d'un mandat, en demandant à un tiers de débiter son compte et de créditer le compte de LCH.Clearnet SA tenus chez un des dépositaires mentionnés à l'annexe 1* ».

⁵⁷² I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse préc., n° 507, p. 359.

contrat peut valablement exister indépendamment de la remise. Or la considération de ce que le défaut de remise initiale entraîne systématiquement la liquidation d'office du contrat à terme garanti accrédite la thèse de la condition de validité. En effet, quel intérêt y aurait-il à affirmer la validité du contrat de dépôt de garantie en l'absence de remise, alors que le contrat garanti tombe précisément à raison du défaut de remise du dépôt initial dans les délais impartis ? »⁵⁷³. Mme Riassetto conclut sur ce point en affirmant qu' « il est préférable de prendre parti en faveur de la thèse qui tient la remise pour une condition de validité du contrat de dépôt de garantie, ce qui fait de ce contrat un contrat réel »⁵⁷⁴.

2. Le régime de constitution des garanties de l'article L. 211-27 du Code monétaire et financier

236. Selon l'article L. 211-27, la pension est « *l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement ou un fonds commun de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement ou un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de titrisation, moyennant un prix convenu, des titres financiers et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les valeurs, titres ou effets, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenu* ». Il ressort de ce texte que la cession en pleine propriété des titres financiers est le seul élément constitutif de l'opération de pension. Quels sont dès lors les modalités de cette cession ? Les modalités de livraison des titres sont définies à l'article D. 211-15 du Code monétaire et financier. De fait, la livraison effective au cessionnaire ou à son mandataire réalise la cession. Comme dans d'autres hypothèses de transfert de propriété à titre de garantie que nous avons eu l'occasion d'examiner, la nature des actifs détermine les modalités de leur livraison. Ainsi, les effets à ordre doivent être préalablement endossés conformément à l'article L. 511-8 du Code de commerce. Les titres financiers ou effets dématérialisés et ceux matériellement créés, conservés chez un dépositaire central mais circulant par virement de compte à compte doivent faire l'objet, au moment de la mise en pension, d'une

⁵⁷³ *Ibid.*

⁵⁷⁴ *Ibid.*

inscription à un compte ouvert au nom du cessionnaire chez un intermédiaire habilité, chez un dépositaire central ou, le cas échéant, chez l'émetteur.

B. La souplesse dans le régime de constitution des garanties réelles financières autres que les garanties des obligations financières et les couvertures

237. Les régimes de constitution des garanties des articles L. 141-4 et L. 330-2. Nous avons souligné que les articles L. 141-4 et L. 330-2 du Code monétaire et financier n'instituent pas des garanties en tant que telles, mais plutôt des régimes d'immunité supposés s'appliquer aux garanties prises dans certains secteurs et impliquant certains opérateurs. Or, la structure et l'économie des deux textes sont différentes notamment du fait du renvoi opéré par l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier à l'article L. 211-38 du même code.

L'article L. 330-2 ne pose pas de conditions pour la constitution des garanties qu'il prévoit. Il se contente de préciser que *« les règles de fonctionnement, la convention-cadre ou la convention type précisent les modalités de constitution, d'affectation, de réalisation ou d'utilisation des biens ou droits constitués en garantie »*. Rappelons par ailleurs que l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier renvoie à l'article L. 211-38 du même code. De fait, les modalités de constitution de la remise en pleine propriété que nous venons d'exposer pour l'article L. 211-38 trouveront ainsi à s'appliquer. Il faut cependant formuler une réserve sur ce point. Il existe une légère différence entre les actifs couverts par cet article et les actifs couverts par l'article L. 211-38. L'article L. 330-2 se réfère en sus des titres, effets, créances, ou sommes d'argent qui sont également couverts à l'article L. 211-38, aux valeurs. Cette dernière catégorie est difficile à cerner et il n'est pas aisé d'en fournir une interprétation ni du point de vue théorique ni sur le domaine que cela couvre du point de vue pratique.

L'article L. 141-4 du Code monétaire et financier fait une référence aux actifs nantis, cédés en garantie ou autrement constitués en garantie. Rappelons les termes de l'alinéa 2 de l'article L. 141-4, II du Code monétaire et financier : *« L'opposabilité aux tiers et la mise en œuvre des droits des banques centrales nationales membres du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne sur les instruments financiers, effets, créances ou sommes d'argent nantis, cédés en propriété*

ou autrement constitués en garantie à leur profit ne sont pas affectées par l'ouverture des procédures prévues au livre VI du code de commerce ou toute procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ni par aucune procédure civile d'exécution prise sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, ni par l'exercice d'un droit d'opposition ». Il résulte de cette disposition que les garanties visées par l'article L. 141-4 n'ont pas une forme spécifique et cet article ne pose pas de conditions additionnelles aux conditions normalement prévues par les régimes des garanties auxquelles il renvoie. L'article L. 141-4 ne prévoit pas non plus d'allègement des modalités de constitution des garanties qu'il vise, le régime de chaque garantie sous-jacente continue à s'appliquer.

SECTION 2 : LA SOUPLESSE DANS LA RÉALISATION DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES

238. **Traiter la défaillance.** Aucun des textes qui organisent les différentes garanties réelles financières n'a prévu de définition légale de la défaillance⁵⁷⁵. La détermination de ce facteur essentiel pour le déclenchement de la réalisation reste un élément principalement contractuel. Bien que les sûretés visent à prévenir un cas d'inexécution des obligations garanties, la survenance d'un cas de défaillance est traditionnellement considérée comme une anomalie dans le rapport contractuel⁵⁷⁶. Il est alors primordial pour le créancier bénéficiaire d'une sûreté réelle de pouvoir réaliser rapidement les actifs affectés en garantie, cette action devant être encombrée le moins possible par des obstacles posés par les tiers. Les garanties réelles financières, au même titre que toute sûreté, sont supposées donner des satisfactions tangibles aux créanciers⁵⁷⁷. Les éléments qui peuvent constituer des obstacles à la réalisation simplifiée d'une sûreté étant d'ordres différents, nous pouvons en citer les formalités,

⁵⁷⁵ Le Code monétaire et financier se contente d'envisager les conséquences d'une défaillance. Seules les règles de compensation de LCH Clearnet SA définissent la défaillance comme la situation dans laquelle « *l'adhérent compensateur semble être incapable ou sur le point d'être incapable de remplir les obligations découlant d'une ou plusieurs transactions ou ses engagements au titre de la réglementation de la compensation* ».

⁵⁷⁶ Mme Riassetto évoque « *une hypothèse "pathologique" de défaillance du débiteur* » : I. RIASSETTO, thèse préc., n° 601, p. 423.

⁵⁷⁷ H. SYNDET, « Le nantissement de meubles incorporels », *Droit et patrimoine* n° 140, sept. 2005, p. 64.

l'obligation de mise en demeure, le respect d'une période préalable à la réalisation, l'intervention de tiers dans l'évaluation des actifs constituant l'assiette et/ou de la créance, l'intervention d'un officier public ou d'une autorité judiciaire pour autoriser, organiser ou avaliser le procédé de réalisation.

Les garanties réelles financières jouissent de certains avantages dans leur réalisation du fait de leur appui sur le mécanisme de transfert de propriété à titre de garantie (§ 1). La souplesse que ce mécanisme autorise se retrouve dans les régimes de réalisation de toutes les garanties réelles financières. On retrouve ainsi cette souplesse dans le régime de réalisation des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier qui se voit appliquer aux garanties réelles financières sectorielles par l'effet du renvoi qu'opèrent les textes de ces garanties (§ 3). Par ailleurs, les couvertures sur les marchés réglementés ont été les premières à connaître un régime de réalisation simplifié. Ce régime s'articule entre les dispositions du Code monétaire et financier, celles du règlement de l'autorité des marchés financiers et les Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA (§ 2).

§ 1 Intérêt des transferts de propriété à titre de garantie dans la réalisation de la sûreté

239. **Spécificité de la problématique relative aux transferts de propriété à titre de garantie.** Pour déterminer le régime de réalisation il est important de définir au préalable la nature des droits que créent les garanties réelles financières. Le droit créé par les garanties non translatives de propriété ne pose pas de difficultés majeures puisqu'il est assimilé au droit reconnu au bénéficiaire d'un nantissement. Pour ces garanties, le régime des droits du bénéficiaire en cas de dépossession est calqué sur celui du dépositaire. S'il n'y a pas de dépossession, le droit du bénéficiaire risque d'être réduit à un droit de créance, à moins que le nantissement en question n'ait été doté par le législateur d'un droit de rétention fictif, ce que le Code monétaire et financier organise pour le nantissement de compte-titres. En revanche, s'agissant des transferts de propriété à titre de garantie, la question de la réalisation ne se pose pas dans les mêmes termes. Les sûretés qui s'appuient sur un droit de propriété présentent l'avantage de ne pas donner lieu à une exécution telle qu'on l'entend pour les autres

formes de sûretés⁵⁷⁸ puisque les bénéficiaires de ces garanties sont déjà propriétaires avant même la défaillance. La réalisation des garanties réelles financières avec transfert de propriété pose la question de l'étendue du droit réel dont est investi le créancier-bénéficiaire de la garantie. Les textes qui organisent les régimes de ces garanties réelles financières ne sont pas d'une grande aide pour la détermination de la nature des droits qui en découlent. Il importe dès lors de voir si les règles relatives à la fiducie-sûreté de droit commun peuvent trouver à s'appliquer par analogie ou par subsidiarité, du fait de leur caractère général, aux propriétés-garanties du Code monétaire et financier.

240. L'analogie avec les règles applicables à la fiducie de droit commun. M. Vauplane décrit les garanties réelles avec transfert de propriété dans le Code monétaire et financier comme des « *fiducies innomées ou de situations assimilables à une fiducie* »⁵⁷⁹. L'auteur cite M. Barrière qui compare ces techniques à la fiducie et estime qu'il s'agit d'opérations « *qui n'en ont pas la dénomination mais dont le régime en a tous les traits* »⁵⁸⁰. Si les garanties réelles financières fondées sur un transfert de propriété à titre de garantie s'analysent en fiducies-sûretés, il n'est toutefois pas certain que l'analogie avec la fiducie-sûreté de droit commun soit suffisante pour voir appliquer les règles prévues pour la fiducie de droit commun à notre matière. En sus de l'encadrement législatif strict et du formalisme d'enregistrement qui sont propres à la fiducie-sûreté de droit commun et qu'on ne retrouve pas dans les garanties réelles financières, on relève qu'une différence conceptuelle principale existe entre la fiducie de droit commun et les techniques fiduciaires en matière bancaire et financière. Elle tient au fait que seule la fiducie de droit commun conduit à créer un patrimoine d'affectation composé des biens fiduciaires⁵⁸¹. L'étude du régime de la fiducie-sûreté de droit commun révèle par ailleurs qu'elle présente, en matière d'immunité contre les procédures collectives, des traits plus restreints que ceux des garanties réelles financières. En effet comme nous le verrons ultérieurement, les fiducies-sûretés peuvent être paralysées pendant la période d'observation et dans certaines hypothèses en cas d'adoption d'un plan de sauvegarde ou de redressement. En revanche, les

⁵⁷⁸ Il en est ainsi pour la réserve de propriété ou les cessions « Dailly ». Pour la réserve de propriété, il est procédé à la résolution de la vente, alors que dans les cessions « Dailly », il s'effectue une compensation au sein du compte ouvert au nom du cédant dans l'établissement du cessionnaire.

⁵⁷⁹ H. de VAUPLANE, « La fiducie avant la fiducie : le cas du droit bancaire et financier », préc., n° 3.

⁵⁸⁰ F. BARRIERE, « La fiducie », *Bull. Joly Sociétés* 2007, p. 440 [1^{re} partie] et p. 556 [2^e partie].

⁵⁸¹ H. de VAUPLANE, « La fiducie avant la fiducie : le cas du droit bancaire et financier », préc., n°9.

techniques fiduciaires en matière bancaire et financière, même lorsqu'elles bénéficient d'un régime d'immunité face aux procédures collectives, ne conduisent pas à la constitution d'un patrimoine fiduciaire. Elles se contentent d'écarter certains actifs des conséquences d'une faillite. On retiendra avec M. Vauplane que « *les techniques d'aliénation en droit bancaire et financier cherchent avant tout à utiliser les actifs remis en garantie en les confondant dans leur patrimoine propre* »⁵⁸². En cas de survenance d'un cas de défaillance, le créancier-fiduciaire réalise les actifs fiduciaires en faisant passer ces actifs du patrimoine fiduciaire à son patrimoine personnel, ce qui réalise le transfert de la propriété définitive et perpétuelle au créancier⁵⁸³. Or dans cette opération, aussi brève qu'elle soit, qui réalise le passage du patrimoine fiduciaire au patrimoine propre du créancier-fiduciaire réside une différence importante entre la fiducie-sûreté de droit commun et les mécanismes similaires en matière bancaire et financière. Pour ces derniers la loi ne prévoit pas de patrimoine fiduciaire distinct, la réalisation s'effectue sans le passage par une étape de transfert d'un patrimoine à l'autre, les actifs étant déjà dans le patrimoine du créancier bénéficiaire. Cette observation conduit à penser que la réalisation de ces garanties présente une automaticité et une immédiateté plus importantes que celles que la fiducie-sûreté de droit commun peut offrir, et ce du fait de l'absence de l'étape du transfert du patrimoine fiduciaire au patrimoine du bénéficiaire⁵⁸⁴, aussi théorique qu'elle soit.

La spécificité qui a été introduite par l'ordonnance du 30 janvier 2009 pour limiter l'étendue du droit du titulaire d'une propriété fiduciaire n'a jamais été introduite pour les fiducies-sûretés du Code monétaire et financier. De fait, ces règles qui constituent des règles de droit spécial par rapport aux règles de droit commun contenues dans le Code civil ne devraient à ce titre pas se voir appliquer des restrictions propres au droit

⁵⁸² *Idem*, n°17.

⁵⁸³ B. MALLET-BRICOUT, « Quelle efficacité pour la nouvelle fiducie-sûreté ? », *Droit et patrimoine* n° 185, oct. 2009, p. 79.

⁵⁸⁴ Rappelons que pour ce qui est du mécanisme de réalisation en droit commun, il faut distinguer entre le cas où le créancier est lui-même le fiduciaire et le cas où le fiduciaire et le créancier sont deux personnes distinctes. Lorsque le créancier est fiduciaire, la loi prévoit une automaticité dans la réalisation sans pour autant préciser par quel procédé le créancier fiduciaire acquiert la propriété définitive du ou des biens. Le texte se contente d'annoncer que le créancier-fiduciaire acquiert « *la libre disposition du bien ou du droit cédé à titre de garantie* », sans autre formalité spécifique à la fiducie (les formalités propres à certains biens doivent cependant être observées). Lorsque le créancier et le fiduciaire sont deux personnes distinctes, le créancier a le choix entre exiger du fiduciaire la remise des actifs fiduciaires ou exiger la vente de ces actifs et obtenir la remise de tout ou partie du prix, mais il faut que le contrat de fiducie ait prévu cette possibilité : V. à ce sujet, B. MALLET-BRICOUT, « Quelle efficacité pour la nouvelle fiducie-sûreté ? », préc., p. 87.

commun. Ainsi, malgré le caractère supplétif des règles de droit commun, le régime de réalisation des fiducies-sûretés de droit commun ne devrait pas s'appliquer aux mécanismes similaires en matière bancaire et financière, sauf dans la mesure où les règles de celui-là respecteraient les particularités de celles-ci, notamment pour ce qui est de l'automatisme de la réalisation, notamment en matière de couverture, où l'article L. 440-7 se réfère expressément à un transfert en pleine propriété. Mme Riassetto relève à cet effet que le texte « *confère donc au bénéficiaire un véritable droit réel sur le bien, même si ce droit est grevé d'obligations personnelles* »⁵⁸⁵. Pour ces techniques de droit spécial, la propriété est entière dès le transfert initial. Elle est certes accompagnée d'une condition résolutoire⁵⁸⁶. Cette condition est normalement réalisée avec l'arrivée du terme du rapport contractuel de base, elle tombe lorsque survient un cas de défaillance. Avec elle s'éteint l'obligation de restitution qui pesait jusque-là sur le bénéficiaire. De fait, même si l'analyse des garanties réelles financières conduit à voir dans celles de ces garanties qui adoptent la technique du transfert de propriété des fiducies-sûretés, nous pensons cependant que le législateur a voulu distinguer les régimes juridiques de ces garanties par rapport à celles du droit commun.

241. **Nature du droit du bénéficiaire sur les actifs affectés en garantie.**

L'analyse de la nature du droit du bénéficiaire va déterminer les conséquences de la défaillance du constituant de la garantie sur l'emprise exercée sur les actifs détenus par le bénéficiaire. Une première position considère qu'il est difficile pour le créancier de maintenir le *statu quo* en cas de défaillance du débiteur. La propriété dont il dispose est une propriété essentiellement temporaire et asservie, grevée d'une obligation de transmission ou de restitution. Il lui faut une propriété ordinaire qui soit libérée de toute affectation, de toute obligation, lui donnant le pouvoir de se payer sur la chose. Cette position est confortée par l'analyse de la nature du droit que confère la fiducie-sûreté de droit commun. La propriété fiduciaire est décrite comme emportant une « *idée, assez révolutionnaire, de la propriété dans l'intérêt d'un tiers* »⁵⁸⁷. Une propriété finalisée,

⁵⁸⁵ I. RIASSETTO, thèse préc., n° 544, p. 386.

⁵⁸⁶ S. AGBAYISSAH, « Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés - Une sûreté fiduciaire (Articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) », préc., n° 30.

⁵⁸⁷ Cité par L. KACZMAREK, « Propriété fiduciaire et droits des intervenants à l'opération », *D.* 2009, p. 1845 ; Ch. PISANI, « La réception de la fiducie par les praticiens, entretien », *PA* 15 mars 2007, p. 5.

imparfaite, affectée⁵⁸⁸ : par opposition à la propriété de l'article 544 du Code civil, la propriété fiduciaire n'est ni perpétuelle, ni absolue, elle est limitée dans sa durée et ses pouvoirs⁵⁸⁹.

Pour autant, le droit que les garanties réelles financières par transfert de propriété confèrent au créancier-bénéficiaire est un droit de propriété. Pour les couvertures sur les marchés réglementés aussi bien que pour les garanties des obligations financières, ce droit est par la force de la loi expressément décrit comme un droit de propriété plein. Ainsi que le souligne Mme Riassetto à propos des dépôts de garantie de l'article 49 de la loi du 2 mai 1996, devenu l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, « l'emploi de l'épithète "plein" conduit à affirmer que le bénéficiaire n'acquiert pas un droit de propriété démembrée »⁵⁹⁰. Cette propriété fiduciaire emporte une exclusivité en faveur de son titulaire au même titre que la propriété de l'article 544⁵⁹¹. Nous souscrivons à l'analyse de Mme Riassetto en faveur d'un droit de propriété entier. Cette analyse trouve son complément dans le propos de M. Agbayissah qui estime que « pour le bénéficiaire, le transfert de propriété intervient sous la condition résolutoire du parfait dénouement de l'opération. Dans le même temps, le débiteur a vocation à redevenir propriétaire de l'objet du dépôt de garantie, sous la condition suspensive du parfait dénouement des opérations. En définitive, le système mis en place aboutit à créer deux droits conditionnels sur le même bien : une propriété sous condition résolutoire et une vocation à la propriété sous condition suspensive »⁵⁹².

⁵⁸⁸ Le rapport du Sénat évoque une propriété « altérée ou dégradée » : Rapport Sénat n° 11, 11 oct. 2006. V. sur ce thème, F. BARRIERE, préc. G. BELLARGENT, « L'introduction de la fiducie en droit français par la loi du 19 février 2007 », *Revue juridique de l'entreprise publique* 2007, étude 3, n° 49 ; S. RAVENNE, *Contribution à l'étude de la structure du droit de propriété*, thèse Paris-Dauphine, 2007, n° 3. V. également L. KACZMAREK, préc. ; P. PUIG, « La fiducie et les contrats nommés », *Droit et patrimoine* juin 2008, p. 68, spéc. p. 76 ; F. ZENATI-CASTAING et T. REVET, *Les biens*, 3^e éd., PUF, 2008, n° 255, n° 263. V. par ailleurs la thèse développée par M. Libchaber qui écarte l'idée d'un transfert de propriété finalisé. Pour l'auteur, la fiducie n'est pas translatrice de propriété, il affirme que « la loi [de 2007] semble bâtie entièrement sur l'idée d'une propriété maintenue entre les mains du constituant ». Nous pensons cependant que le transfert de propriété est de l'essence même de l'institution fiduciaire : R. LIBCHABER, « Les aspects civils de la fiducie dans la loi du 19 février 2007 », *Deffrénois* 2007, 1094 et 1194, n° 7.

⁵⁸⁹ L. KACZMAREK, « Propriété fiduciaire et droits des intervenants à l'opération », préc., n° 11.

⁵⁹⁰ I. RIASSETTO, thèse préc. n° 544, p. 386 et n° 556, p. 396 à n° 566, p. 403.

⁵⁹¹ F. BARRIERE, « La loi instituant la fiducie : entre équilibre et incohérence », *JCP E* 2007, 2053, n° 19 ; X. de KERGOMMEAUX et C. van GALLEBAERT, « La fiducie, enfin ! », *RTD fin.* 2007, n° 1, p. 40, II.2.

⁵⁹² S. AGBAYISSAH, « Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés - Une sûreté fiduciaire (Articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) », préc., 603, n° 12.

§ 2 Consécration d'une réalisation automatique pour les couvertures sur les marchés réglementés

242. L'appui des couvertures sur un droit de propriété rend leur réalisation simple et immédiate. M. Aynès illustre cette immédiateté lorsqu'il affirme : « *nulle réalisation en cas de propriété-sûreté* »⁵⁹³. Or, même si cette affirmation appelle l'adhésion, il importe d'étudier les éléments conceptuels qui permettent une réalisation simplifiée des couvertures que l'on décrit comme automatiques (A), avant d'examiner la mécanique de leur réalisation (B).

A. Le principe d'une réalisation automatique des couvertures sur les marchés réglementés

243. **Le principe de réalisation automatique énoncé à l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier.** Les couvertures sur les marchés réglementés sont principalement constituées de dépôts de garantie, et en tout cas, et quelle que soit l'issue de la discussion sur leur nature, elles réalisent une remise en pleine propriété par la force de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier. Il ressort des termes de l'article L. 440-7, alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier qu'à la suite d'une défaillance, les dépôts effectués par les donneurs d'ordre auprès des prestataires de services d'investissement, des adhérents d'une chambre de compensation, ou effectués par ses adhérents en couverture ou garantie des positions prises, sont transférés en pleine propriété soit au prestataire ou à l'adhérent, soit à la chambre concernée aux fins de règlement, d'une part, du solde débiteur constaté lors de la liquidation d'office des positions et, d'autre part, de toute autre somme due soit au prestataire ou à l'adhérent, soit à cette chambre.

Le texte ne pose pas de conditions de forme pour la réalisation⁵⁹⁴. Il faut simplement que la défaillance soit constatée. Le texte ne donne pas non plus de définition de la défaillance. Seules les Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA fournissaient, pour les marchés réglementés, une définition de ce qu'il faut entendre par

⁵⁹³ L. AYNES, « L'évolution des garanties financières », préc.

⁵⁹⁴ S. AGBAYISSAH, préc., n° 18.

« défaillance » ou « cas de défaillance »⁵⁹⁵. Cette approche spécifique sur les marchés réglementés résulte de la précision que les règles de marché et les règles de compensation cherchent à établir afin de standardiser la documentation. Elles visent à permettre une meilleure efficacité et une meilleure sécurité juridique pour les opérations et les opérateurs de marché. Par la standardisation des conditions, les Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA couvrent des questions qui, en dehors des marchés, relèveraient normalement de l'autonomie de la volonté des parties. Il en est ainsi de l'organisation de la réalisation qui est strictement encadrée par les Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.

Sur le fond, la Cour de cassation a très tôt pris position sur la sanction de la non-exécution par le constituant de ses obligations couvertes en estimant que la défaillance du constituant à l'échéance était un obstacle à la restitution⁵⁹⁶. En sus de l'intérêt de cette position par rapport au débat sur la nature des couvertures⁵⁹⁷, la position prise par la Cour de cassation dans cette décision enseigne qu'en cas d'inexécution de ses obligations arrivées à échéance, le débiteur constituant d'un dépôt de garantie perd son droit à restitution. Cette position nous semble cohérente, elle conduit à conclure que la défaillance du débiteur est de nature à transformer la propriété du bénéficiaire d'une propriété temporaire en une propriété définitive. Ainsi, le fait que le créancier soit déjà titulaire des actifs composant les transferts de propriété à titre de garantie permet de croire que la réalisation de ces garanties s'effectue de manière automatique, de sorte que ce mode de réalisation offre une parfaite garantie dans les situations de concours.

⁵⁹⁵ L'article 1.7.1.2 des Règles de compensation de LCH Clearnet SA fournit une liste non exhaustive des situations qui peuvent être constitutives d'une défaillance de l'adhérent :

- la non livraison ou le non-paiement dans les délais impartis de toute somme ou de tout instrument financier ou actif dû à LCH Clearnet au titre des positions ouvertes de l'adhérent ;
- le défaut de versement des dépôts de garantie, marges ou autres couvertures appelées par LCH Clearnet ou de la contribution au fonds de garantie de la compensation ;
- la cessation de paiement, le redressement judiciaire, le règlement administratif ou la liquidation amiable ou toute autre procédure similaire (sauf procédure de saisie) ;
- la non-livraison ou le non-règlement à la suite de l'échec d'une procédure de rachat et de revente.

Il convient par ailleurs de signaler que la défaillance peut aussi résulter d'un écart de comportement d'un membre négociateur ou d'un client (dans l'hypothèse où il ne règle pas dans les délais impartis, les dépôts de garantie, les marges ou les primes).

⁵⁹⁶ Cass. req., 31 mai 1897, 1, 552.

⁵⁹⁷ Nous avons vu que la question était notamment discutée de savoir s'il fallait qualifier la couverture de garantie ou de paiement anticipé notamment du fait d'une jurisprudence qui allait dans le sens de la qualification de garantie. V. sur ce point Cass. req., 27 nov. 1882, *DP* 1883, 1, 199. – Civ., 24 juin 1891, *DP* 1899, 1, 185.

B. Le mécanisme de réalisation des couvertures sur les marchés réglementés

244. **La consolidation définitive du droit de propriété du bénéficiaire.** Nous avons vu que l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier se contente de prévoir une réalisation immédiate et immunisée sans mettre en place une mécanique de réalisation. Les Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA prévoient que lorsque la liquidation des positions ouvertes (ou des lignes de négociation pour le MONEP⁵⁹⁸) fait apparaître des pertes nettes (ou un solde débiteur sur le MONEP), ces dernières sont imputées sur le dépôt de garantie constitué auprès de LCH.Clearnet SA par l'adhérent compensateur défaillant. La réalisation s'effectue sans formalités particulières. Les textes ne prévoient aucune formalité spécifique pour la réalisation de la propriété-garantie constituée conformément aux termes de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier (sous la réserve de la remise effective au bénéficiaire de la chose donnée en garantie). La loi ne dicte pas de modalités pour la réalisation qui s'effectue par l'effet de la loi⁵⁹⁹. La doctrine met cependant l'accent sur le fait que « *les parties doivent accorder un soin particulier à l'organisation notamment des modalités de réalisation du dépôt de garantie et son évaluation en cas de défaillance du débiteur, des modalités d'exercice des droits politiques et financiers attachés aux titres de sociétés donnés en garantie, etc.* »⁶⁰⁰. Il revient dès lors aux parties de prévoir dans la documentation contractuelle les modalités qu'elles souhaitent voir s'appliquer à la réalisation de la garantie et d'anticiper toute difficulté opérationnelle en prévoyant dans les termes mêmes du contrat la mécanique la plus appropriée. On relèvera simplement dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers l'obligation à la charge du créancier que pose l'article 516-12 du règlement général : « *Lorsqu'un prestataire de services d'investissement réduit la position d'un client ou réalise tout ou partie de sa couverture, en application du troisième alinéa de l'article 516-10, il adresse par lettre recommandée avec demande d'avis de réception au donneur d'ordre les avis d'opéré et les arrêtés de compte correspondants* ». Cette règle n'est pas un préalable à la réalisation, elle ne constitue donc pas une entrave à la réalisation immédiate de la garantie. Il convient par ailleurs de rappeler que les règles de la compensation et le

⁵⁹⁸ V. l'article 7 de l'Instruction LCH.Clearnet SA n° IV.7-1 concernant la liquidation des positions prises sur le MONEP.

⁵⁹⁹ I. RIASSETTO, thèse préc., n° 601, p. 423 à n° 614, p. 432.

⁶⁰⁰ S. AGBAYISSAH, préc., n° 18.

règlement général de l’Autorité des marchés financiers qui prévoient pour la constitution des couvertures une comptabilité séparée, entre les actifs propres et les actifs pour les comptes de tiers, ainsi que la constitution d’une masse d’actifs séparés de la masse des biens du bénéficiaire de la couverture. De fait, la réalisation de la couverture devrait passer par l’étape du rapatriement des actifs du compte spécial vers le compte du bénéficiaire, ce qui réaliserait leur entrée dans le patrimoine propre du bénéficiaire et mettrait un terme au patrimoine d’affectation que constitue le compte spécial. Mme Riassetto décrit cette étape comme celle de la consolidation définitive du droit de propriété du bénéficiaire sur les biens remis⁶⁰¹. Les Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA prévoient par ailleurs que la réalisation puisse être effectuée également par vente du collatéral.

245. **La réalisation par vente ou par appropriation.** Ces règles organisent l’exécution du collatéral, dans le respect de la distinction entre le collatéral fourni pour couvrir des positions propres à l’adhérent compensateur et celles fournies pour des positions d’un client de l’adhérent compensateur. L’article 1.7.2.5 des Règles de compensation de LCH.Clearnet SA prévoit que « *le Collatéral fourni à LCH.Clearnet SA par un Adhérent Compensateur pour couvrir les Positions Ouvertes enregistrées sur son compte Clients, ou sur le compte de son (ses) Membre(s) Négociateur(s), ne peut être utilisé pour couvrir les Positions Ouvertes enregistrées sur son compte maison alors que le Collatéral déposé pour couvrir les Positions Ouvertes enregistrées sur son compte maison peut être utilisé pour couvrir les Positions Ouvertes enregistrées sur son compte Clients ou sur le compte de son (ses) Membre(s) Négociateur(s)* ». Les règles de compensation de LCH.Clearnet SA prévoient, lorsque l’adhérent compensateur est en situation de défaillance, que LCH.Clearnet SA est autorisée à prendre un certain nombre de mesures à son égard. Parmi ces mesures, l’article 4.5.2.2 des Règles de compensation de LCH.Clearnet SA prévoit, dans un paragraphe (v), la possibilité de « *vendre le Collatéral de l’Adhérent Compensateur en vue d’assurer l’exécution de ses obligations au titre des présentes Règles de la Compensation, ou d’appeler la garantie banque centrale si applicable* »⁶⁰². Ces règles sont complétées

⁶⁰¹ I. RIASSETTO, thèse préc., n° 608, p. 428 à n° 614, p. 432.

⁶⁰² Ces règles fixent par ailleurs l’ordre dans lequel LCH.Clearnet procédera à l’utilisation des ressources mises à sa disposition. L’article 1.7.2.3 prévoit ainsi :

par une instruction : l'Instruction LCH.Clearnet n° I.5-1 qui organise la réalisation du collatéral en cas de défaillance d'un adhérent compensateur.

L'article 31 de l'Instruction LCH.Clearnet n° I.5-1 prévoit que « *Si LCH.Clearnet SA est propriétaire du Collatéral au titre de l'article 4, elle vend ce Collatéral pour remplir les obligations restantes de l'Adhérent Compensateur, selon les Règles de la Compensation* », alors que l'article 32 de l'Instruction LCH.Clearnet n° I.5-1 organise la réalisation du collatéral en cas de défaillance d'un adhérent compensateur. Si LCH.Clearnet SA bénéficie d'un privilège légal au titre de l'article 4 elle réalise sans préavis le collatéral composé de Valeurs Mobilières le plus rapidement possible au meilleur cours possible ou utilise le collatéral en espèces sans préavis et, aussi rapidement que possible, exerce les droits liés aux actifs déposés comme collatéral sur son compte.

246. La liquidation ou le transfert du collatéral lors de la défaillance d'un adhérent compensateur. Les Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA prévoient à l'article 4.5.2.4 une obligation de coopération mutuelle visant à résoudre un cas de défaillance contractuelle. Ce n'est que dans l'hypothèse où un tel accord n'est pas trouvé dans un délai raisonnable que LCH.Clearnet SA peut, à sa discrétion, prendre les mesures qu'elle juge nécessaires, y compris selon le paragraphe (v) de l'article 4.5.2.4, le transfert des positions maison enregistrées au nom de l'adhérent compensateur défaillant, et/ou la liquidation des positions ouvertes enregistrées au nom de l'adhérent compensateur défaillant. De la même manière, l'article 4.5.2.2 des Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA prévoit la possibilité pour LCH.Clearnet SA en tant que chambre de compensation, lors de la survenance d'un cas de défaillance, de « liquider le Collatéral déposé par l'Adhérent Compensateur Défaillant ou appeler,

« Pour remplir ses obligations au titre de sa garantie, LCH.Clearnet SA utilisera les ressources qui lui sont disponibles dans l'ordre qui suit :

1. tout Collatéral déposé par l'Adhérent Compensateur défaillant ;
2. la contribution individuelle de l'Adhérent Compensateur défaillant au Fonds de Garantie de la Compensation concerné, conformément à l'Article 1.6.2.2 ;
3. le cas échéant tout autre Collatéral ou toute Garantie à Première Demande ;
4. le Collatéral disponible déposé par les autres Adhérents Compensateurs au titre de leur contribution au Fonds de Garantie de la Compensation concernée conformément à l'Article 1.6.2.3 ou le Collatéral disponible déposé au titre du réapprovisionnement au Fonds de Garantie de la Compensation concerné, conformément à la Section 1.6.3 ;
5. le capital de LCH.Clearnet SA.

LCH.Clearnet SA détaille les étapes, les conditions et les montants visés dans cet article dans une Instruction.

le cas échéant, la garantie banque centrale, afin de garantir l'exécution par l'Adhérent Compensateur Défaillant de ses obligations prévues par les Règles de la Compensation ». Il s'agit selon ce texte d'un pouvoir discrétionnaire reconnu à LCH.Clearnet SA, ce qui préserve pour la chambre de compensation la possibilité d'une réalisation automatique et immédiate. En plus de la liquidation du collatéral déposé par l'adhérent compensateur défaillant, LCH.Clearnet SA peut par ailleurs prendre plusieurs mesures comprenant la substitution à l'adhérent compensateur défaillant⁶⁰³, l'exigence d'une pénalité de retard⁶⁰⁴ ainsi que le paiement de dommages et intérêts⁶⁰⁵.

247. La liquidation et l'appropriation du collatéral d'un client ou un membre négociateur défaillant. Les articles 4.5.3.1 et 4.5.3.2 organisent la défaillance d'un client ou un membre négociateur : « *L'Adhérent Compensateur liquide d'office tout ou partie des Positions du Client ou du Membre Négociateur défaillant* »⁶⁰⁶. Le collatéral du client ou du membre négociateur défaillant reste acquis à l'adhérent compensateur qui supporte cette défaillance, en vertu de son obligation de bonne fin⁶⁰⁷.

248. Le mécanisme de réalisation des fiducies-sûretés de droit commun. Pour la fiducie-sûreté de droit commun, en cas de non-paiement, les articles 2372-3, al. 1^{er} et 2488-3, al. 1^{er} du Code civil prévoient que le fiduciaire créancier acquiert la libre disposition du bien ou du droit cédé. Le texte ne fait ainsi pas une référence expresse à la propriété mais il faut entendre par la libre disposition du bien ou droit cédé une propriété pleine et entière. Les parties peuvent cependant aménager ce droit dans la convention de fiducie. Par ailleurs, une procédure d'évaluation par expert est prévue, sauf lorsqu'il existe une cotation officielle ou si le bien est une somme d'argent⁶⁰⁸. Mais il faut noter que la loi met à la charge des parties une obligation d'estimer la valeur des biens affectés dans la convention de fiducie⁶⁰⁹. Lorsque la valeur des biens concernés

⁶⁰³ Article 4.5.2.2, paragraphe vi des Règles de la Compensation de LCH.Clearnet SA.

⁶⁰⁴ Article 4.5.2.2, paragraphe vii des Règles de la Compensation de LCH.Clearnet SA.

⁶⁰⁵ Article 4.5.2.2, paragraphe viii des Règles de la Compensation de LCH.Clearnet SA.

⁶⁰⁶ Article 4.5.3.1, des Règles de la Compensation de LCH.Clearnet SA.

⁶⁰⁷ Article 4.5.3.2, des Règles de la Compensation de LCH.Clearnet SA.

⁶⁰⁸ Articles 2372-3, al. 3, et 2488-3, al. 3, du Code civil.

⁶⁰⁹ Article 2372-2 du Code civil.

excède le montant de la créance garantie, le bénéficiaire restitue la différence au constituant et, en cas de vente, c'est le fiduciaire qui la restitue⁶¹⁰.

§ 3 Consécration d'une réalisation par compensation, appropriation ou vente pour les garanties des obligations financières

249. L'article L. 211-38 autorise le recours à des modalités de réalisation qui étaient traditionnellement proscrites. Il permet ainsi une contractualisation des modes de réalisation des garanties (A) et permet le recours à des modes de réalisation simplifiés (B).

A. La contractualisation des modes de réalisation des garanties des obligations financières

250. L'article L. 211-38 permet une simplification considérable du mécanisme de réalisation (1) dont il importe de mesurer la portée (2).

1. La règle de réalisation prévue à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

251. **L'apport du droit issu de la directive *Collateral*.** Le droit issu de la directive *Collateral* porte non seulement un apport de flexibilité à la constitution et à la gestion des garanties financières, mais il poursuit également comme objectif de simplifier leur réalisation. A cet effet, l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier met en place un droit à deux vitesses. Tout d'abord, le texte nouveau indique que les dettes et les créances relatives aux garanties financières sont compensables entre elles conformément à l'article L. 211-38, II du Code monétaire et financier.

252. **Une règle de réalisation fondée sur la distinction suivant la qualité des parties.** L'ordonnance du 24 février 2005 a mis en place une règle de réalisation à vitesses variables en fonction de la qualité des parties à la garantie. Ce régime fait la part belle aux garanties données entre entités éligibles en application du paragraphe II

⁶¹⁰ Articles 2372-4 et 2488-4 du Code civil.

de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Les garanties financières consenties dans le cadre d'un rapport contractuel où seule une des parties en présence est une entité éligible sont réalisables selon les règles de droit commun applicables à la garantie concernée⁶¹¹. Dans les rapports mettant en cause des entités éligibles⁶¹², le paragraphe II de l'article L. 211-38 permet la réalisation des garanties financières, quelle que soit leur forme, par compensation, appropriation ou vente, sans mise en demeure préalable selon les modalités prévues par les parties, ce que ne permet pas le régime général du paragraphe I du même article. Le paragraphe II pose cependant une double condition à la réalisation simplifiée : d'une part, les obligations financières couvertes doivent être devenues exigibles et, d'autre part, la réalisation doit intervenir à des conditions normales de marché⁶¹³.

253. Rapprochement des modes de réalisation entre les garanties translatives de propriété et les garanties non translatives de propriété. Contrairement à ce qui est prévu en matière de réalisation de nantissement de compte-titres, le texte du paragraphe II de l'article L. 211-38 ne fait pas de distinction selon la nature des actifs concernés, quant aux modalités de réalisation. Il a cependant été souligné que le régime « simplifié » mis en place par l'article L. 211-38, II présente un intérêt particulier lorsque la remise porte sur des instruments financiers plutôt que sur des espèces, étant donné qu'en matière d'espèces, les parties peuvent aménager des modes de réalisations semblables à ceux prévus par ce texte⁶¹⁴.

2. Portée de la règle

254. Relâchement des obstacles conceptuels traditionnels à la réalisation simplifiée. La clause de voie parée, qui consiste à permettre au créancier de vendre le bien gagé sans observer les formalités légales, faisait l'objet d'une prohibition de principe sous le droit antérieur à la réforme de sûretés par l'ordonnance du 23 mars

⁶¹¹ X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT, préc.

⁶¹² Ce texte se réfère aux obligations financières mentionnées à l'article L. 211-36, I, 2° et 3° du Code monétaire et financier, ce qui correspond à l'hypothèse d'une relation contractuelle entre deux entités éligibles.

⁶¹³ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 102.

⁶¹⁴ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc., spéc. p. 63.

2006⁶¹⁵. La jurisprudence avait cependant consacré une entorse à ce principe en admettant la licéité de telles clauses lorsqu'elles sont postérieures à la constitution de la sûreté⁶¹⁶. Il en est de même pour les pactes commissaires. Rappelons qu'antérieurement à la réforme de 2006, la réalisation du gage devait être judiciaire et précédée d'une estimation à dire d'experts. La technique du pacte commissaire visait à contourner cette procédure afin de permettre au créancier gagiste de pouvoir s'attribuer les biens gagés sans passer par ces formalités. Cette clause concerne les sûretés non translatives de propriété. Les parties convenaient ainsi, lors de la constitution de la sûreté non translatrice de propriété ou postérieurement, qu'à défaut d'exécution de l'obligation garantie le créancier deviendra propriétaire des actifs affectés en garantie, sans besoin d'une quelconque intervention judiciaire⁶¹⁷. Ces clauses faisaient de fait l'objet d'une prohibition de principe au même titre que les clauses de voie parée⁶¹⁸. On y voyait une forme de justice privée qui serait dangereuse, mais elle trouvait surtout pour explication le refus au créancier de s'approprier un bien d'une valeur supérieure à celle de la créance⁶¹⁹. Cependant, leur prohibition a été nuancée par la jurisprudence. L'interdiction du pacte commissaire⁶²⁰ a d'abord été contournée en droit spécial avant d'être levée en droit commun. Ont ainsi été admis les pactes commissaires passés postérieurement à la constitution du gage⁶²¹. Par ailleurs, l'admission des nantissements de créances et la pratique du gage-espèces ont progressivement contribué à vider de sens une telle prohibition. Le fondement de la prohibition est aujourd'hui vidé de sens du fait de la réforme du droit des sûretés et de l'introduction de la fiducie⁶²². Ces

⁶¹⁵ L'article 2078 du Code civil disposait : « Le créancier ne peut, à défaut de paiement, disposer du gage : sauf à lui à faire ordonner en justice que ce gage lui demeurera en paiement et jusqu'à due concurrence, d'après une estimation faite par experts, ou qu'il sera vendu aux enchères. Toute clause qui autoriserait le créancier à s'approprier le gage ou à en disposer sans les formalités ci-dessus est nulle ».

⁶¹⁶ CA Bordeaux, 27 avr. 1885, *DP* 1886, 2, p. 263. – CA Poitiers, 24 mai 1897, *DP* 1897, 2, p. 27. – Cass. civ., 25 mars 1903, *DP* 1904, 1, 273, note E. GUENEE. V. également, M. STORCK, « L'aménagement conventionnel de la procédure de réalisation du gage », *PA* 1987, n° 81, p. 20.

⁶¹⁷ Notons que les dispositions relatives au droit commun du gage rajoutent qu'un tel pacte devra être publié.

⁶¹⁸ Sur la prohibition du pacte commissaire, V. G. WIEDERKEHR, « Pactes commissaires et sûretés conventionnelles », in *Mélanges A. Jauffret*, Faculté de droit d'Aix-Marseille, 1974, p. 661.

⁶¹⁹ V. Ph. DUPICHOT, « L'efficacité économique du droit des sûretés réelles », préc.

⁶²⁰ Dont on souligne en doctrine qu'elle remonterait à l'empereur Constantin en 326 : V. Ph. DUPICHOT, préc.

⁶²¹ Cass. 1^{re} civ., 17 nov. 1959, *Bull. civ. I*, n° 480 ; *Banque* 1980, p. 160, obs. X. MARIN ; *D.* 1960, somm., p. 37 ; *RTD civ.* 1960, p. 138, n° 5, obs. H. SOLUS. – Cass. com., 13 janv. 1965, *Bull. civ. III*, n° 38 ; *JCP G* 1966, II 14469, note D.-R. MARTIN. V. également M. STORCK, « L'aménagement conventionnel de la procédure de réalisation du gage », préc.

⁶²² Même si sur le principe, la prohibition des clauses de voie parée continue de s'appliquer en trouvant un fondement aux articles 2201, alinéa 2, 2346 et 2458 du Code civil.

réformes ont consacré les principes de soulte à reverser au constituant à l'article 2371, al. 3 du Code civil⁶²³, ainsi qu'à l'article 2372-4 du même code⁶²⁴. Les dispositions sur la fiducie sont des règles de droit commun. Elles constituent à l'instar de toutes les règles de droit commun des règles supplétives qui ont vocation à s'appliquer en l'absence de règles spéciales. De fait, le droit commun de la fiducie devrait régir les situations qui ne sont pas couvertes par les régimes juridiques des fiducies spéciales. La souplesse qu'autorisent les fiducies spéciales devrait être confortée par la protection du constituant contre le gaspillage de ses actifs.

255. Marge importante reconnue aux parties dans la mise en œuvre de la réalisation. Pour la mise en œuvre de la réalisation, la loi s'en remet aux parties qui en établissent les conditions dans la convention de garantie qui les lie. Il n'est pas prévu de contrôle ou d'intervention d'un tiers. La matière ne relève pas d'un ordre public de protection⁶²⁵. Les parties ont la liberté de choisir pour cette réalisation le mécanisme qu'elles trouvent le plus approprié⁶²⁶. En pratique les parties préfèrent se référer dans la convention à l'ensemble des mécanismes possibles, ce qui devrait être le cas en matière de garanties des obligations financières. Elles ont donc la liberté d'inclure dans la convention l'éventail des modes de réalisation que l'article L. 211-38 autorise, en ce compris la compensation, l'appropriation ou la vente. On voit ainsi l'importante flexibilité que permet cet outil.

B. La compensation, l'appropriation ou la vente comme modes de réalisation

256. La flexibilité de la règle de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Nous l'avons souligné, le paragraphe II de l'article L. 211-38 édicte des dispositions propres aux garanties financières intervenant pour les entités éligibles.

⁶²³ Cet alinéa dispose : « Lorsque la valeur du bien repris excède le montant de la dette garantie encore exigible, le créancier doit au débiteur une somme égale à la différence ».

⁶²⁴ Cet article dispose : « Si le bénéficiaire de la fiducie a acquis la libre disposition du bien ou du droit cédé en application de l'article 2372-3, il verse au constituant, lorsque la valeur mentionnée au dernier alinéa de cet article excède le montant de la dette garantie, une somme égale à la différence entre cette valeur et le montant de la dette, sous réserve du paiement préalable des dettes nées de la conservation ou de la gestion du patrimoine fiduciaire. Sous la même réserve, si le fiduciaire procède à la vente du bien ou du droit cédé en application du contrat de fiducie, il restitue au constituant la part du produit de cette vente excédant, le cas échéant, la valeur de la dette garantie ».

⁶²⁵ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc., § 19.

⁶²⁶ *Ibid.*

Suivant la règle de réalisation que pose cette disposition, « *la réalisation de telles garanties intervient à des conditions normales de marché, par compensation, appropriation ou vente, sans mise en demeure préalable, selon les modalités d'évaluation prévues par les parties dès lors que les obligations financières couvertes sont devenues exigibles* ». Même si cette disposition profite uniquement à certaines catégories de créanciers, il faut cependant souligner que ces catégories représentent en pratique la majorité des bénéficiaires de telles garanties. Ces entités bénéficient ainsi de modes de réalisation dont la flexibilité est d'un intérêt indéniable. La flexibilité qu'autorise ce régime garde son attrait même lorsque la garantie utilisée en tant que garantie des obligations financières épouse la forme d'une garantie souple telle que le nantissement de compte-titres. M. Praicheux a souligné la flexibilité importante dans la réalisation de la sûreté financière que la directive *Collateral* apporte au système connu antérieurement en droit français, celui notamment du gage de compte d'instruments financiers. Il observait ainsi, avant même l'adoption de l'ordonnance du 24 février 2005, qu'« *il est notoire de considérer que le texte n'opère aucune distinction selon la nature des instruments concernés – et en particulier leur mode de réalisation – ou le fait qu'ils soient ou non cotés sur un marché réglementé, alors que les dispositions relatives au gage de compte d'instruments financiers exigent que les instruments financiers aient la forme de valeurs mobilières et qu'elles fassent l'objet d'une procédure de réalisation simplifiée au moyen d'une simple cession sur le marché en question* ».

257. **Apport du nouveau régime à la réalisation des contrats.** Qu'en est-il alors de la réalisation des contrats : est-elle susceptible de réalisation par appropriation, par compensation ou par vente ? Rien n'empêche, à titre d'exemple, de s'approprier un contrat à terme, ou de le vendre. La compensation d'un tel contrat pose néanmoins plus de difficultés. Cependant, la vraie difficulté se pose pour les contrats autres que ceux qui peuvent faire l'objet d'une négociation sur un marché, comme les contrats d'option, les contrats d'échange ou les contrats à terme. Un apport important réside alors dans la possibilité laissée au créancier de réaliser sans mise en demeure ni délai les biens affectés en garantie. L'ordonnance du 24 février 2005 a mis en place un régime complet pour les garanties financières, suivant en cela le schéma tracé par la directive *Collateral*. On retrouve ainsi, au niveau de la réalisation, la même construction unifiée

pour les garanties des obligations financières que celle qu'on a décrite pour leur constitution. Cette construction innove par rapport au droit antérieur. En effet, si la vente a traditionnellement été admise en tant que mécanisme de réalisation, elle nécessitait cependant l'intervention d'une autorité publique (vente publique) ou judiciaire. Or l'admission d'une vente privée s'accompagne de l'introduction d'une faculté d'appropriation des actifs affectés en garantie (1) et de la généralisation du recours à la compensation comme mode de réalisation (2).

1. L'admission de la réalisation par vente ou appropriation

258. **La réalisation par vente.** La directive 2002/47/CE a cherché à garantir une réalisation simplifiée de l'assiette de la garantie. Dans son article 4.6, elle prévoit la possibilité pour les législateurs nationaux de prévoir que si le contrat de garantie suppose ou permet une aliénation de l'assiette de la sûreté, celle-ci doit avoir lieu « *dans des conditions commerciales normales* ». Le législateur français a repris cette prescription à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, au même titre que ses homologues européens. La réalisation à des conditions commerciales normales est de fait la seule prescription obligatoire dans les régimes de réalisation des garanties des obligations financières.

259. **La réalisation par appropriation.** L'article 4, paragraphe 3, de la directive autorise les Etats membres à ne pas reconnaître de droit d'appropriation au preneur de la garantie. Le droit français a choisi de consacrer ce droit pour la souplesse qu'il permet. Il trouve son fondement à l'article L. 211-38, II, 3^e. Il en est de même des 25 autres pays membres qui reconnaissent tous ce droit au bénéficiaire de la garantie en cas de défaillance de son débiteur⁶²⁷. Le rapport d'évaluation de la directive Collateral définit le droit d'appropriation comme étant « *le droit du preneur de la garantie, en cas de fait entraînant l'exécution et à certaines conditions, de conserver les actifs gagés*

⁶²⁷ *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 10.

comme son propre bien au lieu de les revendre »⁶²⁸. La faculté de s'approprier les actifs a par ailleurs été consacrée en droit français pour le nantissement de compte-titres⁶²⁹.

2. La généralisation de la compensation

260. **Le mécanisme de compensation n'est pas une garantie réelle en tant que telle mais un mécanisme de réalisation des garanties.** Les conventions ou les clauses de compensation, ainsi que les clauses résolutoires, bien que remplissant le rôle de garanties qui les hissent parfois au stade de principale garantie des droits d'un créancier sur les marchés réglementé notamment, ne sont pas elles-mêmes constitutives de sûretés. Ces techniques présentent la particularité de pouvoir venir en appui d'une sûreté pour assurer son efficacité. Pour MM. Malaurie et Aynès, la compensation figure parmi les garanties qui « sont la conséquence d'une situation déterminée, d'un ensemble de liens, ou de la nature de ces liens »⁶³⁰, au même titre que la résolution pour inexécution ou l'obligation *in solidum* alors que « les sûretés tout au contraire s'ajoutent au rapport d'obligation, elles n'en sont jamais la conséquence, et naissent d'une source distincte : la loi ou une convention spéciale »⁶³¹.

261. **La réalisation par compensation.** La réalisation par compensation ne va pas sans poser certaines difficultés, pour les sûretés translatives de propriété autant que pour les sûretés non translatives de propriété. La réalisation par compensation a traditionnellement été prohibée pour les garanties non translatives de propriété. Cette prohibition résulte de l'ancien article 2078 du Code civil qui prohibait les pactes commissaires⁶³². La jurisprudence a ainsi reconnu au bénéficiaire, pour le gage-espèce uniquement, et probablement en tant que sûreté-fiduciaire, en cas de défaillance du débiteur, le droit, en dérogation à l'ancien article 2078 du Code civil, de se prévaloir de

⁶²⁸ *Idem.*

⁶²⁹ V. sur la réalisation dans l'hypothèse d'un droit d'utilisation : K. C. KETTERING, « *Repledge and pre-default sale of securities collateral under revised article 9* », in « *Symposium on revised UCC Article 9* », 74 *Chicago-Kent Law Review*, 1999, p. 1109.

⁶³⁰ Ph. MALAURIE et L. AYNES, *Droit civil*, t. 9, *Les sûretés, la publicité foncière*, 10^e éd., Cujas, 2000/2001, n° 2.

⁶³¹ Ph. MALAURIE et L. AYNES, préc.

⁶³² V. pour l'application de cette prohibition en matière de gage-espèces : Cass. com., 4 févr. 2003, *Banque & Droit* n° 89, 2003, p. 52. – Cass. com., 9 avr. 1996, *JurisData* n° 1996-001498 ; *D.* 1996, jur., p. 399, note Ch. LARROUMET ; *JCP E* 1996, pan. 583 ; *JCP G* 1996, IV 1341 ; *JCP N* 1996, II p. 1520.

la compensation entre la créance qu'il détient sur le débiteur et celle, de restitution, détenue sur le créancier par le débiteur⁶³³. Une partie de la doctrine arguait cependant que le créancier ne pourrait se fonder sur le mécanisme de la compensation légale pour refuser au débiteur tout droit à restitution des sommes versées à titre de garantie⁶³⁴. Pour les sûretés fiduciaires, la réalisation signifie pour le bénéficiaire une non-restitution des actifs transférés en garantie, la particularité de ces garanties étant qu'elles réalisent au préalable un transfert de propriété. Ainsi que le souligne M. Larroumet à propos du gage-espèce, le droit au défaut de restitution est considéré comme inhérent à toute fiducie-sûreté⁶³⁵. La non-restitution est en soi une forme de réalisation. Elle s'analyse en une compensation. S'il y avait débat en doctrine tant sur la nature de certaines sûretés, tel que le gage-espèces, que sur la possibilité de réaliser par voie de compensation les garanties fiduciaires, le texte de l'article L. 211-38 rend définitivement désuet ce principe, du moins pour les garanties des obligations financières. L'admission des pactes commissaires pour certaines garanties de droit commun et les dispositions sur la fiducie confortent d'ailleurs cette position.

262. **Un fondement discutable.** La référence à la compensation comme mode général de réalisation des garanties translatives de propriété a soulevé certaines critiques en doctrine. En effet, les concepts appliqués aux garanties non translatives de propriété ne peuvent pas toujours être transposés de manière pertinente aux transferts de propriété à titre de garantie. De même que l'appropriation à laquelle il est fait référence en matière de transfert de propriété à titre de garantie n'en est pas réellement une, la qualification de compensation se trouve également discutable. La doctrine a souligné, à juste titre, que la terminologie employée était inappropriée. La référence à une compensation ne décrit pas correctement le mécanisme qui opère ici. M. Robine estime qu'*« il aurait été préférable de prévoir que le bénéficiaire conserve la propriété des biens remis en garantie à hauteur de sa créance »*⁶³⁶, alors que pour M. Auckenthaler la qualification de compensation n'est pas pertinente, pour une raison théorique et pour une raison pratique. Du point de vue théorique, l'auteur estime que

⁶³³ Cass. com., 9 avr. 1996, préc.

⁶³⁴ Et même en l'absence de stipulation expresse : Ch. LARROUMET, note préc. sous Cass. com., 9 avr. 1996,

⁶³⁵ *Idem.*

⁶³⁶ D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., p. 531.

« si les biens ont été constitués à titre de sûretés ou de remises en propriété, la défaillance du débiteur n'a pas pour effet de les rendre restituables »⁶³⁷. La réalisation semble dès lors devoir s'opérer par la simple conservation des actifs remis en garantie. D'un point de vue pratique, la doctrine a par ailleurs évoqué à juste titre l'hypothèse d'un défaut de réciprocité, où « la compensation est inapplicable lorsque la sûreté a été consentie par un tiers au profit du débiteur »⁶³⁸. A la qualification de compensation, M. Larroumet préfère celle d'extinction de l'obligation de restitution, à concurrence des obligations financières ou de leur solde⁶³⁹.

Quelle que soit la pertinence des critiques formulées en doctrine, la qualification de « compensation » n'en reste pas moins conforme à l'interprétation donnée par la jurisprudence en matière de réalisation de remise d'espèces en garantie⁶⁴⁰. Il convient par ailleurs d'admettre, suite à l'ordonnance du 24 février 2005, que la référence dans le texte de l'article L. 211-38 a légitimé la qualification de compensation.

263. **Certains bémols au dispositif.** Pour finir sur la compensation, il importe de souligner que la réalisation par compensation sous l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier souffre de deux imprécisions sous le dispositif actuel. D'une part, l'article L. 211-38, IV souffre d'une imprécision rédactionnelle : il semble effectuer une distinction entre la réalisation et la compensation lorsqu'il énonce que « les modalités conventionnelles de réalisation et de compensation de l'ensemble des garanties financières sont opposables aux tiers ». Or, une telle distinction est erronée puisque le dispositif vise, au même titre que la directive *Collateral*, à consacrer la compensation en tant que mode de réalisation et, au demeurant, à sécuriser son mécanisme. Comme nous l'avons indiqué précédemment, la compensation n'est pas un mécanisme de garantie, mais vient en appui à la garantie pour simplifier et sécuriser sa réalisation. L'autre bémol est relatif à la réalisation par compensation spécifiquement en matière de nantissement de compte-titres. A cet effet, une interrogation persiste quant au fait de savoir si dans le cadre de la liberté de choix du mode de réalisation que le législateur leur reconnaît, les parties pourraient opter pour la compensation et ainsi,

⁶³⁷ F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc., spéc. n° 24 et 25.

⁶³⁸ *Ibid.*

⁶³⁹ Cass. com., 9 avr. 1996, préc.

⁶⁴⁰ Cass. com., 17 mai 1994, *Bull. civ.* IV, n° 1808 ; *JurisData* n° 1994-001009 ; *D.* 1995, jur., p. 124, note Ch. LARROUMET ; *JCP E* 1994, pan. 959 ; *JCP G* 1994, IV 1808.

faire échapper le nantissement de compte-titres à ses propres règles, lorsqu'il s'inscrit sous le titre d'une garantie des obligations financières de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Il convient de reconnaître ce mode de réalisation même lorsque le régime initial de la technique de garantie sous-jacente ne l'autoriserait pas. En effet, comme nous l'avons vu tout au long de l'analyse de l'impact de l'application de l'article L. 211-38 sur les techniques sous-jacentes, ici comme dans les autres situations, il serait judicieux de faire prévaloir le régime dérogatoire de cet article pour conférer ainsi à la technique sous-jacente – en l'occurrence, le nantissement de compte-titres – une efficacité accrue. En revanche, pour le nantissement de titres qui ne s'inscrit pas dans le cadre d'une garantie des obligations financières, la compensation comme mode de réalisation devrait rester impossible.

264. **Le cas particulier de la compensation en matière de droit de re-utilisation.** Si un fait entraînant l'exécution de la garantie se produit avant ce transfert, cette obligation de transfert peut faire l'objet d'une compensation avec déchéance du terme. Si les parties en ont convenu, il est alors possible de réaliser les instruments financiers et les créances de sommes d'argent nantis par voie de compensation ou de les affecter en décharge des obligations financières couvertes. En effet, l'article 5.2 de la directive 2002/47/CE dispose : « *Alternativement, à la date fixée pour l'exécution des obligations financières couvertes, le preneur de la garantie doit soit transférer la garantie équivalente, soit, si et dans la mesure où les stipulations du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté le prévoient, la réaliser par compensation ou pour acquit des obligations financières couvertes* »⁶⁴¹. Sur ce point, l'article L. 211-38, III prévoit que l'acte de nantissement peut permettre au bénéficiaire « *de compenser sa dette de restitution des biens ou droits équivalents avec les obligations financières au titre desquelles les sûretés ont été constituées, lorsqu'elles sont devenues exigibles* ». La compensation pourra donc opérer entre des dettes d'objets non fongibles telles qu'une obligation de payer une somme d'argent et une dette de livraison d'instruments financiers.

265. **Conclusion du chapitre.** L'étude des régimes de réalisation nous renseigne sur l'existence de nombreux traits de similitude entre le régime de réalisation des

⁶⁴¹ Souligné pas nos soins.

garanties des obligations financières et celui des couvertures en bourse. La simplification des modes de réalisation confirme la place importante reconnue à la liberté contractuelle⁶⁴² dans la conduite du procédé, conformément aux recommandations de la directive *Collateral*. Cette contractualisation dans la procédure de réalisation des garanties issues de la directive *Collateral* se retrouve également pour les couvertures sur les marchés réglementés. La compensation et l'appropriation qui étaient traditionnellement exclues du fait de la prohibition des pactes commissaires sont désormais consacrées comme modes de réalisation tant des couvertures que des garanties des obligations financières. En outre, la souplesse dans la constitution de la garantie permet d'éviter le gaspillage du crédit du constituant. A différents égards, la constitution et la réalisation des différentes garanties réelles financières témoignent d'une convergence entre les différentes garanties.

⁶⁴² X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT, « L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », préc., p. 130.

CHAPITRE II

LA SOUPLESSE DANS LA GESTION DES ACTIFS AFFECTES EN GARANTIE

266. **Importance économique de la gestion des actifs affectés en garantie.** Si la sûreté passe par trois phases, celle de la naissance, de la vie et de la réalisation, c'est pendant sa vie et jusqu'à l'arrivée à terme des engagements ou la survenance d'une défaillance que la sûreté est censée assurer au créancier la sécurité recherchée. Or, durant la vie de la sûreté, la valeur des actifs affectés aussi bien que la valeur de la créance elle-même subissent l'effet du temps qui passe⁶⁴³ avec plus ou moins d'intensité. Le débiteur constituant aussi bien que le créancier bénéficiaire ont intérêt à ce que l'objet de la garantie ne perde pas de sa valeur et continue à remplir sa finalité économique. Le fait de pouvoir tirer profit de la valeur des actifs donnés en garantie constitue un avantage important pour le bénéficiaire de la garantie, et, à l'échelle d'un marché, pour l'ensemble de la richesse mobilisable. Permettre aux actifs affectés en garantie de continuer à avoir une mobilité et une vie économique augmentent la masse d'actifs disponibles et donc les chances d'accès au crédit. Ces actifs font partie de ce que MM. Malaurie et Aynès appellent les nouvelles formes de richesses, qui sont souvent des « valeurs productives »⁶⁴⁴ dont il serait malvenu d'admettre que la dépossession tout comme l'immobilisation empêchent leur exploitation. En effet, la non-exploitation de tels actifs, pourrait conduire à leur dévaluation, mais elle pourrait également entraîner un manque à gagner du fait non seulement de la non-fructification, mais du non-usage de la faculté de crédit que de tels actifs autorisent. La gestion des actifs affectés en garantie est de fait un thème essentiel sur les marchés réglementés aussi bien que sur les marchés de gré à gré⁶⁴⁵.

267. **Les systèmes de gestion des actifs affectés en garantie.** La gestion de la garantie nécessite la mise en place d'un dispositif technique et humain qui s'occupe d'opérer le système de gestion des actifs affectés en garantie⁶⁴⁶. Du fait de la

⁶⁴³ V. sur l'idée de l'effet de la durée sur la valeur d'une sûreté, M. GRIMALDI et Ph. DUPICHOT, « Durée et sûreté », préc.

⁶⁴⁴ Ph. MALAURIE et L. AYNES, *Les sûretés, La publicité foncière*, préc., p. 233, n° 517.

⁶⁴⁵ « *Market Review of OTC Derivative Bilateral Collateralization Practices* », publié par l'ISDA, p. 26 : disponible sur le site www.isda.org.

⁶⁴⁶ V. à ce sujet, le système dit 3G mis en place par la banque de France pour la gestion du collateral : « En février 2008, à l'occasion du démarrage de TARGET2 en France, la Banque de France a mis en

complexité technique des actifs affectés en garantie, un système de gestion des garanties est essentiel pour le bon fonctionnement des comptes de toute partie impliquée dans les opérations de garanties sur les marchés monétaires ou financiers. La gestion des garanties a besoin d'une application fiable de constitution de marges sur les produits croisés pour automatiser l'ensemble des activités liées à la gestion des garanties. De tels systèmes permettent notamment de gérer le risque d'exploitation lié aux activités des dérivés, en particulier ceux qui sont négociés en dehors des marchés organisés et nécessitent que l'intermédiaire en charge se dote de systèmes performants et fiables⁶⁴⁷.

La souplesse que le cadre juridique permet pour la gestion des actifs affectés en garantie a été louée comme un des moyens efficaces de se prémunir contre les effets systémiques de la crise financière. La gestion du collatéral suppose l'analyse d'un ensemble d'informations à des intervalles de temps très rapprochés, souvent sur une base quotidienne. Ces informations sont d'ordre très variés, ils comprennent, pour les contrats financiers notamment, les informations nécessaires pour établir l'algorithme pour les calculs des marges. Lorsque le collatéral est composé d'espèces, la gestion du collatéral suppose de gérer le calcul des intérêts sur les positions espèces. Cette question est cruciale pour les contrats financiers sur les marchés de gré à gré, du fait notamment que 80 % de l'ensemble du collatéral sur ces marchés est constitué de garanties données sur des espèces.

268. La gestion des actifs dont la propriété est transférée à titre de garantie.

Pour les garanties adoptant la technique du transfert de propriété, les obligations entre parties, pendant la période de latence, n'ont pas de réelle consistance⁶⁴⁸. Les actifs affectés en garantie sont devenus la propriété du créancier bénéficiaire dès la

*œuvre un nouveau dispositif de gestion des garanties : le système « 3G » (gestion globale des garanties), qui permet aux banques de gérer de manière unifiée et globale l'ensemble du collatéral relatif à leurs opérations de refinancement auprès de la Banque de France, que ce soit au titre de leur participation aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème ou pour l'obtention de crédit intrajournalier... la mise en œuvre d'une gestion globale des garanties impliquait en effet le passage de la technique de la pension livrée (repo) à celle du nantissement, passage qui n'a lui-même pu être opéré que grâce à l'évolution du cadre juridique français et européen du nantissement » : G. GOFFINET, « La gestion globale des garanties (3G) », *Bull. Banque Fr.* n° 172, Avril 2008, p. 29.*

⁶⁴⁷ Certains systèmes proposent des modules de conciliation et d'entrée de données dites « *Four eyes* » qui permettent de résoudre automatiquement les écarts dans les données d'évaluation et assurent une fiabilité accrue au niveau des modifications des données.

⁶⁴⁸ F. T'KINT, W. DERIJCKE, « La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », *Euredia* 2003/1, p. 41, spéc. p. 49.

constitution de la garantie. A moins d'avoir mis à la charge du créancier bénéficiaire certaines restrictions ou en tout cas d'avoir convenu contractuellement de certaines limitations aux pouvoirs du créancier désormais propriétaire, le constituant de la garantie, qu'il soit ou non le débiteur principal, n'a aucun droit de regard sur le sort des actifs transmis. A l'échéance du contrat, le créancier bénéficiaire devra sans doute reconstituer l'assiette de la sûreté fiduciaire, le cas échéant, conformément aux termes de l'accord qui le lie au débiteur. Le dénouement normal du rapport consiste généralement dans la restitution des actifs, alors qu'un dénouement anormal, c'est-à-dire la survenance d'un cas de défaillance du débiteur, aboutirait à la non-restitution des actifs, la réalisation de la garantie consistant simplement en la non-restitution, étant donné que l'assiette est déjà acquise en pleine propriété au créancier ainsi que nous l'avons souligné précédemment. Par nature, le régime des garanties avec transfert de propriété autorise donc une gestion souple de l'assiette. Cette gestion peut ainsi être adaptable au gré des besoins du créancier et de l'évolution de la situation du débiteur. Il va de soi que la liberté contractuelle autorise cependant les parties à inclure dans le contrat de constitution de la garantie des restrictions aux pouvoirs du créancier.

269. La gestion de l'assiette d'un nantissement de compte-titres. Pour ce qui est du nantissement de compte-titres, la loi autorise par ailleurs les parties à aménager contractuellement le caractère évolutif de l'assiette. L'article L. 211-20 III du Code monétaire et financier investit les parties du pouvoir de définir les modalités de gestion du compte nanti. Il revient par ailleurs au teneur du compte de veiller au bon respect de l'accord des parties. Dans les cas où le créancier serait lui-même teneur du compte, il bénéficie d'un mandat de gestion donné par le débiteur⁶⁴⁹. Nonobstant la technique utilisée, les caractéristiques des actifs financiers commandent donc une gestion active. La vie des actifs, en raison de leur nature même qui se caractérise par la liquidité et du caractère évolutif de la créance, ne peut pas se figer au jour de leur affectation en garantie⁶⁵⁰. Le créancier-bénéficiaire (section 1) aussi bien que le constituant de la

⁶⁴⁹ D. ROBINE, « Le gage de compte d'instruments financiers », préc., spéc. p. 77.

⁶⁵⁰ « *Most collateral agreements are re-valued or marked-to-market on a periodic basis, often daily but sometimes weekly or monthly. The amount of collateral held may be adjusted up or down according to the contractual provisions of the governing agreement, with the general objective being to match the amount of collateral held against the size of the credit exposure it is securing* », M. C. CLARKE et D. NAUMOWICZ, « *An Introduction to the Legal Aspects of Collateralization* », JP Morgan.

garantie (section 2), va bénéficier du régime flexible que la loi autorise. Il importe dès lors de déterminer quels sont les pouvoirs reconnus à chacun des intervenants dans la gestion des actifs affectés en garantie.

SECTION 1 : LES DROITS DU CRÉANCIER SUR L'ASSIETTE DE LA GARANTIE

270. **L'emprise du créancier.** Le caractère évolutif de l'assiette de la garantie, mais également la nécessité d'une gestion active des actifs affectés en garantie, rendent impérieuse la reconnaissance de droits étendus au créancier sur l'assiette de la garantie. Même si, de prime abord, cette question semble se poser avec plus d'acuité pour les garanties prenant la forme d'un nantissement que pour celles se fondant sur un transfert de propriété, la problématique reste commune aux deux techniques, et, au gré de l'analyse, il apparaît que le caractère absolu du droit du créancier en matière de transfert de propriété à titre de garantie ne sort pas indemne de l'épreuve de son utilisation à fin de garantie⁶⁵¹. En effet, le transfert n'est pas définitif, il est même souvent conditionné. La propriété dont jouit le créancier n'est souvent que temporaire. Le cours normal de la relation juridique étant d'aboutir à la rétrocession, l'étendue de l'emprise du créancier sur l'assiette de la garantie témoigne de l'importante flexibilité qui caractérise les garanties réelles financières. Outre les transferts de propriété à titre de garantie, l'illustration la plus importante de cette emprise est dans le droit d'utilisation ou le procédé de réhypothécatation⁶⁵². La consécration de cette technique en droit positif permet d'augmenter ce qu'il est aujourd'hui courant d'appeler la richesse « *collatéralisable* »⁶⁵³. MM. Nizard et Vauplane observent que le droit d'utilisation permet aux mêmes actifs d'être « collatéralisés » plusieurs fois, permettant ainsi l'accès au crédit à plus d'une personne. Le projet de loi ratifiant l'ordonnance du 24 février 2005, qui a introduit le droit d'utilisation en droit français, souligne la place importante de ce droit. Il affirme que « *le droit d'utilisation donnera une plus grande souplesse aux contrats de garanties sans transfert de propriété permettant d'en abaisser le coût*

⁶⁵¹ La référence est faite ici à l'article 544 du Code civil.

⁶⁵² C. A. JOHNSON, « Derivatives and Rehypotecation Failure : it's 3p.m., do you know where your collateral is ? », *Arizona Law review*, 1997, issue 39, p. 949.

⁶⁵³ H. de VAUPLANE et F. NIZARD, « Les titres inscrits en compte en droit international privé », in *Mélanges AEDBF III*, 2001, p. 401, spéc. p. 419.

pour le constituant et d'en accroître l'intérêt économique pour le créancier. Le droit de réutilisation devra être mis en œuvre dans le respect des réglementations garantissant le principe de ségrégation des actifs et la réglementation prudentielle »⁶⁵⁴. En outre, les droits dont dispose le créancier sur l'assiette de la garantie peuvent principalement être divisés en droits portant un pouvoir de modification de l'assiette de la garantie (§ 1) d'une part, et en droits emportant un pouvoir de disposition sur les actifs affectés en garantie (§ 2) de l'autre .

§ 1 Le pouvoir de modification de l'assiette des garanties réelles financières

271. **La variation du niveau de garanties exigé.** La nature des opérations sur les marchés a très tôt conduit à consacrer un cadre juridique qui permettait la flexibilité nécessaire pour accompagner les fluctuations dont les valeurs boursières faisaient l'objet. Les considérations économiques qui ont créé un besoin de sûretés adaptables (A) ont conduit à l'adoption de garanties assorties d'un pouvoir d'ajustement de leurs assiettes (B). Au-delà du simple ajustement, le besoin de flexibilité de ces garanties a par ailleurs conduit à lever les barrières traditionnelles et à permettre au bénéficiaire des garanties réelles financières la possibilité de jouir d'un droit de disposition sur les actifs affectés en garantie (C).

A. Le besoin de sûretés adaptables

272. **La variabilité du niveau de garantie exigée.** L'article 8, 3) a) de la directive Collateral évoque l'idée de remises dont l'objectif est de « *tenir compte de variations de la valeur des instruments financiers fournis ou du montant des obligations financières couvertes* ». La détermination de la valeur de la garantie exigée sur les marchés obéit à des règles strictes. Il a été souligné que « *le niveau de collatéral doit être fixé à un seuil qui varie en fonction de la solvabilité des contreparties mais qui doit toujours permettre de surmonter les variations du marché sur la durée. Bien qu'il semble assez habituel pour les banques de fixer des exigences plus strictes en*

⁶⁵⁴ Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 7.

matière de collatéraux pour les contreparties qui effectuent des opérations sur produits dérivés et en particulier les IFEL, le montant et la qualité de ces collatéraux ne sont pas toujours spécifiquement adaptés au profil de risque de crédit, de liquidité, de financement ou au niveau d'endettement de ces contreparties »⁶⁵⁵. La possibilité de modifier l'assiette de la garantie est cruciale eu égard aux incertitudes affectant la valeur des actifs qui la composent (2) et celles qui affectent la valeur de la créance garantie (1).

1. L'incertitude portant sur la valeur de la créance

273. Suivant le marché concerné et le type d'opération envisagé, l'incertitude affectant la créance peut varier. On trouve ainsi des situations dans lesquelles la créance est indéterminée (a) et d'autres dans lesquelles tout en étant initialement déterminée, l'évolution des cours de bourse a pu conduire à un changement dans sa valeur (b).

a) L'indétermination de la créance

274. **La problématique des créances à naître.** Le contexte particulier des opérations sur instruments financiers à terme fait que la créance à terme est souvent une créance à naître, que l'on soit sur des marchés réglementés ou non réglementés. La difficulté théorique à garantir une telle créance procède traditionnellement du principe selon lequel la sûreté est un accessoire, et en tant que telle, son existence ne peut pas précéder celle du principal, l'absence de la dette principale privant ainsi d'objet l'engagement accessoire. La jurisprudence a cependant infléchi la rigueur de cette analyse en matière de compte courant et en matière d'ouverture de crédit en admettant que la créance en germe peut être garantie par un gage dès la mise en place de ces mécanismes⁶⁵⁶. La doctrine souligne que le solde de résiliation né de la résiliation-compensation d'une convention-cadre de produits dérivés est très proche dans sa mécanique d'un solde de compte courant⁶⁵⁷. On a d'ailleurs pu suggérer, sur la

⁶⁵⁵ D. NOUY, « La supervision indirecte des *hedge funds* », préc.

⁶⁵⁶ CA Douai, 19 avril 1956, *RTD civ.* 1956, p. 561.

⁶⁵⁷ T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., § 970.

base de cette jurisprudence, de rédiger la rubrique « créance garantie » de la déclaration du gage de compte d'instruments financiers comme suit : « *le solde de résiliation calculé selon les modalités prévues dans la convention-cadre* »⁶⁵⁸. La créance serait ainsi pour le moins déterminable⁶⁵⁹. L'ordonnance du 24 février 2005 a mis un terme à cette interrogation pour ce qui est de la garantie des obligations financières en confirmant l'adaptabilité des garanties tout en abandonnant l'exigence d'un rattachement à une convention-cadre.

275. Le caractère indéterminé de la créance garantie sur les marchés de gré à gré. Le besoin de clauses adaptables sur les marchés de gré à gré résulte de la nature même de ce marché. La difficulté propre à ce marché tient au fait que la créance qu'on cherche à garantir est souvent le solde de résiliation issu de la résiliation-compensation des opérations couvertes par une convention-cadre⁶⁶⁰. Or un tel solde est impossible à chiffrer à l'avance, donc au moment de la constitution, le montant de la créance est par définition indéterminé. Un auteur relève les raisons qui font l'impossibilité de déterminer le montant de la créance : « *En premier lieu, ce solde est calculé sur la base de données financières futures dans la mesure où son calcul n'interviendra qu'à la date de survenance de l'événement provoquant la résiliation. En second lieu, ce solde est la résultante de la valorisation de créances qui peuvent être futures voire même éventuelles. "Futures" car ces créances peuvent être issues d'opérations non nécessairement conclues à la date de mise en place du gage. Dans les faits, le gage sera constitué à la date de conclusion de la première opération, les autres opérations ne venant s'ajouter qu'à l'occasion de relations ultérieures. "Éventuelles" car la valorisation de ces créances dépendra de conditions de marché qui peuvent donner lieu à une disparition de tout ou partie desdites créances (en théorie le créancier peut même se retrouver débiteur)* »⁶⁶¹.

⁶⁵⁸ S. PLAIS, « Réflexions sur le gage de compte d'instruments financiers en couverture d'opérations de dérivés de gré à gré », préc., spéc. p. 6.

⁶⁵⁹ V. sur ce point, D.-R. MARTIN, « Gage d'instruments financiers », préc., § 31.

⁶⁶⁰ Même s'il n'existe pas d'obligation de se référer à une convention-cadre, il convient de noter qu'en pratique la majorité des opérations de gré à gré y font référence.

⁶⁶¹ S. PLAIS, préc.

b) L'évolution de la valeur de la créance

276. **La valorisation du contrat.** La dette née des opérations de marché a un caractère fluctuant par définition, du fait même de l'activité de marché et de la nature volatile des instruments financiers. La fluctuation à la hausse ou à la baisse des instruments financiers sur lesquels porte la créance principale entraîne une modification de cette créance et, entraîne de fait, un écart entre la valeur de la créance et celle de sa garantie. Les parties sont ainsi contraintes à prévoir des mécanismes conventionnels d'adaptation de la garantie aux variations de la créance garantie afin d'éviter l'écart qui peut ainsi apparaître⁶⁶². On peut évoquer aussi l'idée d'une stabilisation de la valeur⁶⁶³. Le stock de collatéral et de contrats sur les marchés de gré à gré, ainsi que l'ensemble des positions ouvertes sur les marchés organisés font l'objet d'une valorisation régulière. Cette valorisation tient compte en général du type de contrat ainsi que des caractéristiques de l'opération négociée. Les contrats ouverts sont valorisés à leur valeur de marché dite MTM (*Marked To Market*). La valorisation peut être affectée d'une marge, généralement supérieure à 100 %, en surestimant la valeur du contrat ce qui permet d'obtenir davantage de collatéral. Le Règlement général de l'autorité des marchés financiers prévoit l'hypothèse d'ajustement de la couverture au gré de la réévaluation quotidienne des positions, de sorte à ce qu'elle corresponde au minimum réglementaire à travers le mécanisme de compléments de couverture⁶⁶⁴.

2. L'incertitude de la valeur de l'assiette de la garantie

277. **La fluctuation dans la valeur des éléments constituant l'assiette de la garantie.** La valeur des instruments financiers qui constituent l'assiette de la garantie

⁶⁶² S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 492, p. 318.

⁶⁶³ *Ibid.*

⁶⁶⁴ Il convient de noter avec Mme Riassetto qui distingue, au sujet des contrats à terme, entre les suppléments et les compléments, observant qu'ils « *n'ont pas une signification identique en ce que les premiers étendent le montant de la garantie, alors que les seconds en reconstituent la valeur* » : I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse préc., n° 511, p. 362-363. Cette observation doit toutefois être nuancée du fait que les règlements de marchés n'ont, à ce jour, pas adopté cette terminologie et continuent à se référer indifféremment aux « compléments » : *idem*, n° 509, p. 360.

peut être très fluctuante et dépendre d'un cours quotidien⁶⁶⁵. Le stock de collatéral est revalorisé à intervalles réguliers, le plus souvent quotidiennement. La valorisation du collatéral se fait à son prix de marché. Il en résulte une fluctuation dans la valeur de l'assiette de la garantie. Il existe plusieurs techniques de gestion de l'écart né de la fluctuation de la valeur de l'assiette de la garantie. La philosophie de ces techniques peut être rapprochée de la notion de cantonnement connue en droit des voies d'exécution⁶⁶⁶. On a pu évoquer en doctrine l'idée de stabilisation de la valeur de l'assiette⁶⁶⁷.

B. Le pouvoir d'ajustement de l'assiette des garanties réelles financières

278. Le pouvoir d'ajustement de l'assiette des garanties réelles financières est un trait essentiel de ces garanties. C'est une faculté que l'on retrouve tant sur les marchés organisés, à travers la règle du complément de couverture (1), que sur les marchés de gré à gré où le pouvoir d'ajustement est organisé contractuellement (2).

1. La règle du complément de couverture sur les marchés organisés

279. **L'ajustement quotidien des positions ouvertes et le complément de couverture.** L'intervention sur les marchés organisés d'une contrepartie centrale a pour effet de concentrer les risques sur cette entité. Ceci accroît l'intérêt que ces contreparties peuvent avoir pour le recours aux sûretés, mais aussi pour avoir des sûretés adaptables. Pour cela, les chambres de compensation doivent « *établir des critères d'accès financiers et opérationnels rigoureux et recalculer en permanence la position de leurs membres en prenant en compte les risques de variation de prix des actifs échangés. Sur cette base, elles effectuent des appels de garanties auprès de leurs*

⁶⁶⁵ V. à cet effet, le concept de volatilité Y. CROZET, B. BELLANTE, P.-Y. GOMEZ et Y. LAURENT, *Dictionnaire de banque et bourse*, Armand Colin, 1993, coll. Cursus, p. 321.

⁶⁶⁶ Le cantonnement est défini comme étant la « *réduction (en général judiciairement autorisée) de l'immobilisation résultant d'une mesure conservatoire ou d'une sûreté à une fraction du bien immobilisé propre à procurer une garantie suffisante et à libérer le surplus. Ex. cantonnement des effets d'une saisie-arrêt à une partie de la somme saisie-arrêtée ; cantonnement à une somme déterminée des effets de l'opposition au paiement du prix de vente d'un fonds de commerce ; cantonnement de l'hypothèque à une partie de l'immeuble hypothéqué de manière à dégrever le reste* », G. CORNU (ss dir.), *Vocabulaire Juridique*, préc., p. 131.

⁶⁶⁷ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 496, p. 321.

membres afin de couvrir les pertes qui pourraient résulter de la défaillance de l'un d'entre eux et de la liquidation de leurs portefeuilles. Ces garanties prennent la forme de marges individuelles et de fonds de compensation mutualisés (pour les risques non couverts par les marges en situation de marché extrême mais plausible) »⁶⁶⁸. L'article 516-10 du règlement de l'Autorité des marchés financiers organise le réajustement de la couverture. Ce texte dispose : « La couverture initialement constituée est réajustée en cas de besoin en fonction de la réévaluation quotidienne de la position elle-même et des actifs admis en couverture de cette position, de telle sorte qu'elle corresponde en permanence au minimum réglementaire requis. Le prestataire de services d'investissement met en demeure par tous moyens le client de compléter ou de reconstituer sa couverture dans le délai d'un jour de négociation. A défaut de complément ou de reconstitution de la couverture dans le délai requis, le prestataire prend les mesures nécessaires pour que la position du client soit à nouveau couverte. Sauf à ce que le prestataire et le client aient convenu de modalités différentes, le prestataire de services d'investissement commence par réduire la position du client avant de réaliser tout ou partie de la couverture »⁶⁶⁹. Sur les marchés organisés, les positions ouvertes sont valorisées par la chambre de compensation LCH.Clearnet SA suivant la méthode dite SPAN (*Standard Portfolio ANalysis*). Les Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA ont prévu plusieurs cas dans lesquels la chambre de compensation exige un ajustement de la couverture fournie par l'adhérent compensateur. Ainsi, l'article 1.5.1.3 alinéa premier, autorise la chambre de compensation, en plus des couvertures, à imposer à tout moment aux adhérents compensateurs un appel complémentaire de couverture si elle le juge raisonnablement utile ou nécessaire. Conformément à l'article 1.5.1.2 des Règles de la compensation, les fonds complémentaires sont appelés et débités en cas de circonstances exceptionnelles. Selon l'article 7 de l'Instruction n° 1.5-3 de LCH.Clearnet SA sur les obligations de couvertures et obligations de paiement sur les marchés dérivés⁶⁷⁰, « *les calculs de Fonds Complémentaires sont effectués plusieurs fois par Jour de Compensation au cours de sessions de calcul dédiées. Ce processus consiste à réévaluer les Positions*

⁶⁶⁸ Y. LUCAS, « L'impact de la crise financière sur les systèmes d'échange », *Bull. Banque Fr.* 1^{er} trimestre 2009, p. 3.

⁶⁶⁹ Souligné par nos soins.

⁶⁷⁰ Il faut souligner que, conformément à l'article 8 de cette Instruction, les dispositions qu'elle contient sur les fonds complémentaires s'appliquent exclusivement aux adhérents compensateurs actifs sur les marchés dérivés (à l'exclusion du marché sur les marchandises d'Euronext).

Ouvertes et les Couvertures des Adhérents Compensateurs sur la base des cours et des Positions Ouvertes en temps réel. En fonction des résultats obtenus ce processus peut engendrer un appel de Fonds Complémentaires conformément aux dispositions de cette Instruction et de l'Avis y référant »⁶⁷¹. Par ailleurs, LCH.Clearnet SA peut déterminer dans une instruction des limites de positions ouvertes et des limites d'exposition au risque applicables aux adhérents compensateurs. D'après l'article 1.5.3.6 « Lorsque ces limites sont atteintes, LCH.Clearnet SA peut augmenter les Couvertures requises en fonction des Positions Ouvertes de l'Adhérent Compensateur après en avoir informé les opérateurs du marché ou du Système Reconnu par LCH.Clearnet SA ». Se pose cependant la question de savoir si, à l'instar de ce qui est reconnu en matière de nantissement de compte-titres, les ajustements apportés aux propriétés-garanties vont être considérés comme ayant été apportés au jour de la constitution de la couverture, ou si chaque ajustement est considéré comme constitutif d'une garantie nouvelle.

280. Le rattachement des compléments à la constitution initiale du dépôt de garantie. Selon Mme Riassetto, cette obligation de reconstitution du dépôt de garantie

⁶⁷¹ Conformément à l'article 10 de cette Instruction, LCH.Clearnet SA effectue les calculs suivants :

1 « Pour chaque Adhérent Compensateur dont :

2 Montant du dernier appel de couverture + montant du seuil (défini à l'article 11) < Montant de Fonds Complémentaires requis (tel que décrit dans un Avis)

LCH.Clearnet SA réévalue le montant de Collatéral existant et compare ce montant au montant de Fonds Complémentaires requis.

Pour chaque Adhérent Compensateur dont :

Montant de Collatéral réévalué

Montant de Fonds Complémentaires requis

LCH.Clearnet SA effectue un appel de Fonds Complémentaires ».

Par ailleurs, les cas de circonstances exceptionnelles qui peuvent donner lieu aux appels de fonds complémentaires sont établis à l'article 11 de la même Instruction. Cet article qui traite de la méthodologie de calcul des seuils dispose :

« Les seuils mentionnés à l'Article 10 sont calculés en corrélation avec le montant de Collatéral déposé en J au matin au titre du Dépôt de Garantie.

- Cas 1 : Ce seuil garantit que les appels de Fonds Complémentaires sont effectués en cas de circonstances exceptionnelles ayant pour conséquence des prix ou des mouvements de positions anormaux. Ce seuil est calculé sur la base d'un pourcentage du montant de Collatéral initialement déposé au titre du Dépôt de Garantie (paramètre B%).

- Cas 2 : Ce seuil garantit que les montants extrêmement importants sont toujours appelés même si le seuil en pourcentage n'est pas dépassé (paramètre A).

- Cas 3 : Ce seuil garantit qu'aucun appel n'est effectué pour des montants faibles même si le seuil en pourcentage est dépassé. Ce seuil est un montant fixe (paramètre C).

En cas de survenance d'événements ou de circonstances imprévus, LCH.Clearnet SA peut modifier ces seuils. Ces modifications s'appliquent immédiatement aux Adhérents Compensateurs concernés. LCH.Clearnet SA notifie ces modifications aux Adhérents Compensateurs concernés ».

trouve son pendant dans les « clauses d'arrosage » en matière de gage⁶⁷². La nature des clauses d'arrosage ne correspond pas à une subrogation réelle, elle doit plutôt être rapprochée de l'idée d'une obligation conditionnelle. Tirant les conséquences de cette qualification, au niveau de l'analyse du réajustement, Mme Riassetto conclut que « *les compléments de dépôts appelés ne constituent donc pas autant de nouveaux contrats de dépôt de garantie, mais viennent reconstituer le dépôt de garantie initial en exécution d'une obligation personnelle pesant sur le constituant* »⁶⁷³.

2. Le pouvoir d'ajustement organisé contractuellement

281. L'exercice par le créancier du pouvoir d'ajustement de l'assiette de la garantie en dehors des marchés organisés a pour fondement juridique l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. L'intérêt de l'ajustement se révèle tant sur les marchés réglementés que sur les marchés de gré à gré voire même sur le marché interbancaire⁶⁷⁴. Il n'y a pas de cours officiel sur le marché de gré à gré. Il revient à

⁶⁷² I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse préc., n° 513, p. 364.

⁶⁷³ *Idem*, n° 513, p. 365.

⁶⁷⁴ Il en est ainsi du système 3G de gestion des garanties utilisé par la banque de France, où l'on peut lire dans le contrat les clauses suivantes :

« • *Les apports de titres augmentent, toutes choses égales par ailleurs, le montant du panier et par conséquent celui de la ligne de crédit du participant dans TARGET2. Ils ne sont pris en compte dans la ligne de crédit qu'après réception par la Banque de France de la confirmation de leur dénouement.*

• *Les retraits diminuent le montant du panier et par conséquent, la ligne de crédit du participant. Ils sont soumis à une autorisation préalable de la Banque de France, qui s'assure de la diminution effective de la ligne de crédit du participant avant d'émettre l'instruction de retour des titres auprès du dépositaire (cf. schéma).*

• *Le paiement, par la Banque de France, d'éventuelles opérations sur titres (OST) relatives aux titres figurant dans le panier du participant diminue le montant du panier. A l'instar des opérations de retrait de titres, le paiement d'OST nécessite donc une autorisation préalable de la Banque de France, qui s'assure que le montant du panier de garantie après paiement des OST couvre toujours le montant des liquidités accordées.*

• *la modification du montant de créances privées cédées diminue ou augmente le montant du panier, donc la ligne de crédit du participant. Dans la mesure où les créances cédées par une contrepartie lors d'une remise annulent et remplacent l'ensemble des créances précédemment remises, il n'y a pas de notion de livraison/retour de créances privées, ni d'autorisation préalable par la Banque de France en cas de baisse du stock de créances privées.*

• *la valorisation quotidienne des actifs remis en garantie diminue ou augmente le montant du panier, donc la ligne de crédit du participant. Dans l'hypothèse où le nouveau montant du panier de garanties ne permet plus de couvrir les liquidités accordées au participant dans le cadre des opérations de politique monétaire (la ligne de crédit est alors à zéro), la Banque de France procède à un appel de marge en titres auprès du participant concerné. Si ce dernier ne livre pas les titres complémentaires requis dans le délai imparti, la Banque de France procède en fin de journée à un appel de marge en espèces en débitant le compte espèces du participant » : G. GOFFINET, « La gestion globale des garanties (3G) », *Bull. Banque Fr.* n° 172, avril 2008, p. 33.*

chaque partie de revaloriser toutes les opérations en cours et le stock de collatéral donné ou reçu, puis les deux parties confrontent leurs résultats. L'ajustement peut viser à adapter l'assiette de la garantie aux variations de la valeur des instruments financiers qui la composent (a), ou à adapter cette assiette à des variations qui affectent la valeur de la créance principale (b).

a) Les techniques contractuelles utilisées pour adapter l'assiette aux variations de la valeur des instruments financiers qui la composent

282. **La clause d'arrosage et la clause d'écrêtement.** Aux termes de la clause d'arrosage, si la valeur d'ensemble de l'assiette de la garantie (pour le nantissement de compte-titres, il s'agit de la valeur du compte nanti) subit une baisse en deçà d'un certain seuil, en général préétabli ou déterminable selon une règle préétablie, le constituant s'engage à affecter des instruments financiers ou des espèces supplémentaires de sorte à reconstituer la valeur initiale de l'assiette. Les parties peuvent également prévoir que la mise en œuvre de la clause d'arrosage puisse résulter non seulement d'une baisse de la valeur de l'assiette, mais également d'une baisse de notation du constituant, ou de son inexécution d'autres engagements⁶⁷⁵ vis-à-vis du même créancier ou d'une entité qui dépend de ce créancier⁶⁷⁶. Il convient de noter que le droit commun du gage conforté par la pratique dans certains domaines dont le domaine financier, a vu consacrer la clause d'arrosage dans le Code de commerce à l'article L. 527-7 introduit par l'ordonnance n° 2006-346 du 23 mars 2006. Suivant cette disposition, lorsque le créancier gagiste constate que la valeur de sa garantie a diminué de 20 % par rapport à la valeur du gage initial, quelle qu'en soit, dans le silence de la loi, la raison, il est en droit de mettre le débiteur en demeure, soit de rétablir la valeur de la garantie, soit de rembourser une partie des sommes prêtées en proportion de la diminution constatée. A défaut, le créancier peut exiger le remboursement total de la créance, considérée comme échue. La clause d'arrosage trouve son pendant dans la clause d'écrêtement. Cette clause organise, en cas de diminution du montant de la dette garantie, l'adaptation du montant de l'assiette de restituer au constituant une partie des titres affectés en garantie. M. Praicheux fait

⁶⁷⁵ En vertu de la *Cross-Default Clause* ou clause de défaut croisé.

⁶⁷⁶ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 132, p. 40.

remarquer la difficulté que la mise en œuvre de cette clause peut entraîner : « *Compte tenu de l'indivisibilité en principe des instruments financiers (on ne peut restituer une action ou un titre de créance au prorata d'une valeur précise), l'égalité entre dette garantie et valeur des instruments sera rarement parfaite ; généralement, pour cette raison, le compte nanti aura une valeur supérieure au résultat de la formule insérée dans la clause d'arrosage* »⁶⁷⁷.

283. **Les techniques utilisées dans les conventions-cadres de l'ISDA.** Dans la documentation ISDA, on retrouve un mécanisme de franchise, appelé « *threshold* ». La franchise peut se traduire en un montant ou en un pourcentage du montant notionnel du sous-jacent. La franchise indique « *la part de la dette dont les parties acceptent le risque et qui va rester impayée* »⁶⁷⁸. Un autre exemple de clause utilisée dans la documentation ISDA est le versement de sûretés dont la valeur dépasse le montant de la dette garantie. On retrouve ce mécanisme dans le *Credit Support Annex* régi par le droit de l'Etat de New York du contrat cadre de l'ISDA⁶⁷⁹. L'abattement ou « *haircut* » est utilisé tant sur les marchés réglementés que sur les marchés de gré à gré. Selon M. Praicheux, « *il s'agit pour les parties de déprécier volontairement la valeur d'un bien donné en garantie par rapport à son prix de marché au jour de la constitution de la sûreté, afin d'anticiper une évolution négative de la valeur de ce bien et protéger ainsi davantage le créancier* »⁶⁸⁰. Le « *haircut* » concerne différentes techniques de garantie. On retrouve une définition donnée par la Convention-cadre européenne relative aux opérations sur instruments financiers de la Fédération Bancaire Européenne : « *"Ratio de Marge" (également appelé "Haircut") signifie pour chaque Pension ou pour chaque Prêt de Titres, le pourcentage convenu entre les parties par lequel sont multipliés les Engagements du Cédant relativement au Prix de Rétrocession et, respectivement, les Engagements de l'Emprunteur relativement aux Titres Prêtés, afin de déterminer le Risque Net ; à défaut d'un accord à cet effet, le Ratio de Marge sera égal (a), pour une Pension, à la Valeur de Marché des Titres Cédés à la date de*

⁶⁷⁷ *Idem.*

⁶⁷⁸ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 493, p. 319.

⁶⁷⁹ Cité par S. PRAICHEUX, préc.

⁶⁸⁰ *Idem*, n° 493, p. 320. L'auteur donne l'exemple suivant pour illustrer la technique des *haircuts* : « *on estimera par exemple, et par convention, que tel titre qui vaut cent euros n'en vaut plus que quatre-vingts, par suite de l'abattement qui lui est appliqué ; les vingt euros de différence représenteront une garantie supplémentaire entre les mains du créancier. Cette technique d'abattement ne constitue pas pour autant, en principe, un mode d'estimation de la valeur de la réalisation de la sûreté* ».

conclusion de l'Opération, divisée par le Prix de Cession et (b) pour un Prêt de Titres, (i) à la Valeur de Marché, à la date de conclusion de l'Opération, de la Marge à constituer à la Date de Livraison, multipliée par le Coefficient de Pondération applicable et divisée par la Valeur de Marché des Titres Prêtés à cette date, et (ii) si aucune Marge n'a été remise à la Date de Livraison, 100 pour cents, à moins que les parties n'aient exclu expressément la remise de toute Marge pendant toute la durée de l'Opération, auquel cas le Ratio de Marge sera égal à zéro jusqu'à la Date de Restitution ». Par le biais du mécanisme du « haircut », la garantie financière est valorisée à un prix inférieur à sa valeur de marché théorique, ce qui amène à alimenter en continu la garantie financière. L'ampleur du « haircut » dépend de la nature des actifs composant l'assiette de la garantie financière⁶⁸¹ et de la nature de l'émetteur. En outre, le recours à la technique du « haircut » s'utilise en général de manière alternative à celle de l'appel de marge. Le recours à la technique de l'appel de marge ou du « haircut » sont indiqués dans l'accord cadre qui lie les deux parties. Les deux mécanismes ont pour objet d'ajouter une marge de sécurité au créancier, de façon à tenir compte des possibles fluctuations de la valeur du collatéral entre deux appels de marge.

b) Les techniques contractuelles utilisées pour adapter l'assiette aux variations de la créance garantie

284. En matière de contrats financiers (dérivés ou contrats à terme), la créance définitive lors du dénouement du contrat est difficile à mesurer à l'avance. Elle est en variation continue tout au long de la vie du contrat puisqu'elle dépend des variations de la valeur du sous-jacent. Au dénouement, la créance peut même changer de camp selon que le contrat se dénoue en gain ou en perte. Il est dès lors primordial que les garanties prises pour garantir le risque de contrepartie en matière de contrats financiers puissent être ajustée pour s'adapter aux évolutions du contrat financier⁶⁸². A l'instar des techniques qui visent à adapter l'assiette de la garantie aux variations des instruments financiers qui la composent, la pratique a mis en place un certain nombre de techniques

⁶⁸¹ A titre d'exemple, le *cash* a un *haircut* de zéro car c'est le collatéral le plus sûr et le plus facile à liquider en cas de défaut.

⁶⁸² Pour un aperçu complet de cette question, V. A. GAUDEMET, *Les dérivés*, thèse Paris II, Economica, 2010, préf. H. SYNDET.

contractuelles qui visent à adapter l'assiette aux variations de la créance garantie. Il n'est pas lieu ici d'en faire une revue exhaustive, nous citerons cependant quelques-unes parmi les plus usitées. La technique du coussin consiste pour un créancier dans une opération à terme, d'exiger une garantie immédiate du débiteur, alors même que la valorisation de cette opération à son point de départ est nulle. Cette technique permet aux créanciers de s'assurer « *un "coussin" permanent en deçà duquel la garantie ne pourra descendre* »⁶⁸³. Le surdimensionnement dans l'assiette de la garantie permet d'anticiper une évolution rapide des marchés et d'éviter des appels de marge trop fréquents. La technique de l'accroissement de l'assiette de la garantie consiste en une extension de l'assiette de la garantie existant par inclusion d'actifs additionnels afin d'adapter l'assiette de la garantie à un changement de la créance garantie. Les clauses d'accroissement sont pour l'adaptation aux fluctuations de la créance ce que sont les clauses d'arrosage pour l'adaptation aux changements de la valeur des actifs affectés en garantie.

C. Le pouvoir de substitution de l'assiette de la garantie réelle financière

285. **La clause de substitution dans les garanties translatives de propriété.** La convention-cadre de l'Association française des trésoriers de banque prévoit un mécanisme de substitution de titres en matière de pension livrée. Il en est de même de la convention-cadre de la Fédération des banques françaises relative aux opérations de pensions livrées, qui prévoit en son article 4 un mécanisme de substitution dans les termes suivants :

« Une Partie peut, à sa charge et avec le consentement préalable de l'autre Partie, à tout moment substituer à des Titres déjà mis en pension ou remis en Marge d'autres Titres, sous réserve qu'à la date à laquelle elles décident de la substitution les nouveaux Titres aient une valeur au moins égale à celle des Titres initialement mis en pension ou remis en Marge auxquels ils sont substitués.

La substitution se réalise dans les délais usuels de livraison et dans les conditions visées à l'article 7.2, par le transfert, par le cédant au cessionnaire, de la propriété des Titres substitués et par le transfert, par le cessionnaire au cédant, des Titres

⁶⁸³ S. PLAIS, « Réflexions sur le gage de compte d'instruments financiers en couverture d'opérations de dérivés de gré à gré », préc., spéc. p. 7.

initialement mis en pension ou remis en Marge. Cette substitution n'a pas d'effet novatoire sur la Pension considérée ou sur la Marge déjà constituée. En conséquence, et sous réserve pour les Titres substitués mis en pension d'un éventuel ajustement de la quantité de Titres afin que la Valeur des Titres nouveaux reste égale à celle prise initialement en considération pour le calcul du Prix de Rétrocession, les Parties restent tenues dans les termes et conditions convenus entre elles pour la Pension considérée, l'engagement de rétrocession portant dès lors sur les Titres substitués ».

286. Les clauses de substitution dans les garanties non translatives de propriété. La jurisprudence française a reconnu la validité des clauses de substitution de titres en matière de gage⁶⁸⁴. Il existe plusieurs variantes de clauses de substitution d'actifs. On peut regrouper ces différents types en deux groupes. Une première catégorie de clauses comprend celles qui rendent l'accord préalable du créancier nécessaire pour procéder à la substitution. Il en est ainsi de la convention-cadre de l'Association du Forex et des trésoriers de banque dite convention AFTB. Cette convention permet aux signataires de procéder à la substitution, avant l'échéance, de tout ou partie des titres cédés, avec l'accord du cédant et du cessionnaire, sous réserve qu'à la date de la substitution, les nouveaux titres aient une valeur au moins égale à celle des titres initialement mis en pension qu'ils remplacent. La seconde catégorie de clauses comprend celles qui organisent, de manière anticipée, les modalités de la substitution. Elles figurent normalement dans le contrat de nantissement⁶⁸⁵.

287. L'immunité reconnue à la substitution d'instruments financiers en matière de nantissement. L'article L. 211-20 du Code monétaire et financier prévoit l'hypothèse d'une « substitution » d'instruments financiers. Cette disposition permet aux parties d'adapter l'assiette de la garantie en cas de fluctuation de la valeur des instruments financiers composant l'assiette de la garantie ou en cas d'évolution de la

⁶⁸⁴ Dans cet arrêt, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a implicitement reconnu la validité des clauses de substitution d'assiette. La Cour estime en effet que « le contrat de gage ayant prévu une faculté de substitution avec l'accord du créancier, la Cour d'appel, qui a retenu que le droit de rétention ne pouvait être limité par le pouvoir conféré au juge-commissaire par l'article 34, alinéa 3, de la loi du 25 janvier 1985 d'imposer une substitution de garantie, a légalement justifié sa décision » : Cass. com., 4 juill. 2000, *Bull. civ.* IV, n° 136 ; *Banque & Droit*, n° 75, 2001, p. 44, note F. JACOB ; *JCP G* 2000, IV, 2501.

⁶⁸⁵ La Cour de cassation exige cependant afin de reconnaître une entière efficacité à cette clause, que les parties déterminent le nouvel objet engagé en substitution de l'objet initial : Cass. com., 14 janv. 1997, pourvoi n° 94-18.574, inédit.

valeur de l'obligation garantie. La substitution de certains instruments financiers à d'autres ne sera pas assimilée à la constitution d'un nouveau nantissement. Cette règle est cruciale notamment pour assurer l'immunité de l'opération face aux règles relatives aux nullités de la période suspecte dans les procédures collectives. La remise de nouveaux instruments financiers constitue une obligation additionnelle qui pèse sur le constituant. Son exécution n'est en soi pas garantie par la sûreté que la remise vient compléter. Ainsi que l'observe M. Praicheux, « *la dette de remise de nouveaux instruments [n'est] par essence que chirographaire, sauf à la garantir par une nouvelle sûreté* »⁶⁸⁶.

§ 2 Le droit de disposition des actifs affectés en garantie

288. Le droit de disposer des actifs composant l'assiette de la garantie de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier a été une des avancées majeures introduite par l'ordonnance du 24 février 2005 à travers la consécration de ce qu'il est convenu d'appeler le droit d'utilisation (B). Un droit de disposition existait cependant déjà pour les transferts de propriété à titre de garantie connus sous la forme de couverture en bourse (A).

A. Le droit de disposition traditionnellement reconnu en matière de couverture en bourse

289. Le droit de disposition reconnu en matière de couverture en bourse trouve son fondement dans le droit de propriété (1), dont il conviendra d'apprécier les traits caractéristiques (2).

1. Un fondement dans le droit de propriété

290. **Problématique propre aux garanties translatives de propriété.** Les garanties réelles sur les marchés réglementés sont désignées par le terme générique de

⁶⁸⁶ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 132, p. 40.

couvertures à quelques exceptions près⁶⁸⁷. Or, les couvertures sur les marchés épousent systématiquement la technique de la propriété-garantie. Pour les garanties non translatives de propriété il n'y a pas de droit de disposition à proprement parler qui leur ait été reconnu antérieurement à la consécration du droit d'utilisation par l'ordonnance du 24 février 2005. La question que pose la modification de l'assiette de la garantie réelle financière qui s'appuie sur un transfert de propriété à titre de garantie est celle de savoir si le transfert de propriété qui est réalisé lors de la constitution de la garantie financière est absolu, en cohérence avec le droit de propriété, ou si elle comporte des limites à l'exercice de certains des attributs de ce droit. M. Agbayissah formule cette difficulté de la manière suivante : *« en raison de la technique retenue, le bénéficiaire pourra-t-il utiliser pour son propre compte les actifs objet du dépôt ? Une telle question prend tout son sens au regard de la vocation du débiteur à redevenir propriétaire sous la condition suspensive du parfait dénouement des opérations. Si l'on répond par l'affirmative, il est à craindre, le cas échéant, une utilisation hasardeuse des actifs donnés en garantie par le bénéficiaire. C'est pourquoi, dans le cas où il y aurait utilisation par celui-ci du dépôt de garantie pour son propre compte, il n'est pas à exclure que la jurisprudence accède à des demandes de mesures conservatoires formées par le débiteur. Celui-ci, disposant d'un droit conditionnel à la "réappropriation" du dépôt, serait en droit de former de telles demandes »*⁶⁸⁸. La question posée ici est similaire à celle que nous avons examinée pour la réalisation des garanties réelles financières formées par des transferts de propriété à titre de garantie. Pour répondre à cette question il convient tout d'abord de définir la nature des droits notamment au regard du droit de propriété. Avec l'introduction de l'article 49 de la loi de modernisation des activités financières (devenu aujourd'hui article L. 440-7 du Code monétaire et financier), la question s'est posée quant à l'étendue des droits que le Code reconnaît à chacun du teneur de compte dépositaire et du créancier, sur les actifs transférés en garantie⁶⁸⁹. La réponse à cette question est tributaire de deux aspects, l'un théorique et l'autre pratique. Du point de vue théorique, si l'article L. 440-7 du Code

⁶⁸⁷ Citons à titre d'exemple les pensions livrées qui ne sont pas à proprement parler des sûretés. Bien qu'elles en jouent le rôle parfois. Or, elles ne sont généralement pas comprises dans le champ des couvertures.

⁶⁸⁸ S. AGBAYISSAH, « Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés - Une sûreté fiduciaire (Articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) », préc., n° 30.

⁶⁸⁹ *Ibid.*

monétaire et financier réalise une remise en pleine propriété, il est de la nature même du droit de propriété ainsi reconnu au créancier, de conférer à son titulaire l'attribut du seul propriétaire qu'est l'*abusus*. Et, du moment que le texte ne prévoit pas de restriction à ce droit, les dimensions de la propriété telle que prévue aux articles 544 et suivant du Code civil l'emporteraient, à moins de considérer que le droit de propriété serait amputé ou conditionné. Quant à l'aspect pratique, il tient à la finalité de ces remises, qui servent souvent à sécuriser des prêts de titres.

291. **Le transfert de propriété immédiat.** Depuis la loi de modernisation des activités financières, il est attaché au dépôt de garantie, sans ambiguïté, un effet translatif de propriété. L'article L. 440-7 du Code monétaire et financier (introduit par l'article 49 de la loi de modernisation des activités financières) a remplacé le texte de l'article 9 de la loi du 28 mars 1885 qui se référait aux titres simplement « acquis », par une référence, non équivoque, aux remises en pleine propriété. Le dépôt opère ainsi un transfert immédiat, non pas d'un simple démembrement du droit de propriété, mais une « pleine propriété », avec tous les attributs qu'elle comporte. Comme le souligne Mme Riassetto, il n'est dès lors pas besoin de faire appel à la notion de fongibilité, « *impuissante, à elle seule, à justifier le transfert de propriété des biens inscrits en compte* », pour tenter de fonder le transfert. A cet égard, l'opinion d'une certaine doctrine, certes minoritaire, selon laquelle la remise en compte opère individualisation des actifs qui y sont inscrits et s'oppose à leur transfert de propriété au profit du teneur de compte, lorsque ce compte peut être distingué du compte propre du teneur, nous paraît judicieuse.

2. Caractéristiques de ce droit de propriété

292. **Etendue des pouvoirs du bénéficiaire sur les biens affectés en garantie.** Le transfert de propriété est réalisé dès la remise des actifs (pour les actifs scripturaux, le transfert de propriété étant réalisé dès l'inscription des actifs sur le compte du bénéficiaire)⁶⁹⁰. Les actifs seront donc acquis en pleine propriété, et, en l'absence d'un

⁶⁹⁰ L'article 4 de l'instruction LCH.Cleartnet SA, n° I.5-1 du 15 février 2008 précise d'ailleurs, en référence à l'article 440-7, que la propriété du collatéral est transférée à LCH.Cleartnet SA au moment où le compte de LCH.Cleartnet SA est crédité.

accord contractuel stipulant des restrictions spécifiques à la charge du bénéficiaire, le droit de disposition du bénéficiaire reste entier. Cependant, cette analyse ne prend pas en considération le fait que le transfert de propriété, pour parfait qu'il soit, reste un transfert finalisé, qui a été soumis à la condition, expresse ou tacite, de la rétrocession à l'issue de la période de latence. Or, la disposition, hors les cas de fongibilité avérés⁶⁹¹, risque de priver le constituant de l'hypothétique restitution. Et, si une restitution par équivalent n'a pas été prévue, une telle disposition irait à l'encontre de la finalité même du transfert. Pour déterminer l'étendue des pouvoirs du bénéficiaire sur les actifs gérés, il est par ailleurs utile d'examiner la solution consacrée pour le fiduciaire en matière de fiducie de droit commun. Or nous avons eu l'occasion de démontrer que la fiducie de droit commun posait des restrictions au droit du fiduciaire qui ne sont pas posés par le droit spécial des marchés financiers. Et pourtant, même pour la fiducie de droit commun, le fiduciaire est admis à exercer certains actes de disposition. Ainsi, il est reconnu au fiduciaire le pouvoir d'effectuer des actes de disposition dans la mesure où ils n'affecteraient pas la consistance économique du patrimoine géré. Le régime de la fiducie-sûreté de droit commun laisse aux parties de déterminer dans leur convention l'étendue des pouvoirs du fiduciaire, ce qui permet de poser des restrictions à ses pouvoirs. De fait, le titulaire dispose de pouvoirs finalisés, il ne peut aller au-delà de ce que la convention l'autorise à faire et doit rendre compte de l'exercice de ses pouvoirs. Dans les fiducies de droit spécial (ces institutions, rappelons-le, ont précédé la fiducie de droit commun), le législateur a laissé aux parties de convenir de modalités qui font que le régime juridique est largement contractuel. La propriété reste entière même si le titulaire du droit de propriété consent à des modalités par lesquelles il cède certains attributs. En outre, pour ces fiducies de droit spécial, seuls certains aménagements contractuels peuvent intervenir, sans pour autant affecter la nature du droit de propriété.

293. **Un transfert finalisé.** L'affectation se définit comme « *l'acceptation d'une finalité particulière en vue de laquelle les biens composant le patrimoine du garant*

⁶⁹¹ Contrairement au marché des actions, les émissions obligataires ne sont généralement pas fongibles entre elles. La plupart des émissions ont leurs propres caractéristiques qui sont fonction des conditions de marché au moment de leur lancement, *Rapport de l'AMF*, « Le marché obligataire secondaire », 16 décembre 2009, p. 4. Sur le MONEP, la fongibilité est définie comme la propriété selon laquelle des contrats possédant les mêmes caractéristiques peuvent se substituer l'un à l'autre, « Les instruments financiers à terme du MONEP », Note d'information (*visa COB n°00-1228 du 4 juillet 2000*), p. 26.

sont susceptibles d'être utilisés »⁶⁹². Les règles de LCH.Clearnet SA mettent clairement des restrictions au droit de propriété des bénéficiaires des dépôts de garanties et marges, dont la chambre de compensation elle-même. Ces derniers sont soumis au respect d'une obligation de conservation, ensemble avec des obligations d'information. Les règles de LCH.Clearnet SA imposent ainsi à la chambre de compensation de respecter la finalité des dépôts effectués auprès d'elle⁶⁹³. Elles mettent, par ailleurs, à la charge des compensateurs bénéficiaires, une obligation de « justifier à tout moment de l'existence et de l'allocation du collatéral qui leur a été remis par leurs Clients ou Membres Négociateurs en garantie de leurs Positions »⁶⁹⁴, étant entendu que le collatéral inscrit auprès de l'adhérent compensateur ne doit pas être confondu avec les avoirs propres de cet adhérent : il bénéficie donc d'une individualisation qui est garantie par les règles de la chambre de compensation⁶⁹⁵.

294. **L'obligation de restitution.** Les règlements de marché mettent à la charge du bénéficiaire de la couverture une obligation de restitution. Ils ne mettent toutefois pas de limite temporelle à cette restitution. Pour Mme Drummond et M. Bonneau, dans le cas où aucune défaillance ne se produit, la restitution du collatéral s'impose du fait même de la finalité des dépôts de garantie⁶⁹⁶. La restitution-substitution reste toutefois possible. Elle est prévue dans les textes de LCH.Clearnet SA⁶⁹⁷. Ces règles prévoient également qu'en cas de défaillance le collatéral est acquis à l'Adhérent Compensateur

⁶⁹² P. CROCQ, préc., n° 276.

⁶⁹³ L'article 11 de l'instruction LCH.Clearnet SA, n° I.5-1 du 15 février 2008, dispose ainsi que : « Le Collatéral déposé par un l'Adhérent Compensateur est exclusivement affecté ou enregistré dans les différents comptes de garantie ouverts au nom de [cet] l'Adhérent Compensateur. Les actifs, que les Membres Négociateurs ou les Clients ont déposés auprès de leur Adhérent Compensateur comme Collatéral, peuvent être utilisés uniquement pour couvrir les Positions Ouvertes enregistrées dans les comptes clients de l'Adhérent Compensateur et non celles enregistrées dans le compte maison de cet Adhérent Compensateur, sauf s'il en a été convenu autrement entre les parties ».

⁶⁹⁴ Article 3.5.1.1 des Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.

⁶⁹⁵ Aux termes de l'article 3.5.2.1. des Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA : « L'enregistrement du collatéral dans les livres des Adhérents Compensateurs doit être établi de manière à pouvoir distinguer, à tout moment, d'une part, les avoirs propres déposés en garantie et les mouvements relatifs aux Positions Ouvertes propres d'un Adhérent Compensateur et, d'autre part, les avoirs déposés en garantie et les mouvements relatifs aux Positions Ouvertes des Clients ou des Membres Négociateurs ».

⁶⁹⁶ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 901, p. 707.

⁶⁹⁷ L'article 19 de l'instruction LCH.Clearnet SA, n° I.5-1 du 15 février 2008, dispose ainsi que : « La restitution du Collatéral en Valeurs Mobilières n'est effectuée par LCH.Clearnet SA qu'à la condition expresse que l'Adhérent Compensateur dépose un autre actif à titre de Collatéral pour remplir ses obligations de Couverture et exécute totalement ses autres obligations de paiement envers LCH.Clearnet SA ».

qui doit restituer le solde du Dépôt de Garantie qui en résulte⁶⁹⁸. Se pose alors la nature de la restitution. Le créancier bénéficiaire doit-il restituer en nature ou une restitution par équivalent serait-elle admise ? Incidemment, il convient de comprendre si les biens déposés en garantie sont rendus indisponibles. La restitution par équivalent est possible dans hypothèses. L'hypothèse où les parties auraient prévu une restitution par équivalent et l'hypothèse où les actifs composant l'assiette sont des actifs fongibles.

295. La disposition en cascade des actifs transmis en garantie. La reconnaissance d'un droit de propriété sur les actifs affectés en garantie, loin des considérations théoriques, a d'abord été le résultat d'un impératif sur les marchés réglementés. Le régime reconnu aux dépôts de garantie de l'article L. 440-7 répond à un besoin des marchés, il permet d'adapter les textes aux besoins d'optimisation et de rentabilité des marchés. Les garanties données sur les marchés réglementés prises sous forme de dépôt de garantie de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier permettent de réaliser des transmissions successives en cascade entre les différents intervenants de la chaîne des donneurs d'ordre. Chaque intervenant de la chaîne reçoit de son débiteur en pleine propriété des actifs composant le collatéral, qu'il transmet à son tour à son propre créancier. Une telle transmission en cascade permet d'optimiser l'utilisation du collatéral et d'éviter le gaspillage du crédit. M. Praicheux observe à cet effet qu' « *au moyen de la transmission en cascade, les opérateurs affectent successivement en garantie la même chose, qui se déplace en même temps que le risque de défaillance du débiteur se déplace : en dernier lieu, c'est la chambre de compensation qui supporte ce risque, ce qui justifie qu'elle se voit remettre une grande partie des couvertures collectées au long de la chaîne boursière* »⁶⁹⁹. Or, une telle pratique, nécessaire pour le fonctionnement des marchés, n'aurait pas été possible en l'absence de dispositions en faveur du preneur de garantie. Le droit de disposition est un des attributs du droit de propriété. Il en est ainsi des transferts de propriété à titre de garantie qui emportent un droit de disposition en faveur de leurs bénéficiaires.

296. L'application cumulative des articles L. 440-7 et L. 211-38 du Code monétaire et financier. L'entrée en vigueur de l'ordonnance du 24 février 2005 et notamment de l'article L. 211-38 qu'elle a introduit, et qui porte consécration d'un

⁶⁹⁸ Article 4.7.1.2. des Règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.

⁶⁹⁹ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 412, p. 270.

droit d'utilisation et d'aliénation des actifs donnés en sûreté, a rajouté au débat sur l'étendue des pouvoirs du créancier bénéficiaire d'un transfert de propriété à titre de garantie la question de savoir si les créanciers de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier peuvent bénéficier d'une application cumulative de l'article L. 211-38, et notamment du droit d'utilisation. Certains auteurs n'ont pas hésité à se prononcer en faveur de l'application cumulative qui bénéficierait aux créanciers de l'article L. 440-7⁷⁰⁰. Dans une telle lecture, la référence aux sûretés qui est faite au paragraphe III de cet article – reprenant fidèlement la même référence contenue à l'article 5 de la directive 2002/47/CE –, emporterait une référence aux sûretés translatives de propriété. La rédaction de cet article, et nous l'avons déjà souligné, est malheureuse, et laisse une place malvenue à l'interprétation. Il est toutefois difficile de souscrire à une telle position et ce pour deux raisons : de manière générale, tout d'abord, nous avons l'occasion de souligner ce qu'il devrait être entendu par la référence aux sûretés dans cet article. Par le terme « sûreté », les auteurs font référence à la terminologie de l'ordonnance du 24 février 2005 qui distingue entre les remises en pleine propriété et les sûretés. Il faut dès lors y voir toute sûreté non translative de propriété⁷⁰¹. Nous pensons cependant que la logique d'application du droit de *re-use* n'est pas compatible avec la qualité de propriétaire. Par ailleurs, comme le relèvent MM. Parolai, Stoffel-Munck et Armand, il faut voir dans le droit d'utilisation une faculté contractuelle qui serait « *attachée par essence aux seules sûretés* »⁷⁰². Le droit d'utilisation est par nature étranger aux sûretés translatives de propriété. Il vise à attribuer au créancier bénéficiant d'une sûreté non-translative de propriété des attributs de propriétaire.

La propriété, même conditionnée, reste supérieure – en tout cas, du point de vue théorique – à ce droit *sui generis* qu'est le *re-use*. Dès lors, qui peut le plus peut le moins, le droit de *re-use* est inutile pour les créanciers bénéficiant d'un transfert de propriété à titre de garantie. La finalité du *re-use* étant pour ces créanciers atteinte sans besoin du détour du droit d'utilisation.

⁷⁰⁰ Th. CREMERS, « Réhypothécatation et substitution des garanties financières », *Banque & Droit* mai-juin 2006, p. 3 et spéc. p. 6.

⁷⁰¹ V. *supra*, pour une critique de la distinction opérée par cet article.

⁷⁰² R. PAROLAI, Ph. STOFFEL-MUNCK et F. ARMAND, préc. p. 3.

B. Le droit de disposer des actifs constitutifs de la garantie de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

297. En sus de la possibilité de disposer des actifs transférés à titre de garantie sous le régime de l'article L. 211-38 qui ne présentent pas de particularité par rapport à ce qu'on a vu précédemment pour les transferts de propriété à titre de garantie de l'article L. 440-7, le paragraphe III de l'article L. 211-38 confère un droit de disposition dont la nature et le régime sont spécifiques aux garanties des obligations financières. Ainsi, transposant la disposition contenue à l'article 5 de la directive *Collateral*, l'ordonnance du 24 février 2005 a introduit en droit français un mécanisme qu'il est convenu de désigner par la faculté d'utilisation. Ce droit de disposition des actifs affectés en garantie est nouveau dans le droit français. Il est difficile de le classer ou de l'assimiler à une catégorie existante même si des éléments de rapprochements peuvent être trouvés. Pour mieux cerner ce mécanisme, il convient d'examiner les éléments de définition du droit d'utilisation (1) avant d'étudier son régime juridique (2).

1. Eléments de définition du droit d'utilisation

298. **Intérêt économique du droit d'utilisation.** Le droit d'utilisation ou de *re-use* est mis en place dans l'intérêt économique du créancier, mais il permet également la constitution d'une garantie à moindre coût pour le constituant⁷⁰³. En pratique, le droit d'utilisation permet au créancier gagiste de mobiliser les actifs nantis. La valeur économique de ces actifs lui est alors profitable, puisqu'il pourra, à son tour et selon ses besoins, soit affecter ces actifs en garantie⁷⁰⁴, soit les prêter, etc.⁷⁰⁵. Il s'agit donc d'un droit d'utiliser ou d'aliéner selon la terminologie consacrée à l'article L. 211-38, III, ce qui pose d'emblée la question de la nature du droit ainsi

⁷⁰³ C'est ce que souligne la loi de ratification de l'ordonnance de transposition de la directive *Collateral* quand elle précise que « le droit de réutilisation [relatif] aux contrats de garantie sans transfert de propriété [permettra] d'en abaisser le coût pour le constituant et d'en accroître l'intérêt économique pour le créancier ». V. également sur ce point, D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., n° 28, p. 526.

⁷⁰⁴ P.-G. MARLY, préc., p. 36.

⁷⁰⁵ M. Marly donne un exemple pratique d'une application que peut recouvrir ce droit, « Prenons une société de réassurance mutuelle formée selon l'article R. 322-84 du Code des assurances. Les assureurs qui composent cette entité (les adhérents) vont lui céder une partie des risques qu'ils ont souscrits... » : P.-G. MARLY, préc.

conféré. Il est dès lors important de chercher à comprendre la nature de ce droit (a), avant de voir son étendue (b).

a) *Nature du droit d'utilisation*

299. **Une innovation de la directive *Collateral*.** Le droit d'utilisation consacré à l'article L. 211-38 fait partie des dispositions issues de la directive *Collateral*. Le considérant 19 de la directive précise l'objectif poursuivi à travers la consécration de ce droit : « *la présente directive prévoit un "droit d'utilisation" dans le cas des contrats de garantie financière avec constitution de sûreté qui améliorera la liquidité des marchés financiers du fait de la réutilisation des instruments financiers remis en garantie* ». Cette faculté était déjà connue et usitée en tant que technique de place. On connaissait le *re-use* consacré au paragraphe 6 (c) (ii) du *Credit Support Annex*. La directive *Collateral* invite à instituer ce droit de réutilisation dans les textes nationaux. La teneur de ce droit est précisée à l'article 5.2 de la directive, qui énonce : « *Lorsque le preneur de la garantie exerce son droit d'utilisation, il contracte l'obligation de transférer une garantie équivalente pour remplacer les instruments financiers originellement constitués en garantie au plus tard à la date fixée pour l'exécution des obligations financières couvertes par le contrat de garantie financière avec constitution de sûreté* »⁷⁰⁶.

300. **Précision terminologique.** Il est communément fait référence à un droit d'utilisation ou de réhypothécatation dit également *re-use* (terminologie issue de la version anglaise de la directive *Collateral*). La doctrine a souligné que la terminologie employée par le texte de l'article 5 de la directive pouvait induire en erreur. Le droit dont il s'agit ici n'est en effet pas une simple faculté d'usage rappelant l'*usus*⁷⁰⁷, il ne s'agit pas non plus du droit de se servir de la chose déposée, tel que reconnu au dépositaire par exemple en vertu de l'article 1930 du Code civil, mais plutôt un droit

⁷⁰⁶ Souligné par nos soins.

⁷⁰⁷ M. Sébastien Praicheux souligne que le droit de se servir de la chose déposée est bien reconnu en droit commun en vertu de l'article 1930 du Code civil applicable sur renvoi de l'article 2079 du même Code : S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 376, p. 250, qui cite M. PLANIOL et G. RIPERT, *Traité pratique de droit civil français*, t. XII, *Sûretés réelles*, 1^{re} partie, 2^e éd., par E. BECQUE, LGDJ, 1953, n° 110, p. 125. V. également, B. GELPI, « Le droit de réutilisation », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 87 et spéc. p. 88.

d'aliénation et de disposition, c'est-à-dire de l'*abusus*. La règle énoncée à l'article 5.2 de la directive *Collateral* et reprise par l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier est à l'opposé de ce que l'article 1932 du Code civil prévoit lorsqu'il énonce que « *le dépositaire doit rendre identiquement la chose même qu'il a reçue* »⁷⁰⁸. L'ordonnance de transposition de la directive *Collateral* a clarifié la nature du droit d'utilisation, malgré une terminologie impropre, héritée de la directive *Collateral*. Cette ordonnance évoque, conjointement, la possibilité d'« *utiliser ou aliéner* ». Le paragraphe III de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier issu de cette ordonnance (après renumérotation de l'article L. 431-7-3) confère ainsi au créancier bénéficiant d'une sûreté, de manière non équivoque, un droit de disposition sur les actifs affectés en garantie. Il est vrai que le droit français a pu consacrer par ailleurs des cas dans lesquels il reconnaît à un non propriétaire certains attributs normalement réservés au seul propriétaire, cependant, la place de ces exceptions ne s'est pas faite sans difficultés, et leur nature continue à être controversée⁷⁰⁹.

301. **L'apport au droit antérieur.** Le dépôt, le gage ou le prêt de choses consommables, qu'on a pu qualifier d'irréguliers, sont autant d'exemples de contrats dans lesquels les détenteurs précaires, qu'ils soient dépositaires, créanciers gagistes ou emprunteurs, se sont vus reconnaître des prérogatives de propriétaire. Par ailleurs, certains auteurs ont pu voir dans le droit d'utilisation un droit réel, démembrement du droit de propriété, le rapprochant du quasi-usufruit⁷¹⁰. Le quasi-usufruit autorise l'usufruitier à disposer des biens, à charge d'en restituer un équivalent. En effet, comme il est dit à l'article 587 du Code civil, « *si l'usufruit comprend des choses dont on ne peut faire usage sans les consommer, comme l'argent [...], l'usufruitier a le droit de s'en servir, mais à charge de rendre, à la fin de l'usufruit, soit des choses de même quantité et qualité soit leur valeur estimée à la date de la restitution* ». Cette dernière solution a inspiré la jurisprudence en matière de gage de compte d'instruments financiers (devenu nantissement de compte-titres). En effet, ce nantissement porte sur une universalité, le compte, une application de la notion de « *portefeuille de valeurs mobilières* ». Rappelons que la jurisprudence a traditionnellement admis que « *les choses qui ne sont pas fongibles par leur nature peuvent devenir telles par la*

⁷⁰⁸ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 376, p. 250-251.

⁷⁰⁹ V. F. LEDUC, « Le gage translatif de propriété, mythe ou réalité ? », *RTD civ.* 1995, n° 17, p. 313.

⁷¹⁰ R. PAROLAI, Ph. STOFFEL-MUNCK et F. ARMAND, préc., p. 5.

convention des parties, auquel cas les dispositions de l'article 587 du Code civil leur sont applicables »⁷¹¹.

Par ailleurs, cette institution nouvelle présenterait, en raison des résultats auxquels elle peut aboutir, d'importants points de similitude avec la fiducie-sûreté. Il est en effet traditionnellement admis que la catégorie du gage irrégulier n'a de gage que le nom, et n'est en réalité qu'une fiducie à titre de garantie⁷¹². Il est utile de se demander si cette même analogie peut jouer entre le nantissement muni d'un droit d'utilisation et la fiducie-sûreté. Si les résultats auxquels conduisent les deux institutions peuvent présenter plus d'un point commun, il faut néanmoins rappeler que l'article L. 211-38 distingue clairement les deux hypothèses des sûretés non translatives de propriété d'une part, et du transfert de propriété à titre de garantie de l'autre. Il en résulte que le texte de cet article empêche d'assimiler le nantissement avec droit d'utilisation à une fiducie-sûreté⁷¹³. Mais la nuance est ténue entre ces deux catégories, où l'une, la fiducie-sûreté, emporte transfert en pleine propriété au profit du bénéficiaire, et l'autre, le nantissement avec faculté d'utilisation, « *laisse subsister la propriété du constituant en même temps qu'il confère un droit de disposition au créancier gagiste* »⁷¹⁴. En somme, la fongibilité des actifs gagés et la technique de gage d'universalité avaient permis d'aboutir à un résultat similaire à celui du *re-use*, avant même l'entrée en vigueur de l'ordonnance du 24 février 2005. Le point commun dans ces hypothèses, est l'existence d'avoirs dont la nature même exige un traitement spécifique. La règle de droit, dans sa généralité, atteint ses limites face à certaines hypothèses. Il était alors utile de l'adapter, en recherchant une assise qui permette au détenteur précaire de jouir d'un droit de disposition, l'*abusus*, normalement réservé au propriétaire souverain. Cela s'est fait par le recours à une institution nouvelle tant dans ses fondements que dans ses effets. Le droit antérieur à l'ordonnance du 24 février 2005 permettait déjà au créancier de tirer profit de la nature fongible des actifs affectés en gage. Il n'offrait toutefois pas la possibilité de jouir d'une véritable marge pour ce qui est de la disposition des avoirs

⁷¹¹ Cass. req. 30 mars 1926, 217 : arrêt rendu à propos de la fongibilité du mobilier de ferme, affecté à l'exploitation rurale.

⁷¹² P.-G. MARLY, préc., p. 36.

⁷¹³ Comp. Directive 2002/47/CE préc., art. 2, §1, a), b), c).

⁷¹⁴ P.-G. MARLY, préc., p. 36. Pour une mise en perspective de ces deux droits, V. l'étude de M. Marly, qui évoque les différentes justifications possibles soulignant principalement que le droit d'utilisation contrairement à la propriété fiduciaire, s'appuie sur une fiction : la rétroactivité de la restitution par équivalent. Et surtout, contrairement à la fiducie, le droit d'utilisation n'emporte ni transfert de propriété ni dédoublement de propriété. P.-G. MARLY, préc.

affectés en gage. L'article L. 211-38, III permet désormais à un créancier gagiste d'être habilité à disposer des titres et espèces nantis, à charge pour lui de restituer au constituant « des biens ou droits équivalents ». Il s'agit là de l'innovation majeure de ce texte, considérée par la doctrine comme une véritable révolution, un droit ou une faculté de réutilisation des actifs qui peut être conventionnellement reconnu au créancier gagiste, consistant en un pouvoir d'utiliser ou d'aliéner les actifs nantis⁷¹⁵. Par l'introduction de la faculté d'utilisation à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, la disposition des avoirs financiers, en particulier ceux faisant l'objet d'un nantissement, autrefois constitutive d'un délit pénal⁷¹⁶, se trouve désormais admise. Ce texte ouvre aux créanciers bénéficiant d'une sûreté, – les créanciers gagistes principalement – la faculté de bénéficier d'un « droit d'utilisation » sur les actifs gagés en les rendant disponibles et mobilisables, pour peu que cette faculté ait été prévue par l'écrit de constitution du gage.

Le rapport d'évaluation de la directive *Collateral*, après avoir souligné que toutes les législations nationales autorisent désormais les preneurs de garantie à exercer un droit d'utilisation, observe que « *l'instauration du droit d'utilisation en vertu de la directive ne semble pas avoir posé de problème, mais il reste à examiner quelle expérience le marché aura tirée de l'exercice de ce droit. La Commission considère en conséquence qu'aucune nouvelle action ne s'impose pour le moment. Pour de nombreux Etats membres, le droit d'utilisation (de réutilisation) constituait une nouveauté, mais, désormais, toutes les législations nationales autorisent les preneurs de garantie à exercer un tel droit si le contrat de garantie le prévoit (et dans la mesure où il le prévoit)* »⁷¹⁷.

b) Etendue du droit d'utilisation

302. Champ d'application du droit d'utilisation. Il ne fait pas de doute que la principale sûreté visée par ce texte est le gage de compte d'instruments financiers de

⁷¹⁵ Selon les termes du paragraphe III de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, « *l'acte prévoyant la constitution des sûretés mentionnées au I peut définir les conditions dans lesquelles le bénéficiaire de ces sûretés peut utiliser ou aliéner les biens ou droits en cause, à charge pour lui de restituer au constituant des biens ou droits équivalents* ».

⁷¹⁶ V. R. PAROLAI, Ph. STOFFEL-MUNCK et F. ARMAND, préc., p. 4.

⁷¹⁷ *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 11.

l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier. La terminologie employée par la directive *Collateral* se réfère, en son article 5, au « *droit d'utilisation de la garantie financière en vertu d'un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté* ». Il s'agit donc, en principe, d'un droit reconnu aux créanciers bénéficiaires d'une garantie non translatrice de propriété⁷¹⁸. Or ce texte ne contient pas de restriction, et, comme nous l'avons vu précédemment, l'article L. 211-38 autorise des applications à des sûretés autres que celles exclusivement nées sur les marchés financiers. Il pourrait donc en être ainsi pour le gage-espèces, sûreté la plus usitée par la pratique, rappelons-le, ou, du gage portant sur un compte bancaire⁷¹⁹, quelle que soit sa qualification, la seule réserve étant que les conditions d'application de l'article L. 211-38 doivent être vérifiées. Le droit d'utilisation ne concerne que le gage constitué en garantie des obligations financières énumérées à l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier. Une ambiguïté subsiste toutefois quant à son exact domaine d'application. En effet, à suivre le rapport remis par le gouvernement au Président de la République, le droit d'utilisation est réservé aux gages couvrant les obligations financières issues de contrats conclus entre des entités publiques ou réglementées. Or, le nouvel article L. 211-38 III, quant à lui, ne semble faire mention d'aucune restriction de ce genre, ce dont on peut déduire que le droit d'utilisation est également ouvert aux conventions conclues entre une entreprise commerciale non réglementée et une personne publique ou réglementée.

2. Régime juridique du droit d'utilisation

303. L'article L. 211-38, III ne fournit pas beaucoup d'indications sur le régime juridique du droit d'utilisation, il renvoie cependant à la volonté des parties pour déterminer les modalités d'exercice de ce droit (a). Cependant l'autonomie de la volonté dans cette matière n'est pas absolue, et l'obligation de restitution des actifs affectés en garantie reste un élément fondamental du régime légal du droit d'utilisation (b).

⁷¹⁸ R. PAROLAI, Ph. STOFFEL-MUNCK et F. ARMAND, préc., p. 5.

⁷¹⁹ V. pour l'évocation de la possibilité de faire bénéficier un gage de compte bancaire du droit d'utilisation : J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc., spéc. p. 30.

a) Modalités de mise en œuvre du droit d'utilisation

304. **Un droit qui doit être prévu et organisé par la convention des parties.** Bien qu'étant une prérogative que la loi reconnaît au créancier, le droit d'utilisation de l'article L. 211-38 n'est pas automatique. Il appartient aux parties de l'organiser. M. Praicheux rappelle à cet effet que « *si la convention des parties permet au créancier d'utiliser ce droit, alors il y a lieu d'une part pour le débiteur d'être informé lors de l'usage de l'exercice de droit, d'autre part de considérer que l'usage de ce droit, qui crée une obligation complémentaire de restitution d'actifs équivalents à la charge du créancier, transforme le contrat de gage en un contrat de propriété-sûreté.* »⁷²⁰

305. **Principe de liberté contractuelle dans la détermination des modalités d'exercice du droit d'utilisation.** La loi investit le droit d'utilisation d'une flexibilité importante, en cherchant à répondre au mieux aux besoins des parties. L'article L. 211-38, III laisse aux parties le soin d'aménager les modalités d'exercice du droit d'utilisation et d'aliénation. Il dispose ainsi que l'on peut « *définir les conditions dans lesquelles le bénéficiaire de ces sûretés peut utiliser ou aliéner les biens ou droits en cause* ». Cette liberté reconnue aux parties est encadrée par certains textes. On trouve une application de cet encadrement en matière d'OPC où des plafonds relatifs à l'utilisation des actifs sont prévus par les textes. L'article R. 214-12 du Code monétaire et financier prévoit que « *lorsque les garanties octroyées par un organisme de placement collectif en valeurs mobilières sont des sûretés, l'acte constitutif de ces sûretés définit [...] le montant maximal des biens ou droits que le bénéficiaire des sûretés peut utiliser ou aliéner. Ce montant maximal ne peut excéder 100 % de la créance du bénéficiaire sur l'organisme. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les modalités de calcul de la créance du bénéficiaire sur l'organisme* ».

b) L'obligation de restitution

306. Le droit commun du gage met à la charge du créancier gagiste une double obligation de conservation et de restitution des biens gagés. Cette obligation est de

⁷²⁰ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 376, p. 251.

même nature que celle mise à la charge du dépositaire et son non-respect fait l'objet des mêmes sanctions de nature pénale. Le droit des sûretés sur actifs financiers a donc prévu à ce niveau une entorse au droit commun en autorisant le principe de la restitution par équivalent ou par compensation (i). La mise en œuvre de ce droit de restitution par équivalent ne va sans poser certaines difficultés qu'il convient d'examiner (ii).

i) Principe de restitution par équivalent ou par compensation

307. La directive Collateral prévoit une gradation dans la restitution. L'article 5.2 de la directive 2002/47/CE dispose : « *Alternativement, à la date fixée pour l'exécution des obligations financières couvertes, le preneur de la garantie doit soit transférer la garantie équivalente, soit, si et dans la mesure où les stipulations du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté le prévoient, la réaliser par compensation ou pour acquit des obligations financières couvertes* ». Ainsi, si la restitution des actifs initialement affectés en garantie n'est pas possible, l'article 5.2 pose le principe de la restitution soit par équivalent soit par compensation. Les actifs sont réputés rester en possession du créancier gagiste, le paragraphe III de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, reprenant en partie la disposition prévue à l'article 5.2 de la directive 2002/47/CE, a prévu la possibilité pour le bénéficiaire de la garantie financière de restituer au créancier gagiste des biens ou droits équivalents qui seront considérés comme ayant constitué la garantie dès l'origine. Cet article précise ensuite quels peuvent être les biens ou droits équivalents :

« *1° Lorsqu'il s'agit d'espèces, une somme de même montant et dans la même monnaie ;*

2° Lorsqu'il s'agit d'instruments financiers, des instruments financiers ayant le même émetteur ou débiteur, faisant partie de la même émission ou de la même catégorie, ayant la même valeur nominale, libellés dans la même monnaie et ayant la même désignation ou, d'autres actifs, lorsque les parties le prévoient, en cas de survenance d'un fait concernant ou affectant les instruments financiers constitués en sûreté.

Lorsqu'il s'agit d'autres biens ou droits que ceux mentionnés aux 1° et 2°, la restitution porte sur ces mêmes biens ou droits »⁷²¹.

Par ailleurs, l'article L. 211-38, III prévoit que l'acte de nantissement peut permettre au bénéficiaire « *de compenser sa dette de restitution des biens ou droits équivalents avec les obligations financières au titre desquelles les sûretés ont été constituées, lorsqu'elles sont devenues exigibles* ». En sus de la nouveauté de ce dispositif, il convient de souligner le caractère dérogatoire de la compensation qu'il autorise. En effet, la compensation dont il s'agit ne semble pas être soumise à des restrictions quant aux actifs qui en font l'objet. Ainsi, comme le souligne M. Marly, une dette d'objets non fongibles telle qu'une obligation de payer une somme d'argent pourrait être compensée avec une dette de livraison d'instruments financiers⁷²².

ii) Mise en œuvre de la restitution

308. **Modalités.** Le bénéficiaire de la garantie qui use de sa faculté d'utilisation a l'obligation de restituer l'équivalent. La date à laquelle la restitution d'un équivalent est exigible n'est pas définie par la loi. Il revient aux parties de déterminer les modalités y compris le moment d'exigibilité de la restitution d'un équivalent. En cas de silence des parties les actifs équivalents devraient être restitués au plus tard à la date fixée pour l'exécution de l'obligation garantie⁷²³.

309. **Tempérament de la rigueur du principe de restitution par équivalent.** M. Marly relève, concernant la restitution des espèces et des instruments financiers, que l'article L. 211-38, III du Code monétaire et financier fait application de la fongibilité, en ce que cette notion traduit, non seulement un rapport d'équivalence entre des biens, mais plus encore l'aptitude à la substitution de ces derniers⁷²⁴. L'article L. 211-38 ne fait cependant pas de la fongibilité le critère déterminant dans la restitution par

⁷²¹ La doctrine a souligné la rédaction approximative de cette disposition qui n'est pas en harmonie avec la classification des biens en droit français, puisque comme le souligne un auteur « *les droits étant juridiquement des biens, il suffisait de viser la restitution de biens équivalents...* » : P.-G. MARLY, préc., p. 35.

⁷²² *Idem*, p. 36.

⁷²³ Cette solution est en conformité avec ce que préconise l'article 5.2 de la directive *Collateral*.

⁷²⁴ P.-G. MARLY, préc., p. 34.

équivalent⁷²⁵. M. Marly rappelle que la fongibilité des instruments financiers procède uniquement de l'identité d'émetteur et l'identité de catégorie de manière cumulative. L'auteur souligne la différence entre la fongibilité et le contenu de la disposition de l'article L. 211-38 III qui pose des conditions supplémentaires comme l'identité de valeur, de désignation et d'émission, mais l'auteur souligne que cet article « *considère l'identité de catégorie comme facultative ("la même émission ou de la même catégorie")* »⁷²⁶. Ainsi, la flexibilité de cette disposition autorise le bénéficiaire à restituer des actifs autres que des titres semblables à ceux utilisés, dans la mesure où un fait concernant ou affectant les instruments financiers constitués en garantie se serait produit⁷²⁷.

Malgré son caractère exorbitant et la difficulté d'appréhension conceptuelle qu'il suscite, on retrouve en matière de gage de stock le principe de restitution par équivalent consacré pour le droit d'utilisation. Il s'agit du droit de disposition à charge de reconstituer le stock qui a été consacré par la réforme du 23 mars 2006 dans le Code civil non pas au bénéficiaire comme en matière de garantie financière, mais au constituant lui-même en matière de gage de stock. Le débiteur constituant du gage peut, pour les besoins de son activité, disposer du stock gagé sous réserve de reconstituer celui-ci, en valeur équivalente à celle du stock initial. La loi autorise par conséquent la reconstitution en biens et marchandises différentes de celles gagées, dès lors que le montant du gage est préservé⁷²⁸. On retrouve dans cette disposition, *mutatis mutandis*, l'idée d'interchangeabilité des actifs constituant l'assiette de la garantie.

310. Risques que le droit d'utilisation peut emporter. Le projet de loi de ratification de l'ordonnance du 24 février 2005 souligne l'importance de l'encadrement du droit d'utilisation reconnu au créancier par l'article L. 211-38. Il est en effet mentionné que « *le droit de réutilisation devra être mis en œuvre dans le respect des réglementations garantissant le principe de ségrégation des actifs et la réglementation*

⁷²⁵ *Ibid.* Notons avec M. Marly à ce titre que « *les monnaies étrangères et convertibles entre elles pourraient fort bien être considérées comme fongibles, dès lors que la nationalité atteint le support monétaire sans influencer l'unité de paiement incarnée par ce support* ».

⁷²⁶ *Idem*, p. 35.

⁷²⁷ *Ibid.*

⁷²⁸ Il convient de noter à cet égard, que le Code civil impose au débiteur constituant du gage de s'engager à ne pas provoquer de son fait, une diminution de la valeur de la garantie du créancier, et doit tenir à la disposition de celui-ci, un état des stocks engagés ainsi que la comptabilité de toutes les opérations concernant ce stock.

prudentielle »⁷²⁹. Les rapports de l'ISDA⁷³⁰ de 2007 et 2008 ont souligné le risque qui peut résulter des opérations de réhypothécatation. Notamment, ces rapports insistent sur le risque qui résulte de l'hypothèse où les mêmes actifs seraient affectés en garantie une première fois par une partie A à une partie B, qui elle-même les réaffecte en faveur de C, qui les réaffecte en faveur de D, mais D peut en bout de chaîne les réaffecter à A. L'ISDA souligne que le risque est alors double. D'une part, en cas de défaillance d'une partie, un contentieux peut naître au sujet de droit de cette partie à affecter les actifs en garantie malgré sa propre défaillance, voire aussi l'hypothèse de la réaffectation par D des actifs qui lui ont été affectés en garantie par C alors que C était déjà défaillant. L'autre risque qui peut résulter de cette activité est plus dommageable au niveau du marché dans son ensemble. En effet on peut, dans l'hypothèse exposée, se retrouver avec une même valeur V qui garantit plusieurs opérations qui peuvent être, dans une chaîne de 4 participants, d'une valeur V x 4. Le risque systémique plane alors sur cette chaîne, puisque la défaillance de l'un des intervenants pourrait entraîner celle de l'intervenant suivant et ainsi de suite. De telles défaillances, si elles se rapportent à des montants importants, risquent d'entraîner à leur tour des faillites en chaîne. Or, une telle hypothèse n'est pas un simple cas d'école. Ce scénario se rapproche de certains autres que nous avons pu voir se produire dans le cadre de la récente crise financière. La non-restitution des actifs constitués en garantie est aujourd'hui un risque réel⁷³¹ qui a provoqué des appels à abandonner la technique du droit d'utilisation⁷³².

⁷²⁹ Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 7.

⁷³⁰ *ISDA Margin Surveys*.

⁷³¹ Un exemple de la difficulté qui peut naître en matière de restitution nous est fourni par le contentieux qui a suivi la faillite du groupe Lehman Brothers (cité S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 101, p. 21). Les entités de ce groupe dont Lehman Brothers International Europe (LBIE) étaient généralement bénéficiaires et non pas pourvoyeuses de garanties. Les garanties étaient remises à Lehman soit sous forme de transfert de propriété à titre de garantie soit sous forme de nantissement. L'ouverture d'une procédure collective à l'encontre de LBIE a donné lieu à des demandes de restitution d'un certain nombre d'actifs qui lui avaient été remis sous forme de garanties financières.

Or, comme le souligne M. Praicheux, « *l'acte de constitution de sûreté conclu entre LBIE et la plupart de ses clients (art. 5.2 du LBIE's charge brokerage agreement) retenait le mécanisme de l'accord de non-ségrégation du client en ces termes : "The parties acknowledge and agree that any cash held by us for you is received by us as collateral with full ownership under a collateral arrangement..."*. Puis la clause en question mentionnait que le gage-espèces ne constituait pas de l'argent du client (client money) au sens des règles de l'autorité de marché FSA ; que le compte au crédit duquel ces sommes étaient inscrites ne serait pas cantonné (non segregated account), ne pourrait faire l'objet d'aucun trust et qu'enfin LBIE pourrait s'en servir ou utiliser les sommes dans le cadre normal de ses affaires ; son obligation consistait à devoir restituer au client des instruments équivalents à ceux qui lui avaient été remis en sûreté. Le Prime Broker pouvait réutiliser les actifs remis en garantie (re-use et rehypothecation) dans le cadre du mécanisme du droit de réutilisation institué par la directive no

En outre, la restitution souligne particulièrement les difficultés conceptuelles qui découlent du caractère novateur et inclassable du droit du créancier gagiste d'utiliser ou d'aliéner les actifs gagés. Certains auteurs ont même pu observer qu'en l'état actuel du droit français⁷³³, cette disposition paraît assez difficile à mettre en œuvre pour les garanties autres que les remises en pleine propriété, et de fait, elle aurait dû y être limitée.

SECTION 2 : LA SOUPLESSE DANS LES DROITS RECONNUS AU CONSTITUANT SUR L'ASSIETTE DE LA GARANTIE RÉELLE FINANCIÈRE

311. **Question spécifique aux garanties non translatives de propriété.** La question des droits du constituant sur l'assiette de la garantie se pose principalement en matière de garanties non translatives de propriété. Nous avons pu observer au sujet des garanties translatives de propriété que du moment que la garantie est constituée par un transfert de propriété, les termes du débat sont différents, et le constituant perd tout pouvoir sur les actifs dont la propriété a été transférée à titre de garantie. Naturellement, comme indiqué précédemment dans le cadre de l'étude de l'étendue du droit de disposition du créancier bénéficiaire de ce transfert, une créance de restitution vis-à-vis du créancier va naître dans l'actif du constituant. Cette créance est elle-même conditionnée par la bonne exécution des obligations garanties. De fait, les droits du constituant sont très limités en la matière. En revanche, le constituant d'une garantie non translative de propriété a reçu de la part du législateur d'importantes faveurs qui permettent une certaine flexibilité. La pratique a profité de la marge de liberté

2002/47/CE. Une juridiction saisie dans cette affaire a cependant bien estimé que ces actifs étaient détenus en trust par LBIE, ce qui n'était guère incompatible avec le droit de réutilisation qui lui avait été reconnu contractuellement (V. S. SHIVJI, *Financial Collateral : trust issues in the administration of Lehman Brothers*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, January 2010, p. 11-12) ». Sur cette question, voir également : H. SYNVET, « La faillite de Lehman Brothers : premiers enseignements, Dossier introduction », *RD bancaire et fin.* janv. févr. 2009, p. 51.

⁷³² V. sur ce point, cités par M. PRAICHEUX, E. PARKER et A. Mc GARRY, « *The ISDA Master Agreement and CSA: close-out weakness exposed in the banking crisis and suggestions for change* », *JIBFL* 2009, n° 1, p. 16, qui conseillent de « désactiver » les clauses de réutilisation : S. PRAICHEUX, préc.

⁷³³ M. Auckenthaler y voit une disposition transposée au niveau de la réglementation européenne par l'influence des pays qui connaissent le *security interest*. L'auteur rappelle alors que cette institution permet en effet le transfert de propriété sans faculté d'utilisation ou d'aliénation par le bénéficiaire : F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc., spéc. p. 1806.

qu'autorisent les textes pour définir un certain nombre de mécanismes contractuels, qui donnent au constituant une certaine flexibilité dans la gestion des actifs affectés en garantie. La loi, dans une position libérale, a voulu laisser aux parties la marge nécessaire pour organiser elles-mêmes les conditions de disposition des actifs gagés. L'article L. 211-20 du Code monétaire et financier renvoie ainsi aux soins du créancier gagiste de définir avec le constituant, titulaire du compte gagé, les conditions dans lesquelles ce dernier peut disposer des actifs figurant sur ce compte⁷³⁴. Mais la flexibilité reconnue dans la gestion du compte gagé est surtout le résultat des mesures introduites par la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 dont le but était de permettre le nantissement d'un portefeuille de valeurs mobilières sans pour autant le figer. La mise en place d'un tel cadre a permis ainsi une gestion dynamique des comptes gagés, ouverte aux arbitrages⁷³⁵ et qui allait participer du succès de cette institution. Le créancier gagiste peut organiser contractuellement, avec le constituant, titulaire du compte, les conditions dans lesquelles le compte pourra être géré ainsi que la possibilité pour le constituant de disposer des instruments financiers et des sommes d'argent figurant dans le compte gagé⁷³⁶. Il en résulte que le compte peut ainsi continuer à être géré de manière active, sans devoir avoir recours à une mainlevée préalable à toute cession⁷³⁷. En outre, la souplesse reconnue au constituant apparaît tant dans l'exercice des droits attachés aux actifs affectés en garantie, tels que la perception des fruits et produits (§ 1), que dans l'exercice des droits politiques attachés aux actifs affectés en garantie (§ 2).

§ 1 La perception des fruits et produits

312. **Notion.** Ce qu'il est convenu de désigner par fruits et produits sont des éléments accessoires de richesse, généralement en capitaux, générés par les instruments financiers affectés en garantie. Les fruits peuvent également comporter des avantages qui ne sont pas en capital, tel qu'un droit de souscription préférentiel. Les autres types

⁷³⁴ Cette disposition figurait déjà à l'article 29, al. 4 de la loi n° 83-1.

⁷³⁵ P. MINOR et C. COATALEM, « De la souplesse du gage de compte d'instruments financiers », *RD bancaire et fin.* 2004, p. 469.

⁷³⁶ D. ROBINE, « La réforme du gage de compte d'instruments financiers par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 400, spéc. p. 403.

⁷³⁷ H. LE NABASQUE, J.-M. GAILLARD et M. BAFFREAU, « L'assiette du nantissement de compte d'instruments financiers », *RD bancaire et bourse* mai-juin 1998, p. 90.

d'actifs faisant l'objet de garanties réelles financières n'emportent pas de fruits et produits, mais peuvent produire des intérêts. Les fruits et produits pris largement comprennent les sommes d'argent distribuées aux titulaires des instruments financiers, en cela compris, les dividendes principalement, mais également les réserves distribuées, l'amortissement du capital, etc.

313. **Attribution des fruits et produits.** La spécificité de la couverture repose sur le principe du maintien en possession du donneur d'ordres. Pour M. Vauplane, ceci justifierait que les fruits soient remis au remettant de la couverture resté possesseur⁷³⁸. L'auteur établit une analogie avec le report en bourse, où il est d'usage que le « reporteur », propriétaire temporaire, ne puisse toucher les coupons qui viendraient à être distribués pendant le mois boursier du report ni détenir les droits de souscription détachés. M. Vauplane observe alors que *« la pratique boursière a écarté une des conséquences principales du caractère translatif du report, à savoir le droit aux fruits du propriétaire temporaire, en raison de sa contrariété à la fonction économique du report. La même solution devrait l'emporter en matière de couverture d'autant qu'à la différence du report, le retransfert de propriété n'est qu'accessoire, remise en garantie d'une opération principale, et non intégré, comme en matière de crédit-bail ou de réserve de propriété, dans les opérations contractuelles elles-mêmes »*.

Par ailleurs, le principe de l'impossibilité pour une sûreté de procurer un enrichissement au créancier devrait conduire à maintenir le droit économique de percevoir les fruits et produits entre les mains du constituant. Mais ce dernier argument souffre du fait que ce principe, bien qu'existant de longue date dans le droit civil français, n'a que rarement reçu des applications concrètes : sa portée réelle est difficile à affirmer de manière définitive et sans ambiguïté⁷³⁹. Par ailleurs, et à supposer que ce principe soit admis, l'absence de cadre clairement dessiné pour sa portée réelle et son régime d'application peuvent être un obstacle à son invocation. En outre, l'application de ce principe supposerait du moins une reconnaissance claire de la qualification de sûreté des opérations des garanties réelles financières concernées, y compris les couvertures⁷⁴⁰. Nous avons eu l'occasion dans des développements précédents de

⁷³⁸ H. de VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », préc., spéc. p. 203.

⁷³⁹ *Ibid.*

⁷⁴⁰ *Ibid.*

marquer notre adhésion à la qualification de garantie des couvertures. Cette position, aussi fondée qu'elle puisse être du point de vue de l'analyse doctrinale, souffre cependant d'une absence de consécration claire, par la jurisprudence ou par un texte.

314. **Droit comparé.** Au Luxembourg, antérieurement à l'adoption de la loi du 5 août 2005, la pratique avait tenté de contourner l'absence de reconnaissance de la possibilité pour le créancier de percevoir les fruits des valeurs mobilières ou sommes d'argent mises en gage par le recours à des mécanismes contractuels. Malgré une position favorable dans la doctrine belge⁷⁴¹, le fait de recourir à de tels mécanismes courait toujours le risque de tomber sous le coup d'une nullité. L'article 8 de la loi luxembourgeoise du 5 août 2005 a clarifié cette question, en octroyant le droit de prélever les fruits et produits des avoirs financiers au créancier gagiste⁷⁴². Cette position est dans la ligne de l'ensemble des dispositions de la loi luxembourgeoise, généralement favorable aux créanciers.

§ 2 L'exercice des droits de vote

315. **Les garanties non translatives de propriété permettent au constituant de garder le droit de vote.** Il est traditionnellement admis que les garanties non translatives de propriété portant sur des titres de capital n'emportent pas, sauf arrangement contractuel particulier, un transfert du droit de vote au bénéficiaire de la garantie. Les besoins de préservation des droits de vote en matière de titres de capital ont poussé le législateur à revenir sur le dispositif introduit par la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996. Ainsi, la loi portant nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001 a permis d'étendre le régime prévu à l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 afin de couvrir les garanties avec constitution de sûretés au même titre que les garanties avec transfert de propriété. En permettant que le régime des « sûretés » constituées pour la garantie des opérations sur instruments financiers soit aligné sur le dispositif initialement limité aux remises en propriété à titre de garantie, le

⁷⁴¹ La doctrine belge, au même titre que la doctrine française, constitue une source d'inspiration et d'orientation parfois pour les juges luxembourgeois.

⁷⁴² « *Sauf convention contraire, le créancier gagiste de premier rang perçoit aux échéances les capitaux et, s'il y a lieu, les fruits et les produits des avoirs donnés en gage, et soit les impute sur sa créance soit les conserve comme avoirs nantis en sa faveur* » : article 8 de la loi luxembourgeoise du 5 août 2005, *Memorial A*, n° 128, 16 août 2005.

législateur a ouvert la porte à des garanties qui permettent au constituant de ne pas perdre ses droits de vote⁷⁴³. Notons que pour les garanties réelles financières translatives de propriété, le transfert du droit de vote du constituant au bénéficiaire de la garantie est une conséquence logique du caractère translatif de propriété de ces garanties. On retrouve cette même conséquence dans les garanties non translatives données sous le régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier et assorties d'un droit d'utilisation (*re-use*).

316. **Les aménagements de l'exercice du droit de vote.** Il existe cependant des possibilités d'aménagement de cette règle afin de permettre au constituant ou à un tiers désigné d'exercer les droits de vote. Il en est ainsi pour les délégations que l'intermédiaire financier peut attribuer d'après l'article L. 228-3-2 du Code de commerce selon lequel l'intermédiaire inscrit peut, en vertu d'un mandat général de gestion des titres, transmettre pour une assemblée le vote ou le pouvoir d'un propriétaire d'actions. Il existe par ailleurs, des arrangements contractuels par le biais desquels la pratique assure le transfert du droit de vote. On retrouve de tels arrangements notamment dans les contrats à terme⁷⁴⁴. Pour ces contrats la question de la détermination du titulaire du droit de vote peut s'avérer délicate dans certaines situations. En effet, le droit de vote doit être constaté par un enregistrement des titres 3 jours ouvrés avant la réunion de l'assemblée générale⁷⁴⁵. Il est alors difficile de trancher la question de la titularité de ces droits lorsque le transfert de propriété des instruments à terme intervient dans ce délai de trois jours. Il est alors important afin de traiter l'insécurité qui peut naître de l'interprétation de cette disposition, de s'aménager de manière conventionnelle le droit de vote.

Toujours en matière d'instruments à terme, une autre difficulté peut résulter de la pratique consistant à permettre au détenteur de *Contract for Differences* (CFD) – en position acheteuse – de donner des consignes de vote pour les titres pris en couverture

⁷⁴³ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc., n° 11.

⁷⁴⁴ V. sur cette question, M. TOUCH, « Le contrôle des droits de vote dans les sociétés cotées », *RD bancaire et fin.* juill. 2007, étude 13.

⁷⁴⁵ L'article 136 du décret du 23 mars 1967 dispose à cet effet : « Il est justifié du droit de participer aux assemblées générales des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou aux opérations d'un depositaire central par l'enregistrement comptable des titres au nom de l'actionnaire ou de l'intermédiaire inscrit pour son compte en application du septième alinéa de l'article L. 228-1 du Code de commerce, au troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure, heure de Paris, soit dans les comptes de titres nominatifs tenus par la société, soit dans les comptes de titres au porteur tenus par l'intermédiaire habilité ».

par sa contrepartie⁷⁴⁶. Le régime juridique de ces clauses soulève cependant certaines interrogations et il n'existe pas d'indications sur le traitement de telles clauses par la jurisprudence. Cependant les similitudes entre les contrats à terme et le contrat de portage de titres permettent de mener un raisonnement par analogie pour déceler les possibilités d'appliquer en matière de contrats à terme les règles dégagées par la jurisprudence pour les conventions de vote en matière de portage. En effet, le contrat de portage contient des traits équivalents à ceux qui caractérisent le contrat à terme. Dans le portage d'actions un donneur d'ordre demande à un porteur d'acquérir des titres et s'engage à les acheter à une date et à un prix convenu à l'avance. Les conventions de portage de titres comprennent souvent des dispositions selon lesquelles le porteur doit recueillir l'avis du donneur d'ordre avant de voter, puisqu'à terme le donneur d'ordre a vocation à devenir actionnaire. La jurisprudence⁷⁴⁷ a décidé que les conventions de portage pouvaient être rattachées à des actions de concert⁷⁴⁸. A titre de comparaison, au Luxembourg, la loi du 5 août 2005 a levé le doute qui pouvait exister en accordant à la convention des parties le droit d'organiser l'attribution de l'exercice du droit de vote attaché aux instruments financiers nantis⁷⁴⁹. A défaut de convention des parties, le droit

⁷⁴⁶ V. à ce sujet M. TOUCH, « Le contrôle des droits de vote dans les sociétés cotées », préc. L'auteur définit le CFD comme étant « un produit dérivé à terme permettant aux investisseurs de participer aux fluctuations de titres ou d'indices sans posséder les valeurs sous-jacentes. Concrètement, il s'agit d'un contrat passé entre deux investisseurs fixant à la fin de la durée du contrat soit une livraison de titres, soit un paiement de la différence entre le prix à l'achat et le prix à la vente du titre. Ainsi le détenteur d'un CFD bénéficiera d'une hausse du cours du titre s'il est en position acheteuse ou d'une baisse du titre s'il est en position vendeuse, selon le prix de référence indiqué dans le contrat. Les CFDs n'impliquant pas pour l'investisseur de détenir des titres, les droit de timbres applicables dans certaines juridictions et les obligations de déclarations de seuils ne sont pas applicables ».

⁷⁴⁷ Cela a été retenu notamment en démontrant « la commune intention des parties d'acquérir des droits de vote afin de les transmettre à l'une d'elles ou à des porteurs choisis par elles, l'accord qui les oblige caractérise l'action de concert » : CA Paris, 1^{re} ch., sect. CBV., 24 juin 1991, *Sté Devanlay c/ Sté Galeries Lafayette*, *JurisData* n° 1991-024217 ; *Bull. Joly Sociétés* 1991, p. 771 et 806, note A. VIANDIER ; *JCP E* 1991, II 215, note T. FORSCHBACH ; *Rev. sociétés* 1992, p. 70, note D. CARREAU et J.-Y. MARTIN ; *RJ com.* 1991, p. 305, note C. GOYET ; *RJDA* 1991, n° 720 ; *RTD com.* 1992, p. 833, obs. Y. REINHARD. – CA Paris, 20 oct. 1999, *Bull. Joly Sociétés* 1999, p. 122, § 29, note P. LE CANNU ; *D.* 2000, somm., p. 254, obs. Y. REINHARD ; *JCP E* 1999, p. 1433, obs. J.-J. DAIGRE ; *RJDA* 1998, n° 1365 ; *RTD com.* 1999, p. 153, obs. C. GOYET.

⁷⁴⁸ V. l'article L. 233-10-I du Code de commerce : « Sont considérées comme agissant de concert, les personnes qui ont conclu un accord en vue d'acquérir ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote pour mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société ».

⁷⁴⁹ A. SCHMITT et I. OMES, « Chronique de droit bancaire et financier 2005 (Luxembourg), IV, La loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière, *Droit bancaire et financier* (revue belge) 2006/VI, p. 370 à 370, et spéc. p. 373.

de vote demeure acquis au constituant du gage⁷⁵⁰, sauf à ce qu'un droit d'utilisation ait été conféré au créancier gagiste, auquel cas le droit de vote est acquis à ce dernier⁷⁵¹.

317. Conclusion du chapitre : la flexibilité dans la gestion de l'assiette des garanties de droit commun inspirée par les garanties réelles financières. Au lendemain de la réforme du Code civil par l'ordonnance du 23 mars 2006, il est important de rapprocher les acquis du droit spécial des garanties réelles financières des régimes introduits en droit commun par ladite ordonnance. Par le biais de la subrogation légale, le droit commun a consacré les avancées que le droit des garanties réelles financières a connues en matière de flexibilité dans la gestion de la garantie. L'article 2342 du Code civil prévoit un gage sans dépossession où le constituant conserve la possession des biens affectés en gage. La convention des parties peut néanmoins permettre au constituant d'aliéner les biens à charge de les remplacer. Cette institution souple qui s'appuie sur une subrogation réelle légale est limitée au gage sans dépossession de choses fongibles, « *par conséquent, si les choses données en gage sont individualisées, la mise en œuvre de la clause de substitution continue de correspondre à la conclusion d'un nouveau gage qui pourrait être annulé s'il a été constitué au cours de la période suspecte* »⁷⁵².

On retrouve également une grande souplesse dans l'article L. 527-5, second alinéa du Code de commerce. Selon cette disposition, « *le privilège du créancier passe de plein droit des stocks aliénés à ceux qui leur sont substitués* ». Cette disposition préserve l'intérêt du gage de stock en garantissant les effets de la substitution. Le gage de meubles corporels et le nantissement de meubles incorporels peuvent garantir des créances futures sous la seule condition que celles-ci soient déterminables⁷⁵³. Il peut indifféremment porter sur des meubles présents ou futurs, fongibles ou non, voire sur un ensemble de meubles eux-mêmes présents ou futurs. A propos du nantissement de créances futures, M. Stoufflet évoque « *la licéité d'une clause prévoyant le remplacement automatique de créances venues à échéance par des créances nouvelles,*

⁷⁵⁰ Article 9 de la loi luxembourgeoise du 5 août 2005, *Memorial A*, n° 128, 16 août 2005.

⁷⁵¹ Cette disposition permet une souplesse importante au gage luxembourgeois. Puisqu'il bénéficie ainsi économiquement au constituant, notamment par rapport à un transfert de propriété à titre de garantie, en même temps qu'il fournit, juridiquement, et du fait de l'immunité poussée qui lui est reconnue, une sécurité comparable à celle d'un transfert de propriété.

⁷⁵² R. DAMMANN, « La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée », préc.

⁷⁵³ V. les articles 2333 et 2355 du Code civil.

ainsi que le prévoit la loi, par exemple, pour le refinancement des crédits à moyen terme (C. monét. fin., art. L. 313-44). Une telle stipulation ne serait valable que si les créances substituées étaient suffisamment identifiées dans l'acte constitutif ainsi que l'impose l'article 2356 du Code civil »⁷⁵⁴.

Convergence des régimes. Nous observons, par ailleurs, une tendance au rapprochement des régimes entre les garanties translatives de propriété et celles non translatives de propriété. Cette forme de convergence entre les régimes des différentes sûretés, a été insufflée par la directive *Collateral* qui rappelle dans son considérant 10 qu'elle vise à concilier l'efficacité du marché et la sécurité des parties au contrat et des tiers. Ce considérant rajoute que l'équilibre entre l'efficacité du marché et la sécurité des parties devrait être assuré du fait que « *le champ d'application de la présente directive ne couvre que les contrats de garantie financière qui prévoient une certaine forme de dépossession, autrement dit la constitution de la garantie financière, et pour lesquels la constitution de la garantie financière peut être attestée par écrit ou sur un support durable, garantissant ainsi la traçabilité de cette garantie* ». L'objectif étant la traçabilité de la garantie, cette traçabilité est assurée par le biais de la dépossession, réelle ou fictive (« *une certaine forme de dépossession* »), sans distinction quant à la technique de sûreté employée. Le droit d'utilisation, issu de la directive 2002/47/CE opère une convergence importante des régimes. On y verrait même sans trop de difficulté une passerelle vers une propriété moderne (une titularité à l'anglaise⁷⁵⁵) des actifs donnés en garantie. Dans la reconnaissance au créancier gagiste d'un droit d'utilisation des actifs gagés, au-delà du premier degré d'analyse de la disposition elle-même, nous voyons, avec M. Storck⁷⁵⁶, une étape franchie dans le rapprochement des régimes de la propriété-sûreté et du nantissement, tendance des garanties sur actifs financiers déjà observée pour ce qui est de leurs régimes de constitution.

Pour les actifs faisant l'objet d'un gage avec droit de réutilisation comme pour les transferts de propriété à titre de garantie, les questions relatives aux règles qui

⁷⁵⁴ J. STOUFFLET, « Le nantissement de meubles incorporels », *JCP G* 2006, I 5, n° 9.

⁷⁵⁵ V. R. GOODE, « *Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws* », Oxford Colloquium 1998, Special supplement to the *Journal of International Banking and Financial Law*, p. 22. – Th. H. JACKSON, « Possession and ownership : an examination of the scope of article 9 », *Stanford Law Review*, 175, 1983.

⁷⁵⁶ M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », préc.

encadrent le droit du preneur ou bénéficiaire présentent des problématiques similaires, signe d'une convergence entre les deux techniques. Cette tendance à la convergence des régimes des deux grandes familles de garanties est également confirmée par le droit d'ajustement. En effet, il ressort de l'étude du droit d'ajustement de l'assiette de la garantie une identité de problématiques entre les différentes formes de garantie. A cette identité des problématiques répond une similitude dans les solutions offertes, permettant ainsi une convergence au niveau des régimes juridiques applicables aux différentes garanties.

CONCLUSION DU TITRE

318. **Disparité entre les régimes des garanties réelles financières dans l'apport de souplesse.** Les textes qui traitent des garanties réelles financières n'emportent pas tous un régime juridique élaboré. Il en est ainsi des textes sectoriels qui n'instituent pas de garanties. Ces textes ne portent de fait pas de régimes juridiques spécifiques et n'emportent pas création de garanties nouvelles. Ils portent un régime qui se greffe et s'ajoute aux régimes des garanties connues. Les textes sectoriels ne font qu'adjoindre un caractère dérogatoire à ces garanties, soit directement (comme c'est le cas de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier), soit indirectement, (par renvoi au régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier). De fait, le régime d'origine des garanties sous-jacentes continue à s'appliquer sauf pour ce qui est en contradiction avec la dimension dérogatoire qui y a été adjointe.

Il est dès lors difficile de trouver dans les textes sectoriels, qui ne font que se référer à certains traits d'un régime dérogatoire, un apport substantiel de souplesse aux régimes des garanties. Il devrait en être différemment de l'apport de sécurité qui fonde les régimes dérogatoires dans l'ensemble des garanties réelles financières. Il convient à présent d'examiner la teneur de ces régimes dérogatoires.

TITRE II

LA SÉCURITÉ DANS LES RÉGIMES JURIDIQUES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES

319. **La sécurité comme finalité principale des sûretés.** La sécurité est un trait essentiel des sûretés. Le Professeur Synvet rappelle que « *les sûretés ne sont pas faites pour le plaisir intellectuel du juriste ni le bénéfice du professionnel du droit ; elles doivent procurer des satisfactions tangibles au créancier* »⁷⁵⁷. Pour les sûretés réelles la sécurité signifie une efficacité dans le contexte d'un concours avec d'autres créanciers⁷⁵⁸. Les auteurs ne manquent pas d'imagination pour illustrer le rôle des sûretés réelles et l'opposition avec le droit des procédures collectives. Qualifiées d'« *anticorps formés en réaction contre la loi du concours* »⁷⁵⁹, les sûretés réelles se trouvent des défenseurs qui identifient dans le traitement des difficultés des entreprises « *l'ennemi de l'efficacité économique du droit des sûretés réelles* »⁷⁶⁰. Le Professeur Bonneau pose en postulat que « *la sécurité signifie, en matière financière, l'éviction partielle du droit des procédures collectives* »⁷⁶¹. Les procédures collectives constituent un risque majeur au fonctionnement des marchés, en ce qu'elles peuvent porter atteinte à la prévisibilité et donc à la sécurité des opérations⁷⁶². La logique des marchés et celle des procédures collectives sont structurellement contradictoires. Alors que la procédure cherche à protéger les débiteurs, les marchés financiers ont pour principal souci la protection des investisseurs. Commentant la réforme apportée par la loi de modernisation des activités financières, M. Martin remarquait que « *la sécurité juridique, fût-elle offerte par exorbitance, est une valeur refuge de la finance internationale* »⁷⁶³. Or cette sécurité est, parmi d'autres moyens⁷⁶⁴, assurée par les

⁷⁵⁷ H. SYNVELT, « Le nantissement de meubles incorporels », préc., p. 67.

⁷⁵⁸ D. LEGEAIS, *Sûretés et garanties du crédit*, préc., n° 5, p. 4.

⁷⁵⁹ Ch. MOULY, n° 503, p. 503.

⁷⁶⁰ Ph. DUPICHOT, « L'efficacité économique du droit des sûretés réelles », préc.

⁷⁶¹ V. cité par M. Th. BONNEAU in E. CHVIKA, *Droit privé et procédures collectives*, thèse préc., n° 152.

⁷⁶² Ch. BOILLOT, « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : Exceptions ou contradiction ? » préc.

⁷⁶³ D.-R. MARTIN, « Du gage d'actifs scripturaux », préc.

⁷⁶⁴ Rappelons que l'usage de garanties réelles, aussi important qu'il soit, n'est pas la seule technique de réduction du risque sur les marchés. Sur les problématiques liées à la sécurisation des opérations de financements internationaux, V. R. GOODE, *Legal problems of credit and security*, 3^e éd., Thomson Sweet & Maxwell, 2003 ; K. ALEXANDER, « *A Uniform Choice of Law Rule for the Taking of Collateral Interests in Securities: Using Private Law Approaches to Reduce Credit and Legal Risk in*

garanties sur actifs financiers. Ces garanties elles-mêmes ont besoin d'être renforcées. Leur renforcement passe par un traitement de faveur que le législateur leur a consacré, en leur reconnaissant un régime juridique dérogatoire au droit commun⁷⁶⁵. Le caractère dérogatoire assure à l'ensemble de ces garanties une efficacité redoutable dans un contexte de concours. Ce caractère dérogatoire, bien qu'étant le fait de textes et de régimes différents, présente à différents égards des points communs à toutes les garanties réelles financières.

320. **Réduire le risque de contrepartie et le risque systémique.** La *ratio legis* de l'existence de régimes dérogatoires pour les garanties réelles financières réside principalement dans la recherche d'un renforcement de la sécurité des transactions financières interprofessionnelles⁷⁶⁶. C'est cette finalité qui a motivé différentes initiatives en droit interne et surtout en droit européen et international. La directive *Collateral* prévoit, en son article 8, un ensemble de règles qui visent à faire obstacle à l'application de dispositions jugées risquées pour le bon fonctionnement des marchés et de nature à causer un risque systémique à se produire. On retrouve donc parmi les règles posées par cet article la mise en échec : des règles des nullités obligatoires et facultatives de la période suspecte, de la règle dite de « l'heure zéro », des règles pouvant entraîner la nullité des constitutions de compléments de garantie ou de la remise d'actifs financiers se substituant à des éléments qui constituaient déjà la garantie.

321. **L'insécurité juridique résultant des éléments d'extranéité.** La dimension internationale des opérations financières rajoute un autre ennemi à la matière, car la sécurité des transactions dépend également de la sécurisation du cadre juridique international, ainsi que le souligne la Commission européenne : « *L'efficacité pleine et entière du marché unique des services financiers suppose la disponibilité de moyens techniques et pratiques permettant de régler les opérations transfrontalières aussi*

Financial systems », ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 211.

⁷⁶⁵ P.-M. LE CORRE, « Les incidences de la réforme du droit des sûretés sur les créanciers confrontés aux procédures collectives », *JCP E* 2007, n° 1185, p. 24.

⁷⁶⁶ Ph. WOOD, *Comparative Law of Security Interests and Title Finance*, préc., n° 1-041, p. 23.

harmonieusement et efficacement que les transactions purement domestiques »⁷⁶⁷. Ainsi, les risques qui se posent aux opérateurs de marché sont d'une double nature : en sus des risques internes que traduit l'opposition entre droit des procédures collectives et droit des garanties, existe à un niveau supérieur un risque juridique inhérent à l'internationalité des rapports qui devrait également être pris en considération. Les instruments communautaires se sont donné pour objectif de lutter contre ces deux risques⁷⁶⁸. Ceci transparaît dans les documents préparatoires de la directive *Collateral*. On peut ainsi lire dans l'exposé des motifs de la proposition de directive qui a donné lieu à la directive *Collateral*, la description suivante : « *Les opérateurs du marché communautaire qui cherchent à réduire le risque de crédit à l'aide de garanties sont confrontés à quinze régimes différents en ce qui concerne les conditions de validité (les formalités que le preneur de la garantie doit accomplir pour que la garantie soit opposable aux tiers, en ce compris le liquidateur en cas de faillite). Ils se heurtent également à une incertitude en ce qui concerne la loi applicable aux transferts transfrontaliers de titres dématérialisés. Ils doivent par ailleurs prendre en considération les répercussions des différentes législations nationales sur la faillite. De là des coûts administratifs, qui font obstacle à l'intégration et au fonctionnement au meilleur coût du marché communautaire, et une insécurité juridique, qui fait peser un risque systémique injustifié sur les marchés financiers, une garantie transfrontalière risquant davantage d'être invalidée qu'une garantie purement "nationale"* »⁷⁶⁹.

322. Plan du titre. Sans étudier de manière exhaustive l'ensemble des dispositions spécifiques à ces nouvelles règles de droit international privé, il sera

⁷⁶⁷ Communication de la Commission, du 28 octobre 1998, sur le thème « Services financiers : élaborer un cadre d'action », p. 23.

⁷⁶⁸ La directive *Collateral* qui a cherché à améliorer considérablement la sécurité des opérations sur les marchés comporte plusieurs dispositions qui visent à renforcer la sécurité face aux risques internes (procédures collectives) et internationaux. Ainsi, l'article 8 et les considérants 5 et 12, concernant les mesures dérogatoires aux droits des procédures collectives, ainsi que l'article 9 et les considérants 7, 8 et 11 concernant le caractère dérogatoire aux règles du droit international privé. V. également sur ce point, l'article de M.-E. TERRET, où l'auteur résume la problématique double dans les termes suivants : « *Bien que spécialement conçues pour prévenir le risque de contrepartie, les garanties classiques ne sont pas totalement efficaces. Des risques subsistent, dus principalement à leur inefficacité relative en cas d'ouverture d'une procédure collective consécutive à une faillite. Ces risques sont devenus d'autant plus importants que les marchés financiers se sont internationalisés et voient se multiplier les risques de conflits de loi concernant ces procédures collectives* », M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 39.

⁷⁶⁹ Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les contrats de garantie financière, Bruxelles, le 27.03.200, COM(2001) 168 final, 2001/0086 (COD), p. 4.

important pour nous de démontrer leur caractère dérogatoire tant le recours à des sûretés régies par un droit étranger est fréquent, notamment des sûretés régies par le droit de l'Etat de New York pour ce qui est des opérations de gré à gré⁷⁷⁰ (chapitre II). Mais au préalable, il conviendrait d'examiner le régime dérogatoire au droit des procédures collectives qui constitue le principal trait dérogatoire que le droit interne organise (chapitre I).

⁷⁷⁰ V. à ce titre les références systématiques dans la documentation ISDA au *security interest* du droit de l'Etat de New York. Dans ce sens, V. également les statistiques de l'ISDA qui montrent le nombre important de ces références Les garanties constituées en droit de l'état de New York, *in ISDA Margin Survey 2010*.

CHAPITRE I

L'IMMUNITÉ FACE AUX PROCÉDURES COLLECTIVES

323. **Le sacrifice des sûretés réelles traditionnelles face aux procédures collectives.** Il est admis en droit des sûretés que le choix des garanties est souvent déterminé par le sort qui leur est réservé lorsque la santé économique du débiteur se dégrade⁷⁷¹. Or le législateur de 1985 avait considéré les garanties réelles comme incompatibles avec le redressement du débiteur et contraires aux objectifs de la procédure collective, ce qui l'a conduit à limiter leur efficacité⁷⁷². Si le paiement des créanciers fait partie des objectifs énoncés à l'art. L. 620-1 du Code de commerce, il n'en reste pas moins que la procédure de redressement poursuit principalement et avant tout le maintien de l'activité et de l'emploi⁷⁷³. Il est généralement admis que la sauvegarde des intérêts des créanciers vient au dernier rang des finalités de la procédure de redressement et de liquidation judiciaire depuis la loi du 25 janvier 1985. Cette orientation, même atténuée par « *un certain rééquilibrage* »⁷⁷⁴ apporté par la réforme du 10 juin 1994, n'en reste pas moins d'actualité. Les sûretés réelles, jusqu'à la réforme de 2006, souffraient d'insuffisances⁷⁷⁵.

L'émergence de garanties exorbitantes était inéluctable au vu des enjeux que présentent les marchés financiers et de leur poids économique. Le droit commun devait être écarté du fait du caractère limité de la protection qu'il assure⁷⁷⁶. Il n'est pas

⁷⁷¹ D. LEGAIS, « La réforme des sûretés, la fiducie et les procédures collectives », *Rev. sociétés* 2007, p. 687.

⁷⁷² V. en ce sens, I. ADJAGBA, *Le déclin des sûretés réelles spéciales dans les procédures collectives de redressement des entreprises*, thèse Paris II, 1988 ; Y. GUYON, *Droit des affaires*, t. 2, *Entreprises en difficultés, Redressement judiciaire – Faillite*, 8^e éd., Economica, 2001, n° 1341. Il s'agit cependant d'un facteur essentiel d'évolution du droit des sûretés : Ph. DELEBECQUE, « Sûretés réelles et procédures collectives », in Dossier « Droit des sûretés : analyse d'un renouveau », *Droit et patrimoine* n° 106, juill.-août 2002, p. 49.

⁷⁷³ V. CANU et B. de SAINT-MARS, « Intermédiation financière et droit des procédures collectives ou la nécessité de traiter spécifiquement certains contractants en matière financière », *RD bancaire et bourse* n° 68, 1998, p. 119.

⁷⁷⁴ *Idem*, p. 121.

⁷⁷⁵ Il convient d'ailleurs de souligner que les nouveaux régimes des sûretés réelles, introduits par la réforme du 23 mars 2006, n'ont pas permis de redonner aux sûretés de droit commun une efficacité face aux procédures collectives. L'article 2287 du Code civil énonce par exemple que « *les dispositions du présent livre ne font pas obstacle à l'application des règles prévues en cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire* ». V. à ce sujet, E. GARAUD, « Sûretés et procédures collectives : l'articulation des réformes », *PA* 2009, n° 120, p. 4.

⁷⁷⁶ Sur l'inadaptation du droit commun des sûretés réelles en matière de marchés financiers, V. L. AYNES et G. KOLIFRATH, « Les remises en pleine propriété à titre de garantie : confirmation de la licéité des cessions fiduciaires en droit français ? », préc. ; J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, « La

étonnant dès lors, que le droit des marchés financiers ait souvent recouru à des mesures dérogatoires pour assurer la sécurité des marchés. Ceci a notamment été le cas pour les sûretés sur actifs financiers⁷⁷⁷. De fait, l'essor des garanties réelles financières résulte de l'incapacité des garanties réelles classiques à assurer la sécurité des créanciers, en particulier en cas d'ouverture d'une procédure collective du constituant de la garantie.

324. **Les points saillants d'un régime dérogatoire.** Même si le champ de la matière est bien plus large que celui de la directive *Collateral*, il reste néanmoins utile de se baser sur l'approche de la directive, du moins du fait de la généralité du champ qu'elle vise et du fait qu'elle embrasse les problématiques essentielles que posent les garanties réelles financières. Les auteurs de la directive *Collateral*, conscients de la corrélation entre les procédures collectives et de l'insécurité juridique des créanciers⁷⁷⁸, ont clairement posé comme objectif de soustraire les contrats de garantie financière aux législations en matière d'insolvabilité⁷⁷⁹. Pour ce faire, la directive identifie des catégories de dispositions en matière d'insolvabilité qui seraient attentatoires à la sécurité juridique des contrats de garantie financière⁷⁸⁰. Elle demande que les Etats membres fassent bénéficier les garanties financières des quatre mêmes « immunités » que si elles avaient été constituées dans un système de paiement⁷⁸¹, ainsi que d'immuniser les garanties financières face à une procédure d'exécution initiée par un tiers⁷⁸². Le droit français connaissait déjà certains régimes dérogatoires. L'ordonnance du 24 février 2005 a permis d'y apporter certains aménagements, en renforçant le

maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré », *Banque & Droit* n° 54, juill.-août 1997, p. 3, spéc. p. 11 ; P. GISSINGER, « L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », préc., n° 380.

⁷⁷⁷ V. à ce sujet, notamment, Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 888, p. 1019 ; E. CHVIKA, *Droit privé et procédures collectives*, thèse préc., n° 152 et s ; D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc.

⁷⁷⁸ D. LEGAIS, « La réforme des sûretés, la fiducie et les procédures collectives », préc.

⁷⁷⁹ Nous soulignons à ce titre la terminologie utilisée qui se réfère à l'« insolvabilité ». Une telle référence, ne correspond pas à la terminologie juridique du droit français des procédures collectives, elle est la traduction littérale de la terminologie anglo-saxonne. La référence aux procédures collectives aurait naturellement été plus appropriée au regard de nos institutions juridiques.

⁷⁸⁰ V. le Considérant (5) de la directive *Collateral*.

⁷⁸¹ L'article 7 demande la possibilité de faire jouer, pour ces garanties, en cas de faillite, la déchéance du terme à condition que l'appropriation des garanties qui en résulte s'effectue par compensation avec l'obligation sous-jacente ou toutes autres dettes et créances en sens inverse quand bien même celles-ci ne présenteraient aucun lien de connexité.

L'article 8.1 de la directive exige des Etats membres que, en cas de faillite du constituant, ces garanties ne puissent être remises en cause au titre de la règle du zéro heure (8.1.a) ou au titre de la période suspecte (8.1.b). Pareillement, l'article 8.2 demande que le gel des garanties pendant la procédure collective ne soit plus opposable aux garanties couvertes par la directive.

⁷⁸² L'article 7.1.b de la directive *Collateral*.

régime de protection des garanties des obligations financière et en étendant son domaine. Désormais, en sus des procédures collectives françaises et de certaines procédures civiles d'exécution, le régime d'immunité s'étend à toutes procédures judiciaires ou amiables équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers⁷⁸³.

325. Plan du chapitre. Les garanties réelles financières se distinguent des autres garanties réelles en ce qu'elles permettent une immunité importante dans les situations de concours. Ainsi la garantie joue pleinement tant à l'égard des risques émanant du débiteur qu'à l'égard des risques qui résultent d'une situation de concours avec d'autres créanciers. Les dispositions permettant un tel régime peuvent être regroupées en deux catégories : les dispositions qui pourraient faire obstacle ou remettre en question la validité de constitution des garanties réelles financières (section 2), et celles qui feraient obstacle à la réalisation de la garantie financière (section 1).

SECTION 1 : IMMUNITÉ DE LA CONSTITUTION DE LA GARANTIE

326. Le bénéfice de la règle dérogatoire. Les directives européennes ont cherché à immuniser la constitution de tous les contrats de garantie financières sans égard à la forme qu'ils prennent⁷⁸⁴. L'article 3 de la directive 98/26/CE du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations⁷⁸⁵ et l'article 8 de la directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 ont visé à soustraire les contrats de garantie financière des nullités de la période suspecte⁷⁸⁶. Toutefois, et contrairement à l'approche de la directive *Collateral*, le droit français ne consacre pas une immunité immédiate aux nantissements de comptes-titres. Cette institution ne jouit pas d'immunité face aux procédures collectives. Les nantissements de comptes-titres reçoivent le même traitement que le reste des nantissements. Ils ne jouissent d'une immunité que dans la mesure où ils interviennent au titre de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Or, les dérogations au

⁷⁸³ Article L. 211-40 du Code monétaire et financier.

⁷⁸⁴ S. PLAIS, « Réflexions sur le gage de compte d'instruments financiers en couverture d'opérations de dérivés de gré à gré », préc., p. 4.

⁷⁸⁵ JOCE n° L 166/45, du 11 juin 1998.

⁷⁸⁶ Th. BONNEAU, « Contrats de garantie financière et procédures collectives », *Actualité des Procédures Collectives* n° 16, 18 octobre 2002.

régime des nullités de la période suspecte (§ 1) ne sont pas les seules dérogations en faveur de l'immunisation du régime de constitution des garanties réelles financières (§ 2).

§ 1 Dérogation au régime des nullités de la période suspecte

327. Longtemps, dans le contexte des procédures collectives, les créanciers ont été considérés comme sacrifiés au profit du sauvetage de l'entreprise⁷⁸⁷. Les sûretés sur les marchés étaient incapables de fournir la sécurité que les opérateurs attendaient d'elles, ainsi que le soulignent MM. Bossin et Lefranc qui observaient que « *jusqu'à la loi du 2 juillet 1996 notre droit des sûretés était inadapté à la mise en place de contrats dits de "collatéralisation"* »⁷⁸⁸. L'examen du régime général des nullités de la période suspecte (A) permet de mieux apprécier les régimes dérogatoires des garanties réelles financières (B).

A. Le régime général des nullités de la période suspecte

328. Outre les personnes publiques visées par l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier, la majorité des opérateurs concernés par les garanties réelles financières ont un statut d'entreprises réglementées du secteur bancaire et financier. Certes, les dispositions relatives aux procédures collectives de droit commun ne leur sont pas entièrement applicables. Ces personnes bénéficient en effet d'un droit spécifique en matière de procédures collectives, puisque le législateur a institué un régime d'exception au dispositif de la loi de 1985 pour les entreprises bancaires et

⁷⁸⁷ J.-C. WOOG, « La protection du créancier », *RJ com.* 1999, n° 1, p. 1. Citons la description théâtrale, et du reste partisane, que donne M. Woog du sacrifice des créanciers dans ce rapport « *Le créancier impayé est assurément la victime, mais, comme le débiteur, en réplique, se plaît à jouer le rôle de la victime, le public s'en mêle. Le public, on le sait, se veut généreux. Déjà les enfants rient lorsque Guignol a opportunément rossé le gendarme. Au-delà de l'inconscient collectif de Jung, la foule plaint le débiteur. Elle le protège. Elle représente le justicier selon le cliché bien connu des films répétitifs. Elle est à l'image de ces personnes qui font aisément le bien avec l'argent des autres. La foule a crié. Elle est libérée. En contrepoint, le créancier est désormais mal considéré* ».

⁷⁸⁸ J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, « La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré », préc., spéc. p. 11.

financières⁷⁸⁹. Cependant, l'essentiel des règles concernant tant les nullités obligatoires (1) que les obligations facultatives (2) leurs sont applicables⁷⁹⁰.

1. L'article L. 632-1 du Code de commerce : les nullités obligatoires des dettes antérieurement contractées

329. **Le principe.** L'article L. 632-1, I° du Code de commerce déclare nuls, de plein droit, lorsqu'ils sont intervenus depuis la date de cessation des paiements, outre les paiements, « *toute hypothèque conventionnelle, toute hypothèque judiciaire ainsi que l'hypothèque légale des époux et tout droit de nantissement ou de gage constitués sur les biens du débiteur pour dettes antérieurement contractées [...]* ». Ainsi, toute sûreté consentie pendant la période suspecte en garantie d'une dette antérieurement contractée est nulle : la jurisprudence n'a cependant pas suivi de ligne constante dans son interprétation de cette disposition, elle a oscillé entre une ligne stricte et une autre plus libérale⁷⁹¹.

330. **Le champ d'application.** Antérieurement à la loi de 1985, la couverture, qui avait souvent pu être qualifiée de gage, permettait une certaine sécurité au regard des nullités de la période suspecte. La réforme des procédures collectives intervenue en 1985 a remis en cause cette forme d'immunité. De fait, la couverture ne pouvait plus résister à la nullité de droit qu'imposait l'article 107-6° de la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 (texte à l'origine de l'actuel article L. 632-1). Le texte ne visait pas les fiducies-sûretés et il était possible de douter de son application aux garanties réelles financières qui seraient constitutives d'un transfert fiduciaire. La jurisprudence avait laissé planer un doute sur le traitement à donner à ces garanties. Un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation avait pu, un moment, laisser penser que les propriétés-garanties devraient pouvoir échapper à l'application de cet article. Dans un

⁷⁸⁹ Th. BONNEAU, « De quelques apports de la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière au droit régissant le secteur financier », *JCP E* 1999, p. 1378 ; E. CHVIKA, *Droit privé et procédures collectives*, thèse préc. ; Ch. LEGUEVAQUES, *Droit des défaillances bancaires*, Economica, 2002.

⁷⁹⁰ L'aménagement de la procédure de droit commun vise principalement à tenir compte de la tutelle exercée par les autorités bancaires sur ces entreprises.

⁷⁹¹ Cass. com., 28 janv. 1997, pourvoi n° 94-20.554 ; *D.* 1997, somm., p. 214, obs. A. HONORAT. – Cass. com., 12 nov. 1997, pourvoi n° 95-14.900. – Cass. com., 28 mai 1996, pourvoi n° 94-10.361, *D.* 1996, somm., p. 310 ; Cass. com., 20 janv. 1998, pourvoi n° 95-16.402, *Bull. civ.* IV, n° 28

arrêt du 28 mai 1996 la Haute Cour avait considéré qu'une cession « Dailly » à titre de garantie n'était pas une constitution de garantie au sens de ce texte, car elle ne figure pas dans la liste qui y était énoncée. Mais le doute restait permis. La loi du 2 juillet 1996 a assuré l'immunité des constitutions de couvertures pour les dettes antérieurement contractées⁷⁹². Se posait cependant la question délicate de savoir si les remises complémentaires et les substitutions de titres devaient être considérées comme relatives à des dettes postérieures lorsque l'ouverture de la procédure intervenait entre le moment de prise de la garantie et le moment de l'apport d'une remise additionnelle. Le fonctionnement même de la couverture exige, comme nous l'avons vu, le recours à des remises complémentaires ou à la substitution de certains éléments de la garantie. La mise en couverture des nouveaux titres courait ainsi le risque d'être assimilée à la constitution d'une sûreté nouvelle, et faisait donc courir au créancier le risque de nullité de ces remises. M. Robine observe à cet effet: « *L'article L. 621-107, I., 6° du Code de commerce (aujourd'hui article L. 632-1, I, 6° du même code)*⁷⁹³ entraîne la nullité des seules sûretés consenties pour des dettes antérieures. Or, on peut douter du respect de cette condition s'agissant des couvertures supposant un dépôt de garantie préalable car celui-ci est sans nul doute destiné à garantir une éventuelle dette postérieure. De même, les appels de marge ont, dans ce cas, pour but de pouvoir couvrir une dette qui risque d'apparaître par la suite par l'ajustement du dépôt de garantie. Cette démonstration est renforcée par le rappel que le défaut de couverture entraîne la résiliation ou liquidation de l'opération et donc que la dette qu'elle aurait pu garantir ne peut pas naître. Il a, toutefois, été souligné que l'existence d'appels de marge non précédés d'un dépôt de garantie initial était possible soit en cas d'évolution bénéficiaire de la position du constituant, d'un dépôt de garantie unilatéral, soit en l'absence totale d'un tel dépôt. Dans ces deux cas, l'article L. 621-107, I., 6° du Code de commerce pourrait entraîner la nullité de la garantie si celle-ci est un gage. Dans

⁷⁹² Notons qu'à la suite de l'introduction du dispositif relatif à la fiducie, la question devrait poser moins de difficultés puisque l'article L. 632-2, I, 9° et 10° prévoit aujourd'hui la nullité de plein droit de: « *Tout transfert de biens ou de droits dans un patrimoine fiduciaire, à moins que ce transfert ne soit intervenu à titre de garantie d'une dette concomitamment contractée* », ainsi que de « *Tout avenant à un contrat de fiducie affectant des droits ou biens déjà transférés dans un patrimoine fiduciaire à la garantie de dettes contractées antérieurement à cet avenant* ».

⁷⁹³ Note rajoutée par nos soins.

les autres cas, le risque réside plutôt dans la nullité facultative de l'article L. 621-108 de ce même Code (aujourd'hui article L. 632-2 du même code)⁷⁹⁴ »⁷⁹⁵.

2. *L'article L. 632-2 du Code de commerce : les nullités facultatives des dettes antérieurement contractées*

331. **Le fondement de la nullité facultative.** Il résulte des termes de l'article L. 632-2 alinéa 1^{er} du Code de commerce que « *Les paiements pour dettes échues effectués à compter de la date de cessation des paiements et les actes à titre onéreux accomplis à compter de cette même date peuvent être annulés si ceux qui ont traité avec le débiteur ont eu connaissance de la cessation des paiements* ». Il est admis en doctrine comme par la jurisprudence que la notion d'acte à titre onéreux à laquelle se réfère cette disposition doit être interprétée de manière large⁷⁹⁶, de sorte à englober les sûretés réelles consenties pour des dettes postérieures à la cessation des paiements⁷⁹⁷. Cette nullité devrait pouvoir porter également sur les remises de couvertures du moment qu'elles emportent une remise d'un dépôt de garantie initial. Par ailleurs, ainsi que le souligne M. Robine, « *il n'y a pas lieu de faire ici de distinction entre la fiducie-sûreté et le gage. En effet, si l'arrêt du 28 mai 1996 cité à propos de l'application de l'article 107, 6° de la loi du 25 janvier 1985 a également exclu l'application de l'article 108 de cette même loi à la cession Dailly à titre de garantie, c'est au motif qu'elle ne constitue pas un paiement au sens de ce texte. Cette nullité suppose toutefois la preuve, qui peut être apportée par tout moyen, de la connaissance de la cessation des paiements par le cocontractant lors de la conclusion de l'acte* »⁷⁹⁸. Tel était donc le cadre antérieur à l'adoption des règles dérogatoires. Différents textes sont venus

⁷⁹⁴ Note rajoutée par nos soins.

⁷⁹⁵ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 572, p. 322-323.

⁷⁹⁶ *Idem*, n° 576, p. 324.

⁷⁹⁷ Pour la doctrine, V. M. JEANTIN et P. LE CANNU, *Droit commercial, Instruments de paiement et de crédit, Entreprises en difficultés*, 5^e éd., Dalloz, 1999, n° 842 ; G. RIPERT et R. ROBLOT, *Traité de droit commercial*, t. 2, *Effets de commerce, Banque et bourse, Contrats commerciaux, Procédures collectives*, 16^e éd., par Ph. DELEBECQUE et M. GERMAIN, LGDJ, 2000, n° 3139 ; C. SAINT-ALARY-HOUIN, *Droit des entreprises en difficulté*, 3^e éd., Montchrestien, 1999, p. 419 ; B. SOINNE, *Traité des procédures collectives*, 2^e éd., avec la collab. de E. KERCKHOVE, Litec, 1995, n° 1857 ; et pour la jurisprudence, V. Cass. req., 27 déc. 1938, *Rev. gén. dr. faillites* 1939, p. 179 ; Cass. req., 15 janv. 1940, *Gaz. Pal.* 1940, 1, p. 303 ; Cass. com., 28 oct. 1964, *Bull. civ.* III, n° 456 ; Cass. com., 4 janv. 1967, *Bull. civ.* IV, n° 9.

⁷⁹⁸ D. ROBINE, préc., n° 576, p. 324.

organiser des régimes dérogatoires et pallier l'absence de sécurité juridique qui résulte de l'application des règles du droit commun des procédures collectives, à commencer par la loi portant modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 et jusqu'à l'ordonnance du 24 février 2005.

B. Les régimes dérogatoires des garanties réelles financières

332. **Nécessaire neutralisation des règles de droit commun.** Les règles régissant les procédures collectives ont été décrites en doctrine : « *en voulant sauver l'entreprise au détriment de ses créanciers, dans un objectif notamment de sauvegarde de l'emploi, on risque de provoquer la défaillance de ces derniers et donc d'accroître la perte d'emplois* »⁷⁹⁹. Le dispositif dérogatoire des garanties réelles financières a cherché à neutraliser les dispositions du Code de commerce relatives aux procédures de sauvegarde, de redressement et de liquidation judiciaires afin d'éviter la remise en cause de la constitution des garanties, ce qui pourrait faire courir un risque d'insécurité sur les marchés. Ont été, notamment, écartées les dispositions relatives aux nullités de la période suspecte des articles L. 632-1 à L. 632-4 du Code de commerce qui visent à protéger le patrimoine du débiteur qui fait l'objet de la procédure, à l'origine conçues pour éviter une rupture d'égalité des créanciers⁸⁰⁰, et dont il convient d'examiner l'étendue.

333. **L'éviction des règles relatives aux nullités des périodes suspectes.** La directive *Collateral* a mis l'accent sur le fait qu'elle ne vise pas à mettre en échec les droits nationaux sur l'insolvabilité, mais bien à sécuriser la prise des garanties financières. L'immunité à l'égard des règles relatives à la période suspecte passe principalement par la mise en échec de l'automaticité des sanctions. Il en est ainsi, en particulier, de la nécessaire mise en échec des dispositions de l'article L. 632-1 du Code de commerce⁸⁰¹. L'article 8.4 de la directive dispose en effet : « *Sans préjudice des*

⁷⁹⁹ *Idem*, n° 10, p. 10.

⁸⁰⁰ Th. BONNEAU, « Difficultés des entreprises réglementées - Etablissements de crédit, entreprises d'investissement, établissements de paiement et entreprises d'assurance - Procédures administratives et judiciaires », *JurisClasseur Procédures collectives*, fasc. 3220, mai 2011, n° 41.

⁸⁰¹ V. à cet effet, pour les nullités facultatives des droits belge et luxembourgeois (*l'article 446 du code de commerce luxembourgeois, qui correspond à l'article 18 de la loi belge sur les faillites*) : F. T'KINT,

paragraphes 1, 2 et 3, la présente directive n'affecte pas les règles générales de la législation nationale en matière d'insolvabilité en ce qui concerne la nullité des opérations conclues au cours de la période déterminée visée au paragraphe 1, point b), et au paragraphe 3, point i) ».

334. Les champs d'application des régimes dérogatoires. Les garanties réelles financières et en particulier celles qui correspondent au droit issu de la directive *Collateral* bénéficient d'une double éviction des règles des procédures collectives, lors de la constitution initiale⁸⁰², mais également lors de l'apport de compléments⁸⁰³. Il convient ainsi de noter la similitude dans les formules employées tant par l'article L. 211-40 que par les articles L. 330-2 et L. 141-4 du Code monétaire et financier : « *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* »⁸⁰⁴. Pour ce qui est des couvertures prises sur le fondement de l'article L. 440-7, la formule est quasiment identique⁸⁰⁵ : « *Aucun créancier d'un adhérent d'une chambre de compensation, d'un prestataire mentionné à l'alinéa précédent, ou selon le cas, de la chambre elle-même, ne peut se prévaloir d'un droit quelconque sur ces dépôts même sur le fondement du livre VI du code de commerce* ».

L'ordonnance n° 2011-398 du 14 avril 2011 portant transposition de la directive 2009/44/CE⁸⁰⁶ modifie les articles L. 440-7 et L. 440-8 du Code monétaire et financier. Les références aux titres I^{er} et II du livre VI du Code de commerce sont remplacées par

« La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », Charleroi, le 10 février 2003, p. 13-14.

⁸⁰² Article 8-1 de la directive *Collateral*.

⁸⁰³ Article 8-3, b, de la directive *Collateral*.

⁸⁰⁴ Cette disposition de l'article L. 211-40 relative aux garanties des obligations financières trouve son pendant dans l'article L. 330-2 qui emploie exactement les mêmes termes : « *Les dispositions du livre VI du code de commerce ou celles équivalentes régissant toutes procédures judiciaires ou amiables ouvertes hors de France ainsi que toutes procédures civiles d'exécution ou tout exercice d'un droit d'opposition ne font pas obstacle à l'application des articles L. 330-1 et L. 330-2* », alors que la formule de l'article L. 141-4 est similaire « *ne sont pas affectées par l'ouverture des procédures prévues au livre VI du code de commerce ou toute procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ni par aucune procédure civile d'exécution prise sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, ni par l'exercice d'un droit d'opposition* ».

⁸⁰⁵ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 125, p. 36.

⁸⁰⁶ Ordonnance n° 2011-398 du 14 avril 2011 portant transposition de la directive 2009/44/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 mai 2009 modifiant la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, en ce qui concerne les systèmes liés et les créances privées.

des références au livre VI du Code de commerce, ce qui élargit désormais le champ du droit dérogatoire en permettant d'écarter tout droit des créanciers de l'adhérent compensateur ou de tout mandataire judiciaire désigné dans le cadre d'une procédure de prévention des difficultés ou d'une procédure de sauvegarde (ou de toute procédure étrangère équivalente) ouverte à l'encontre de l'adhérent compensateur sur les dépôts conservés à titre de garantie par l'adhérent compensateur. Les articles L. 330-2 (opérations effectuées dans le cadre des opérations de règlement-livraison) et L. 431-7 (relatif aux garanties afférentes aux opérations de marché) du Code monétaire et financier prévoyaient déjà un dispositif équivalent. Ces textes visaient toutefois les seules garanties afférentes à des obligations régies par une convention-cadre, alors que la directive 2002/47/CE embrasse tous les contrats de garantie financière « *qu'ils soient couverts ou non par un accord-cadre ou par des conditions et modalités générales* »⁸⁰⁷.

335. **Le cas de la fraude aux droits des créanciers.** Les textes qui fondent les garanties réelles financières évincent l'application des dispositions du Livre VI du Code de commerce⁸⁰⁸. Il faut cependant noter que l'éviction des dispositions relatives aux procédures collectives n'emporte pas éviction des règles spécifiques à la fraude ainsi que des dispositions civiles relatives à l'action paulienne⁸⁰⁹. Une remise anormalement élevée en période suspecte qui caractériserait une fraude pourrait être censurée sur la base du principe *fraus omnia corrumpit*⁸¹⁰.

336. **La neutralisation des nullités de la période suspecte dans d'autres domaines.** L'approche n'est pas propre aux garanties des obligations financières. Dans d'autres domaines du droit financier, le législateur a mis en place des dispositifs équivalents qui apportent des dérogations aux nullités de la période suspecte. Le remboursement des obligations foncières bénéficie des mêmes faveurs dérogatoires au droit des procédures collectives que le législateur a accordées aux garanties réelles

⁸⁰⁷ V. article 2, 1, a) de la directive 2002/47/CE.

⁸⁰⁸ Dans le cas de l'article L. 442-6 du Code monétaire et financier cet effet est obtenu grâce à l'ajout des dispositions de l'article L. 442-6 de ce même code.

⁸⁰⁹ S. PRAICHEUX, préc.

⁸¹⁰ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 576, p. 324.

financières⁸¹¹. Le remboursement des obligations foncières émises par les sociétés de crédit foncier bénéficie d'une grande sécurité du fait du privilège que l'article L. 515-19 du Code monétaire et financier leur reconnaît. Par ailleurs, l'article L. 515-25 assure l'immunité des obligations foncières face à d'éventuelles nullités de l'article L. 632-2 du Code de commerce qui pourrait entacher l'acquisition des créances⁸¹².

Il convient par ailleurs de relever que le texte de l'article L. 632-3 prévoit la neutralisation des articles L. 632-1 et L. 632-2 en ce qui concerne les paiements relatifs à une lettre de change, un billet à ordre ou un chèque. Cette neutralisation, même si elle accorde au titulaire d'une lettre de change, d'un billet à ordre ou d'un chèque une certaine immunité face aux procédures collectives, a toutefois une portée relative puisqu'elle est subordonnée à une action en rapport qui peut être exercée par l'administrateur ou le mandataire judiciaire⁸¹³.

§ 2 Autres dérogations en faveur de l'immunisation des constitutions des garanties réelles financières

337. En sus des dérogations propres aux garanties réelles financières, certaines dérogations procèdent de régimes particuliers qui bénéficient indirectement aux garanties réelles financières. Il en est ainsi de la dérogation à la règle dite de l'heure zéro de l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier (A), et de la dérogation qui assure l'immunité des remises complémentaires de garantie (B). Même si ces régimes ne se rapportent pas aux garanties réelles financières, ils portent cependant très nettement les stigmates du droit dérogatoire des marchés financier, et profitent aux garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier et de l'article L. 330-2 du même code.

⁸¹¹ P.-E. FUZIER, « La réforme des sociétés de crédit foncier », *RD bancaire et bourse* 1999, p. 155, spéc. p. 159. – H. HOVASSE, « Les obligations foncières », *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 1, et spéc. n° 54, p. 14.

⁸¹² Suivant cette disposition: « *Les dispositions de l'article L. 632-2 du Code de commerce ne sont pas applicables aux contrats conclus par ou avec une société de crédit foncier, ni aux actes juridiques accomplis par une société de crédit foncier ou à son profit, dès lors que ces contrats ou ces actes sont directement relatifs aux opérations prévues à l'article L. 515-13* ».

⁸¹³ Suivant les dispositions de l'article L. 632-3 du Code de commerce, cette action en rapport est exercée « *contre le tireur de la lettre de change ou, dans le cas de tirage pour compte, contre le donneur d'ordre, ainsi que contre le bénéficiaire d'un chèque et le premier endosseur d'un billet à ordre, s'il est établi qu'ils avaient connaissance de la cessation des paiements* ».

A. Dérogation à la règle dite « du zéro heure »

338. **La règle « du zéro heure ».** L'article 14 du décret du 27 décembre 1985 prévoyait que le jugement d'ouverture de la procédure produit ses effets à compter de sa date. La jurisprudence considère traditionnellement que cette disposition donner effet au jugement d'ouverture à compter de la première heure, 0h00, du jour où il est rendu⁸¹⁴. Aujourd'hui, l'article L. 622-7 du Code de commerce autorise l'administrateur judiciaire à réclamer la restitution de tous paiements effectués à partir de zéro heure le jour de l'ouverture de la procédure de redressement ou de liquidation⁸¹⁵. L'annulation est automatique. La bonne foi des bénéficiaires et l'absence de connaissance de leur part de l'imminence d'un jugement de faillite sont sans effet sur l'annulation. Dans sa portée, l'annulation concerne aussi bien les paiements que les garanties, considérées comme des accessoires aux paiements annulés⁸¹⁶.

339. **La dérogation à la règle.** Dans le cadre du système de règlement interbancaire, l'article 93-1 de la loi bancaire⁸¹⁷ instaurait une dérogation limitée à la règle « du zéro heure », en faveur de la sécurisation des circuits de paiement dans les systèmes interbancaires. Cette règle a été reprise par l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier. Son domaine a été étendu au système de règlement-livraison par la loi du 2 juillet 1998⁸¹⁸. Elle permet d'écarter les dispositions de l'article L. 622-7 du Code de commerce. Une forme de rétroactivité agissant pour permettre d'annuler l'ensemble des paiements ayant été effectué le jour du prononcé de la décision d'ouverture de la procédure collective, mais avant l'heure du délibéré. L'article L. 330-1 assigne un large champ d'application à cette dérogation au droit des procédures collectives, qui s'applique non seulement aux paiements aux règlements-livraisons de titres, mais également aux instructions données à cette fin dès lors que celles-ci sont irrévocables. La dérogation à la règle « du zéro heure »,

⁸¹⁴ CA Limoges, 29 oct. 1991, *Dr. sociétés* 1991, n° 204. – CA Caen, 29 avril 1997, *Rev. proc. coll.* 1997, p. 417. – Cass. soc., 12 mai 1998, *Bull. civ.* V, n° 243 ; *D.* 1998, IR p. 149, règle du « zéro heure » ; D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 549.

⁸¹⁵ P. STEPHAN, « Pourquoi une nouvelle réforme de la loi du 28 mars 1885 », *Bull. Joly Bourse* 1994, p. 5, spéc. p. 24.

⁸¹⁶ Cf. en France, le décret n° 85-1388 du 27 décembre 1985.

⁸¹⁷ Article L. 330-1 du Code monétaire et financier.

⁸¹⁸ La loi n° 98-546 du 2 juillet 1998.

incorporée dans le Code monétaire et financier prévoyait que les paiements et les livraisons de titres ne peuvent être annulés et que les instructions de paiement et de livraison de titres financiers sont opposables dès lors qu'elles ont acquis un caractère irrévocable dans le système, et ce jusqu'à l'expiration du jour où est rendu un jugement d'ouverture de procédure collective. De fait, non seulement les paiements et les livraisons de titres bénéficiaient de cette immunité, mais également les garanties qui s'y attachent, conformément à l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier. En outre, l'ordonnance n° 2011-398 du 14 avril 2011⁸¹⁹, prise en application de la directive 2009/44/CE, a apporté une extension de la protection⁸²⁰. Elle distingue le régime des instructions selon le moment de leur introduction dans le système par rapport à l'ouverture de la procédure collective. Il en résulte que lorsque l'instruction est introduite avant l'ouverture de la procédure collective, elle produit ses effets et est opposable aux tiers sans égard à la date de dénouement prévue. En revanche, l'instruction qui est introduite après l'ouverture de la procédure collective ne peut produire ses effets et être opposable aux tiers que si elle est devenue irrévocable avant que l'opérateur ait eu connaissance de la procédure ouverte, et que si elle est exécutée le jour même⁸²¹.

B. L'immunisation des remises postérieures de garanties

340. **La problématique.** Sur les marchés, les garanties ne sont pas figées. Elles sont amenées à évoluer, parfois sur une base journalière, au gré de l'évolution des cours. Ainsi, les mécanismes d'ajustement et de remises complémentaires de garanties peuvent être systématiquement requis. Le législateur européen, conscient de l'impact négatif des nullités de la période suspecte sur le fonctionnement du mécanisme – quelle qu'en soit l'appellation, la problématique est commune à tous les systèmes européens, a prévu un dispositif de neutralisation de ces nullités. Le considérant (16) de la directive *Collateral* énonce : « *La bonne pratique des marchés financiers, favorisée par les autorités de régulation, selon laquelle les opérateurs gèrent et limitent leur risque de*

⁸¹⁹ Ord. n° 2011-398, du 14 avr. 2011, *JO* 15 avr. 2011.

⁸²⁰ V. G. NOTTE, « Sécurité des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres financiers (Ord. n° 2011-398, 14 avr. 2011) », *JCP E* 2011, act. 220.

⁸²¹ Il est prévu qu'un décret en Conseil d'Etat fixe les modalités selon lesquelles le jugement de faillite est notifié par l'Autorité de contrôle prudentiel à l'opérateur du système.

crédit réciproque par des mécanismes de garantie financière complémentaire (top-up collateral), où le risque de crédit et la garantie financière sont mesurés sur la base de leur valeur de marché (mark-to-market), le créancier pouvant ensuite réclamer un complément ou restituer un éventuel excédent de garantie financière, devrait être préservée de certaines règles de nullité automatique. Il en va de même pour la possibilité de remplacer des actifs remis en garantie par d'autres actifs pour la même valeur. L'intention est simplement de veiller à ce que la constitution d'une garantie financière complémentaire ou de remplacement ne puisse être remise en question uniquement parce que les obligations financières couvertes existaient avant cette constitution ou parce que cette constitution est survenue au cours d'une période déterminée. Cela ne porte cependant pas atteinte à la possibilité de remettre en cause conformément au droit national le contrat de garantie financière, la constitution de la garantie initiale ou la constitution d'une garantie financière à titre complémentaire ou de remplacement, par exemple lorsque cela a été fait sciemment en vue de nuire aux autres créanciers (y compris les actions fondées sur la fraude ou des règles similaires en matière de nullité qui peuvent s'appliquer pendant une période déterminée) ».

En droit français, la question de l'immunité des clauses d'arrosage et d'accroissement au même titre que les appels de marge face à une procédure collective du constituant était déjà posée. La question concernait les nullités de la période suspecte, tant facultatives qu'obligatoires. Le risque était de voir les remises additionnelles de titres sur la base contractuelle des clauses d'arrosage ou d'autres aménagements, courants dans la pratique, considérées comme emportant constitution d'une nouvelle garantie au jour du transfert. Ces remises seraient alors entrées dans la période suspecte, rendant annulable la garantie. Certains auteurs considéraient que la réforme opérée par l'article 102 de la loi de modernisation des activités financières combinée avec l'évolution de la jurisprudence de la Cour de cassation devait limiter ce risque. La chambre commerciale avait, en effet, décidé en matière de cession de créance *Dailly*, que la date à retenir était celle de la convention-cadre conclue entre le client et l'établissement de crédit et non celle des cessions intervenues ultérieurement en application de cette convention. Cette jurisprudence incitait donc à retenir la date de la constitution du gage de compte plutôt que celle des virements ultérieurs pour apprécier si l'on se trouve en période suspecte ou non. Cependant, seules échappaient aux nullités de la période suspecte les remises d'instruments financiers constituant

l'assiette initiale du gage. A défaut d'un tel lien, les remises nouvelles étaient considérées comme supposant une nouvelle déclaration. Il y avait alors constitution d'un nouveau gage exposé aux nullités de la période suspecte. La jurisprudence évoquée semblait donc d'un faible secours en matière d'adaptation des couvertures, sans préjudice toutefois du droit de rétention dont bénéficie le créancier gagiste.

341. L'immunité reconnue à l'opération de substitution d'instruments financiers en matière de nantissement. Antérieurement à la rédaction issue de l'ordonnance du 24 février 2005, cette disposition souffrait d'une certaine ambiguïté. En effet, l'article L. 211-20, I, dispose que « [...] *Les titres financiers figurant initialement dans le compte nanti, ceux qui leur sont substitués ou les complètent en garantie de la créance initiale du créancier nanti, de quelque manière que ce soit, ainsi que leurs fruits et produits en toute monnaie, sont compris dans l'assiette du nantissement. Les titres financiers et les sommes en toute monnaie postérieurement inscrits au crédit du compte nanti, en garantie de la créance initiale du créancier nanti, sont soumis aux mêmes conditions que ceux y figurant initialement et sont considérés comme ayant été remis à la date de déclaration de nantissement initiale* »⁸²². La nouvelle rédaction de l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier prévoit ainsi l'hypothèse d'une « substitution » d'instruments financiers autant que celle de « complément » et se réfère très largement aux instruments financiers et sommes postérieurement inscrites sur le compte nanti. Cette disposition permet aux parties d'adapter l'assiette de la garantie en cas de fluctuation de la valeur des instruments financiers composant l'assiette de la garantie ou en cas d'évolution de la valeur de l'obligation garantie. La substitution de certains instruments financiers par d'autres ne sera pas assimilée à la constitution d'un nouveau nantissement. Cette règle est cruciale, notamment pour assurer l'immunité de l'opération face aux règles relatives aux nullités de la période suspecte dans les procédures collectives. Ainsi, l'accroissement de l'assiette de la garantie, venant s'ajouter à l'assiette d'origine, ne sera pas considéré comme s'étant produit ultérieurement mais sera assimilé, par la force de la loi, à l'assiette d'origine. La période suspecte qui commence à courir à une date postérieure à la date de constitution de la garantie n'aura dès lors pas d'effet sur les accroissements

⁸²² Souligné par nos soins.

de la garantie. Les instruments financiers additionnels sont réputés avoir été compris dans la déclaration du nantissement, depuis la date à laquelle elle était effectuée.

Il convient néanmoins de relever un bémol dans la rédaction actuelle, avec les termes rajoutés à l'ancien texte qui laissent perplexe, notamment sur l'acception à donner au terme « complètent », ce qui a été souligné et regretté par la doctrine⁸²³. Outre cette zone d'ombre, il convient de reconnaître aujourd'hui que le texte de l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier offre une forme de rétroactivité légale de nature à améliorer sensiblement la sécurité que cette garantie peut offrir aux bénéficiaires⁸²⁴. Il reste simplement à s'assurer que la date de conclusion du nantissement de compte-titres soit antérieure à la période suspecte. En outre, le champ d'application de cette protection que permet le régime du nantissement de compte-titres prévu à l'article L. 211-20 a été élargi par l'ordonnance du 24 février 2005. Il ne se trouve désormais plus limité aux gages donnés sur un marché de gré à gré.

342. **Une mesure de droit commun ?** Cette mesure est d'une grande portée, puisqu'elle a pour conséquence de permettre, du simple fait d'avoir constitué un nantissement antérieurement à l'ouverture d'une procédure collective, de faire échapper les instruments financiers et les espèces qui y sont déposés, même postérieurement à la date fixée pour la cessation des paiements, aux effets d'une telle procédure. Les créanciers du titulaire du compte se verront ainsi privés d'une partie du patrimoine totalement immunisée contre la procédure collective. Et les remises ainsi effectuées ne pourront faire l'objet des nullités des articles L. 632-1 et L. 632-2 du Code de commerce. La généralité de cette disposition va au-delà de ce que la doctrine avait réclamé auparavant⁸²⁵. Prise sous le régime de l'article L. 211-38, la garantie sous forme de nantissement aura ainsi le bénéfice de la combinaison des deux régimes d'exception, des articles L. 211-20, I et L. 211-38. Cependant, la garantie de l'article L. 211-20 est, nous l'avons évoqué précédemment, une garantie de droit commun. Même si la disposition sur l'accroissement résulte directement du droit des marchés financiers⁸²⁶, il faut cependant tenir compte de l'application large du nantissement de

⁸²³ R. DAMMANN, « Le gage de compte d'instruments financiers après l'ordonnance du 24 février 2005 », préc.

⁸²⁴ *Idem.*

⁸²⁵ D. ROBINE, « Le gage de compte d'instruments financiers », préc., spéc. p. 76.

⁸²⁶ V. Le débat sur les usages de cette garantie : S. MOUY et H. DE VAUPLANE, « Nantissement de compte d'instruments financiers : la réforme enfin en place ! », *Banque* juill.-août 1997, n° 583, p. 56.

compte-titres. Un des usages possibles évoqué en doctrine serait celui visant à prémunir un établissement de crédit du risque de se voir appliquer l'article L. 650-1 du Code de commerce sur le soutien abusif. Ce texte prévoit, en effet, que « *les créanciers ne peuvent être tenus pour responsables des préjudices subis du fait des concours consentis* ». Il pose entre autres exceptions, que les garanties prises en contrepartie de ces concours ne soient pas disproportionnées. M. Robine observe à cet effet : « *Le risque d'accroissement de la garantie sera-t-il pris en compte ? Ce n'est pas certain. Par conséquent, il devient risqué pour un dispensateur de crédit de demander ab initio une garantie surdimensionnée. La faculté d'adaptation de l'assiette du gage à l'évolution de la créance garantie créée par l'ordonnance du 24 février 2005 est donc essentielle* »⁸²⁷. En pratique pour bien mesurer la portée d'une telle mesure il faudrait voir quels sont les cas dans lesquels le bénéfice d'une telle mesure serait effectif.

SECTION 2 : IMMUNITÉ DANS LA RÉALISATION DE LA GARANTIE

343. Comme il a été indiqué pour la constitution des garanties réelles financières, tous les régimes juridiques prévus pour ces garanties établissent des systèmes d'immunité qui font échec à l'application des dispositions du Livre VI du code de commerce. La réalisation efficace de la garantie réelle financière, dans le contexte de survenance d'une procédure collective, a été au cœur des préoccupations qui ont motivé l'adoption de textes spécifiques pour régir ces garanties⁸²⁸. La réalisation de cette efficacité nécessite d'éliminer un certain nombre d'obstacles. Il en est ainsi de la mise en place d'un dispositif dérogatoire au gel des garanties (§ 1), ainsi que la sécurisation des garanties par rapport aux procédures d'exécution (§ 3). L'affection de la pratique

⁸²⁷ D. ROBINE, « La réforme du gage de compte d'instruments financiers par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., p. 409.

⁸²⁸ Ainsi peut-on lire dans les accords dits « Bâle II » : « *Le mécanisme juridique par lequel la sûreté est nantie ou transférée doit permettre de s'assurer que la banque bénéficiaire de cette sûreté peut rapidement la réaliser ou en prendre la pleine propriété juridique en cas de défaut, d'insolvabilité ou de faillite (ou d'un ou plusieurs autres événements de crédit définis dans la documentation relative à la transaction) de la contrepartie (et, le cas échéant, du conservateur de la sûreté). Les banques doivent prendre, en outre, toutes les mesures nécessaires pour remplir les conditions relevant de la législation applicable aux sûretés dont elles bénéficient afin de s'assurer et de préserver leurs droits sur ces dernières, par exemple en les faisant enregistrer, ou encore afin de pouvoir les compenser dans le cadre d'un transfert de propriété* », Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, « Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres » (Dispositif révisé), juin 2004, n° 123.

pour le mécanisme de résiliation-compensation et le cadre sécurisant que le législateur lui a accordé font de ce mécanisme une garantie additionnelle pour la sécurisation de la réalisation des garanties de l'article L. 211-38 (§ 2).

§ 1 Dérogation au gel des garanties

344. **Les contraintes du droit commun.** Le principe de gel des garanties est énoncé à l'article L. 621-32 du Code de commerce. Il s'agit d'une mesure générale qui résulte en une impossibilité pour les créanciers munis de sûretés de réaliser la plupart des actifs ainsi qu'une la rétrogradation de ces garanties, au profit des créanciers super-privilegiés. *« En pratique, seules les garanties dites à titre de "sûreté", c'est-à-dire sans transfert de propriété (hypothèque, nantissement) sont affectées par le gel des garanties. Les garanties opérant un transfert de propriété ne sont pas affectées, dans les pays où de telles garanties sont reconnues »*⁸²⁹.

Suite à l'ouverture d'une procédure collective le créancier titulaire d'un gage sur instrument financier subit l'ensemble des contraintes qu'elle impose aux créanciers dotés d'un droit de rétention. Les facilités de réalisation sont donc d'un faible intérêt dans ce cas, puisqu'elles permettent uniquement d'obtenir une réalisation plus rapide alors qu'il a été montré que les effets des procédures collectives sur le contrat de gage sont précisément d'allonger ces délais en empêchant toute voie d'exécution.

345. **La primauté reconnue aux créanciers munis de garanties réelles financières.** Dans les situations de concours entre créanciers, la réalisation des garanties réelles financières est immunisée face à d'autres procédures et les créanciers munis de telles garanties peuvent primer d'autres créanciers. Il en est ainsi pour les garanties des obligations financières (A), pour les couvertures sur les marchés réglementés (B), ainsi que pour les garanties sectorielles (C).

A. La réalisation des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

⁸²⁹ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 41-42.

346. **Le caractère exorbitant de l'immunité reconnue aux garanties réelles financières.** Pour les garanties des obligations financières, l'article L. 211-38 dispose que les garanties visées sont « réalisables, même lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par le livre VI du code de commerce, ou d'une procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ou d'une procédure civile d'exécution ou de l'exercice d'un droit d'opposition ». Un auteur souligne le caractère dérogatoire du traitement des contrats de garantie financière : « mis à part le contrat de travail et les contrats de garantie financière qui sont soustraits au droit des procédures collectives, tous les autres contrats relèvent potentiellement du régime des contrats en cours »⁸³⁰. Rappelons cependant que les obligations financières visées par le dispositif dérogatoire au droit des procédures collectives (qui valent donc, autant pour la sécurisation de la constitution que pour celle de la réalisation de la garantie) sont celles qui sont définies à l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier qui s'applique :

« 1° Aux obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers lorsque l'une au moins des parties à l'opération est un établissement de crédit, un prestataire de services d'investissement, un établissement public, une collectivité territoriale, une institution, une personne ou entité bénéficiaire des dispositions de l'article L. 531-2, 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 ;

2° Aux obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers lorsque toutes les parties appartiennent à l'une des catégories de personnes mentionnées à l'alinéa précédent, à l'exception des personnes mentionnées aux alinéas c à n du 2° de l'article L. 531-2 ;

3° Aux obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1 ».

347. **La teneur de l'immunité conférée.** La réalisation s'opère nonobstant l'ouverture d'une procédure collective. L'article L. 211-38, I précise que les garanties sont réalisables alors même que l'une des parties ferait l'objet d'une procédure prévue

⁸³⁰ M.-P. DUMONT-LEFRAND, « Conventions de garantie et procédure collective », *Bull. Joly Sociétés* 2009, p. 897.

au livre VI du Code de commerce ou d'une procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger. Il s'ensuit des conséquences importantes en pratique. Tout d'abord, l'effet moratoire d'une procédure de règlement amiable ou d'une procédure de redressement judiciaire est ainsi mis en échec par cette disposition. Ensuite, le pouvoir de l'administrateur judiciaire d'exiger la poursuite des contrats en cours ou le maintien du terme des créances non échues des articles L. 621-28 et L. 621-49 du Code de commerce se trouve également bloqué⁸³¹.

Nous l'avons déjà souligné, l'article L. 211-38 met en échec le jeu des dispositions du livre VI du Code de commerce. Il s'ensuit un paiement implicitement préférentiel des créanciers bénéficiant d'une garantie donnée sous le régime de l'article L. 211-38. Dans ce dispositif, la forme de la garantie qui adopte le régime de l'article L. 211-38 importe peu. L'immunité que l'article L. 211-38 permet n'est pas rattachée à une institution ou une forme particulière de garantie. Ainsi, pour le nantissement de compte-titres par exemple, malgré la dépossession que la loi organise, les actifs qui font l'objet du nantissement de compte-titres sont considérés faire partie de l'actif du constituant. De fait, lors de l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre du constituant, ces actifs sont frappés par le gel des avoirs du débiteur conformément aux dispositions de l'article L. 631-32 du Code de commerce. Lorsque les bénéficiaires d'une garantie réelle financière sont des entités éligibles, ils ont la possibilité de contourner le gel en recourant au mécanisme de compensation de l'article L. 211-36-1 et suivants du Code monétaire et financier. Par le biais de ce mécanisme, il est possible de compenser les obligations de restitution des actifs remis en garantie avec l'obligation sous-jacente due par leur contrepartie qui fait l'objet de la procédure collective, ainsi que toutes autres obligations de ce dernier relatives à des contrats sur instruments financiers⁸³².

348. **Limites au régime dérogatoire.** La limite à cette supériorité de la garantie de l'article L. 211-38 se trouve dans les notions générales de fraude à la loi et d'abus de droit, et dans les risques d'annulation ou de réduction pour disproportion par rapport à la dette garantie conformément à l'article L. 650-1 du code de commerce⁸³³. Au sujet

⁸³¹ F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc., spéc. n° 24 et 25.

⁸³² M.-E. TERRET, préc., p. 49-50.

⁸³³ S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 123, p. 25.

de la couverture de l'article L. 440-7, M. Praicheux observe que « *deux hypothèses mettraient la couverture en échec : la fraude (fraus omnia corrumpit) ainsi que l'action paulienne* »⁸³⁴. En outre, pour les garanties réelles financières comme pour la fiducie, il n'est pas exclu, dans certaines situations, qu'il soit convenu que le constituant garde les actifs sous son contrôle. Dans cette hypothèse, il revient au créancier de les revendiquer en temps utile suivant l'article L. 624-16 du Code de commerce.

B. La réalisation des régimes spéciaux de transfert de propriété à titre de garantie

349. La primauté de la procédure de réalisation de l'article L. 440-7 par rapport à des procédures concurrentes. Par nature, les sûretés exclusives résistent mieux à une procédure collective qui frapperait le débiteur que les sûretés préférentielles : le concours des autres créanciers sur le bien retenu ou approprié par le créancier bénéficiaire est en effet exclu. Aucune procédure collective ne permet de réintégrer les actifs déposés dans le patrimoine du constituant. En particulier, l'article L. 440-7 dispose qu'« *aucun créancier d'un adhérent d'une chambre de compensation, d'un prestataire mentionné à l'alinéa précédent, ou selon le cas, de la chambre elle-même, ne peut se prévaloir d'un droit quelconque sur ces dépôts même sur le fondement du titre I^{er} ou du titre II du livre VI du code de commerce* ». L'article L. 440-7 ne donne pas de qualification juridique du mode de réalisation de la fiducie-sûreté. et l'article L. 330-2 laisse aux conventions-cadre le soin de le déterminer⁸³⁵. Il faut rappeler cependant que la jurisprudence de la Cour de cassation s'est prononcée en faveur d'une qualification de compensation légale. Or, l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier va dans le sens de la Haute juridiction, puisqu'il dispose que les dettes et les créances relatives aux remises sont « compensables » avec celles afférentes aux opérations sur instruments financiers. Cette qualification du mode de réalisation de la fiducie est reprise à l'article 9 de l'annexe « remise en garantie » de l'AFB⁸³⁶. Or, il a

⁸³⁴ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 125, p. 36.

⁸³⁵ Ph. GOUTAY, « Responsabilité des intermédiaires : compensation et règlement-livraison », *Banque & Droit* mars-avril 2000, p. 9.

⁸³⁶ Sur cette annexe V. : G. KOLIFRATH, « L'annexe AFB remise en garantie. Un outil de gestion des instruments financiers à terme », *RDBB*, n° 62, août-sept. 1997, p. 18. V. également pour une qualification du mode de réalisation de la fiducie de compensation : P. GISSINGER, « L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », préc., n° 387.

été démontré que cette qualification était contestable et surtout qu'elle était génératrice de difficultés en cas d'ouverture d'une procédure collective. Il faut donc regretter l'emploi de ce terme par le législateur. M. Auckenthaler remarque ainsi à juste titre qu'il « *aurait sans doute été plus logique que la loi prévoie que les remises resteront acquises à la partie créancière à concurrence du solde issu de la compensation* »⁸³⁷. Toutefois, il a été souligné que « *le choix retenu par le législateur d'une qualification de la réalisation des remises en garantie par compensation présente l'avantage de préciser que la partie titulaire d'un solde positif après compensation ne semble cependant pas nécessaire pour justifier ce principe inhérent à la qualification de fiducie. Le bénéficiaire de cette garantie ne conserve la propriété du ou des biens qu'à hauteur de sa créance. Pour le surplus il est débiteur de leur restitution.*

L'applicabilité des nullités de la période suspecte à la fiducie s'ajoutant aux doutes relatifs à la qualification du mode de réalisation de cette sûreté conduisent à affirmer qu'elle n'offre pas, en elle-même, une sécurité suffisante face au risque de contrepartie. Une éviction du droit des procédures collectives est également nécessaire »⁸³⁸.

350. Les opérations de pension. Pour ce qui est des opérations de pension, en 2001, le législateur des nouvelles régulations économiques faisait expressément bénéficier les opérations de pension livrée du régime de résiliation-compensation de l'ancien article L. 431-7 du Code monétaire et financier⁸³⁹. L'article L. 431-7 a fait l'objet d'une refonte opérée par l'ordonnance du 24 février 2005 et se trouve aujourd'hui dans six articles différents du Code monétaire et financier. Les dispositions qui concernaient le régime de résiliation-compensation se trouvent désormais aux articles L. 211-36-1 à L. 211-37 du même code. Nous avons vu que les opérations de mise en pension ne peuvent être intrinsèquement considérées comme des garanties réelles financières. Elles bénéficient du mécanisme de résiliation-compensation de

⁸³⁷ F. AUCKENTHALER, « La sécurité juridique des opérations sur instruments financiers à terme », *Option finance*, 1996, n° 428, p. 42 ; « Compensation, remise en garantie, cession : le nouveau régime des créances afférentes aux opérations sur instrument financier (article 52 de la loi du 2 juillet 1996) », *JCP E* 1996, n° 594, n° 38, p. 426.

⁸³⁸ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 597, p. 338-339.

⁸³⁹ Il s'agissait de l'article L. 432-16 du Code monétaire et financier, tel qu'introduit par la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001, dite loi NRE.

l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier⁸⁴⁰. Plusieurs auteurs s'accordent, même en l'absence d'une référence expresse, pour lire l'applicabilité des dispositions de cet article aux opérations de pensions livrées en creux du texte. Il en est ainsi de M. Bonneau, qui souligne qu'« *on doit noter que le II permet, comme l'ancien aliéna 2, la compensation globale – le "global netting" – des créances et des dettes résultant d'opérations différentes : pensions et contrats à terme ferme par exemple* »⁸⁴¹. M. Auckenthaler souligne par ailleurs que l'application du régime de l'article L. 431-7 (disposition relative à la résiliation compensation aujourd'hui contenue à l'article L. 211-36-1) se fait par déduction⁸⁴².

C. La réalisation des garanties sectorielles

351. Il convient d'examiner successivement les régimes dérogatoires de l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier et celles de l'article L. 141-4 du même code.

352. **Pour ce qui est des garanties des règlements et livraisons d'instruments financiers.** Pour les garanties des règlements et des livraisons d'instruments financiers, l'article L. 330-2 évoque « *des garanties constituées et susceptibles de réalisation conformément aux dispositions de l'article L. 211-38 ou l'affectation spéciale des valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent pour satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un tel système* ». La référence à la réalisation conformément aux dispositions de l'article L. 211-38 confère aux garanties de l'article L. 330-2 l'immunité nécessaire, notamment par renvoi au mécanisme de compensation de l'article L. 211-36 pour leur compensation. Ces garanties, pour lesquelles le II de

⁸⁴⁰ L'évolution législative des textes relatifs à la pension livrée mérite d'être retracée ici. En effet, lors de sa consécration en droit français, la pension bénéficiait d'un régime de résiliation-compensation propre à elle qui avait été instauré par la loi du 8 août 1994 ajoutant un article 12 V bis à la loi du 31 décembre 1993, par la suite codifié à l'article L. 432-16 du Code monétaire et financier. Or, ce régime fut supprimé par la loi du 15 mars 2001 qui a unifié les différents mécanismes de compensation. Le nouvel article L. 432-16 faisait un renvoi aux dispositions de l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier. Ainsi les dispositions de cet article, en ce compris le régime de résiliation-compensation, trouvaient à s'appliquer aux pensions livrées régies par une convention-cadre et conclues entre des personnes morales ou des organismes de placement collectifs.

L'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 (Journal Officiel 25 Février 2005) instituant les articles L. 431-7 à L. 431-7-5 a revisité le régime de ce texte, qui a été finalement revu et renuméroté par l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009.

⁸⁴¹ Th. BONNEAU, « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 », préc.

⁸⁴² F. AUCKENTHALER, « Pension », *JurisClasseur Sociétés Traitée*, fasc. 2123, n° 63.

l'article L. 330-2 indique que : « *Les règles de fonctionnement, la convention-cadre ou la convention type précisent les modalités de constitution, d'affectation, de réalisation ou d'utilisation des biens ou droits constitués en garantie* » voient par ailleurs leur efficacité assurée en cas de procédures collectives par les dispositions du III de l'article L. 330-2 :

« Les dispositions du livre VI du Code de commerce ou celles équivalentes régissant toutes procédures judiciaires ou amiables ouvertes hors de France ainsi que toutes procédures civiles d'exécution ou tout exercice d'un droit d'opposition ne font pas obstacle à l'application du présent titre.

Aucun créancier d'un établissement participant, directement ou indirectement, à un tel système, ou selon le cas, du système lui-même, ne peut se prévaloir d'un droit quelconque sur ces garanties, même sur le fondement des dispositions susmentionnées ».

353. L'immunité conférée par l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier. L'article L. 141-4 du Code monétaire et financier fait une référence aux actifs nantis, cédés en garantie ou autrement constitués en garantie. Rappelons les termes de l'alinéa 2 du II de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier : « *L'opposabilité aux tiers et la mise en œuvre des droits des banques centrales nationales membres du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne sur les instruments financiers, effets, créances ou sommes d'argent nantis, cédés en propriété ou autrement constitués en garantie à leur profit ne sont pas affectées par l'ouverture des procédures prévues au livre VI du code de commerce ou toute procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ni par aucune procédure civile d'exécution prise sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, ni par l'exercice d'un droit d'opposition* ». Il résulte de cette disposition que les garanties visées à l'article L. 141-4 sont immunisées contre les conséquences de l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre du constituant.

§ 2 La sécurité des garanties réelles financières renforcée à travers le mécanisme du « close-out netting »

354. **La résiliation-compensation, élément clé de la sécurité des opérations de gré à gré.** La possibilité de s'appuyer sur un mécanisme de compensation efficace est l'un des piliers du régime dérogatoire des garanties réelles financières. Le rôle du mécanisme de résiliation-compensation est particulièrement critique dans les opérations à terme⁸⁴³. Une chambre de compensation dont les règles sont édictées par un arrêté de l'Autorité des marchés financiers joue le rôle de contrepartie centrale dans les opérations sur les marchés réglementés et, de manière plus générale, sur les marchés organisés. Les participants aux marchés non réglementés se trouvent, en raison de l'absence de chambres de compensation, privés d'une garantie importante quant à l'exécution des opérations, et sont lourdement exposés au risque de contrepartie. De ce fait, les organismes internationaux, ainsi que les autorités nationales de place ont veillé à établir des règles permettant les mécanismes contractuels de compensation, connues sous l'appellation *netting*.

355. **Le fondement juridique de la résiliation-compensation.** Ces mécanismes peuvent prendre une forme bilatérale, ou même multilatérale, faisant intervenir un tiers compensateur⁸⁴⁴. Le CNCT définit le *netting* comme étant « un mécanisme permettant après résiliation des opérations en cours, de dégager le solde de créances et dettes résultant de transactions entre 2 ou plusieurs contreparties, puis de les compenser »⁸⁴⁵.

⁸⁴³ V. sur la compensation : K. MEDJAOUI, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers : étude juridique*, thèse Paris I, LGDJ, 1996 ; M. HAYEM, *Opérations à terme sur les marchandises*, thèse Paris, 1894 ; S. RIBES, *Du rôle des caisses de liquidation dans le dénouement des marchés à terme*, thèse, Paris, 1937 ; I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse préc., n° 40 et s. ; A. ROUX, *La compensation et le virement des titres*, thèse Paris, 1930 ; C. MERKIN et B. de SAINT-MARS, « La garantie de bonne fin de la chambre de compensation du marché des valeurs mobilières », *RD bancaire et bourse* mars-avril 1994, p. 70 ; M.-C. de NAYER et J.-C. MARIN, « La garantie de bonne fin de la chambre de compensation sur les marchés à terme », *RD bancaire et bourse* 1991, p. 15 ; V. SIMONART, « Le *netting* et le *clearing* : notions fondamentales », *Revue de la banque*, mars 1994, p. 121 ; P. STEPHAN, *La compensation*, in *La modernisation des activités financières*, Th. BONNEAU (ss dir.), GLN-Joly, 1996, p. 188, n° 462.

⁸⁴⁴ Le Rapport Lamfalussy, qui a recensé les principales formes légales de la compensation, en distingue six formes : 1. Le *netting* bilatéral de positions ; 2. le *netting* bilatéral et conventionnel de paiement ; 3. le *netting* bilatéral par novation ; 4. le *netting* bilatéral de fermeture (liquidation), appelé *close out netting* ; 5. le *netting* multilatéral ; 6. le *netting* multilatéral par novation et subrogation : Rapport Lamfalussy, « Les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du groupe des dix », BRI, sept. 1992.

⁸⁴⁵ CNCT, *Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Annexes au rapport, mai 1997, p. 16. V. également, selon M. Mattout, « le *netting* est la systématisation,

La résiliation-compensation jouit de plusieurs aspects dérogatoires tels que les établit l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier suivant lequel « *les conventions relatives aux obligations financières mentionnées à l'article L. 211-36 sont résiliables, et les dettes et les créances y afférentes sont compensables. Les parties peuvent prévoir l'établissement d'un solde unique, que ces obligations financières soient régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres* ». La compensation est souvent présentée comme la clé de voûte du dispositif qui assure la sécurité des opérations sur les marchés. La possibilité de recourir au mécanisme de résiliation-compensation est cruciale dans le cadre d'une procédure collective. L'article L. 211-38, I, al. 2 du Code monétaire et financier en fournit le fondement. Il permet la compensation entre les actifs remis en garantie et les dettes résultant des opérations sur instruments financiers : « *les dettes et créances relatives à ces garanties et celles afférentes à ces obligations sont alors compensables conformément au I de l'article L. 211-36-1* ». Il convient d'abord d'exposer comment le mécanisme de résiliation-compensation opère sur les marchés (A), avant de mettre l'accent sur le caractère dérogatoire de ses dispositions (B).

A. La forme actuelle de la compensation sur les marchés

356. La progression de la législation française dans cette matière a fait que l'on passe progressivement d'une première étape où la compensation a été admise, pour ensuite voir renforcé le mécanisme à travers sa consécration sous la forme de *close-out netting*, comme élément clé dans la sécurité des marchés de gré à gré, jusqu'à l'apparition de nouvelles conventions-cadres multi-produits qui couvrent aussi bien les produits dérivés que les opérations de pensions livrées et les prêts de titres⁸⁴⁶. Il est

par un mode d'organisation approprié, du paiement pas compensation de leurs dettes et créances exigibles entre sociétés apparentées dans un souci de simplification et d'économie de frais de gestion » : J.-P. MATTOUT, « Le *netting* », préc., spéc. p. 66.

⁸⁴⁶ Les conventions multi-produits permettent d'établir un solde unique et une garantie unique pour des produits et des conventions ne portant pas produits dérivés. Cette forme est très prisée par la pratique. Les dispositions relatives aux compensations multilatérales et multi-produits ont permis le recours fréquent à ces mécanismes. « *Cross-product collateralization refers to the practice of integrating collateral support for both derivatives and non-derivatives transactions. The trend in the OTC derivatives markets in recent years has been to collateralize entire counterparty relationships, rather than specific products. This development has been driven by the desire to achieve greater operational capital efficiencies. This desire has resulted in market participants attempting to net credit exposure for multiple and economically similar products.*

désormais possible d'avoir une couverture globale des risques par la constitution de marges uniques pour l'ensemble des opérations régies par la convention-cadre, ce qu'il est d'usage de désigner comme *cross product netting*. Cette technique est saluée par la France dans le cadre de l'évaluation de la directive *Collateral* comme l'une des avancées majeures vers l'amélioration de la sécurité juridique⁸⁴⁷ (1). Elle n'est rendue possible que par le recours à la standardisation des conventions à travers les conventions-cadres (2).

1. Mécanisme du close-out netting

357. **La consécration du mécanisme de *close-out netting*.** Les mécanismes de *close-out netting* ont été pour la première fois consacrés dans des conventions-cadres de l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) de 1987, ensuite reconnues par la Banque des règlements internationaux (BRI) en 1993. Le législateur français, pour des raisons évidentes de sécurité juridiques, essentielles à l'attrait de la place de Paris, ne pouvait pas être en reste. D'abord introduites en 1993⁸⁴⁸, ces mesures ont été consacrées dans une disposition de référence à l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 qui permet la compensation, sur les marchés réglementés aussi bien que sur les marchés non réglementés sur lesquels le cadre de la compensation est établi par une convention-cadre « *respectant les principes généraux des conventions-cadres de place, nationales ou internationales [...]* »⁸⁴⁹. Cette disposition a par la suite été codifiée à l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier puis ensuite modifiée par l'article 29 de la loi n° 2001-420 portant Nouvelles Régulations Economiques du 15 mai 2001, qui a autorisé la compensation globale des opérations de marché. De fait, la compensation qui bénéficie des règles dérogatoires peut porter sur des créances et des dettes qui

ISDA credit support documentation is the most frequent choice among practitioners at about 87 percent. Non-ISDA documents include bespoke margin agreements, long-form confirmations with collateral terms, master margining agreements, commodity-specific margining agreements, and jurisdiction specific agreements such as French AFB and German Rahmenverträl », 2009 ISDA Margin Survey, p. 6, disponible sur le site : www.isda.org.

⁸⁴⁷ V. questionnaire de la commission européenne mis en place dans le cadre de la procédure d'évaluation de la directive *Collateral*, MARKT/G2/D(2006), janvier 2006, p. 3.

⁸⁴⁸ La loi du 31 décembre 1993 institua un régime de « résiliation-compensation » pour les opérations de marché à terme alors régies par la loi du 28 mars 1885. V. notamment, P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc.

⁸⁴⁹ Cette loi a complété le mécanisme introduit par la loi du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

résultent d'opérations différentes, telles que des opérations de pensions et des contrats à terme ferme⁸⁵⁰.

Le dispositif a par la suite été complété par la loi du 1^{er} août 2003 (loi de sécurité financière), et dernièrement, par l'ordonnance du 24 février 2005 qui a complété l'élargissement du champ matériel d'application du régime des garanties financières. L'ordonnance a remplacé le texte de l'article L. 431-7 par six articles, L. 431-7 à L. 431-7-5, qui ont été renumérotés par l'ordonnance n° 2009-107 du 30 janvier 2009 en articles L. 211-36 à L. 211-42. Le nouveau dispositif élargit le champ d'application de la résiliation-compensation à l'ensemble des contrats et non plus seulement aux contrats sur instruments financiers⁸⁵¹. Il abandonne par ailleurs la référence aux conventions-cadres de place comme condition nécessaire pour l'application de la résiliation-compensation.

358. Un solde pour différentes conventions-cadres. L'article L. 211-36-1 établit les bases pour la compensation globale, par opposition à une compensation opération par opération⁸⁵². A l'origine, le mécanisme de *global netting* avait été introduit par l'article 29 de la loi NRE du 15 mai 2001⁸⁵³. Cette disposition visait à donner aux parties à plusieurs conventions-cadres la possibilité de prévoir la compensation des soldes résultant des compensations effectuées pour chacune d'elles, ce qui permet de « *lier des conventions-cadres régissant des opérations différentes afin de permettre l'établissement d'un solde global unique compensé* »⁸⁵⁴. Dans l'ancien dispositif, les dettes et les créances pouvant être incluses dans un mécanisme de compensation

⁸⁵⁰ Th. BONNEAU, « Redressement et liquidation judiciaire - Etablissements de crédit et entreprises d'investissement », *JurisClasseur Banque Crédit Bourse*, fasc. 190, n° 25.

⁸⁵¹ J.-C. CABOTTE, « Les établissements de crédit créanciers : dix ans d'évolution législative », *JCP E* 2006, p. 1716.

⁸⁵² Cette loi était cependant restée réservée sur le champ d'application à reconnaître au mécanisme de compensation globale bénéficiant du dispositif dérogatoire. Le gouvernement avait limité la compensation globale aux seules opérations interbancaires, alors que la compensation « bilatérale » pouvait s'opérer entre un intermédiaire financier et une entreprise industrielle ou commerciale. C'est seulement suite à la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière, que cette restriction a été levée, contre l'avis du gouvernement, et le dispositif a été étendu à l'ensemble des entreprises.

⁸⁵³ Un nouvel alinéa 2 avait été inséré à l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier. Sur l'apport de la loi NRE au mécanisme de compensation dans le Code monétaire et financier, V. F. AUCKENTHALER, « Le *global netting* : l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier modifié par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques », *JCP E* 2001, p. 1669 ; Th. BONNEAU, « Les aspects financiers de la loi NRE », *RD bancaire et fin.* sept.-oct. 2001, p. 305 ; M. ROUSSILLE, « La consécration de la compensation légale », *RD bancaire et fin.* sept.-oct. 2001, p. 311.

⁸⁵⁴ Th. BONNEAU, « Les aspects financiers de la loi NRE », préc.

devaient être « effectuées » dans le cadre du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ou être régies par une ou plusieurs conventions-cadres respectant les principes généraux de conventions-cadres de place nationale ou internationale. Ces deux conditions alternatives sont supprimées par l'ordonnance.

Le *global netting* rend possible la réalisation d'une compensation des soldes issus du dénouement, entre les mêmes parties, de propriétés-sûretés garantissant des opérations différentes sans qu'il soit besoin de démontrer l'existence d'une connexité entre ces créances. Cette mesure introduite par la loi du 15 mai 2001 cherche à établir un solde unique relatif à des obligations financières régies par une ou plusieurs conventions-cadres, qu'elles soient afférentes à des pensions ou à des prêts de titres ou à des instruments financiers à terme⁸⁵⁵. Aujourd'hui cette disposition se trouve à l'article L. 211-36-1. Elle met en place la possibilité d'opérer une compensation entre des obligations financières régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres, la compensation pourra ainsi être effectuée pour des opérations régies par une même convention ou par des conventions distinctes. Le mécanisme de compensation multilatérale aboutit à l'établissement d'un solde net global. Nous remarquons avec M. Bonneau que malgré le fait que le texte de l'article L. 211-36-1 ne requiert pas explicitement un lien entre les conventions, le fait qu'il prévoie dans le paragraphe II que « *les parties peuvent prévoir l'établissement d'un solde unique, que ces obligations financières soient régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres* » revient implicitement à poser qu'un solde unique ne peut être établi que s'il existe, quelque part, un lien contractuel entre les opérations que l'on souhaite compenser globalement⁸⁵⁶. Il est par ailleurs important de s'arrêter sur la terminologie employée par l'article L. 211-36-1, I^{er}. Il est en effet indiqué dans ce paragraphe que les parties « *peuvent prévoir* » l'établissement d'un solde unique, ce qui signifie que le mécanisme de compensation globale ne joue pas de façon automatique mais que les parties doivent le prévoir expressément dans leur convention en veillant à organiser les modalités de son application.

359. Levée de l'obligation de référence à une convention-cadre de place.
L'ordonnance du 24 février 2005 a visé à étendre le champ d'application du régime de

⁸⁵⁵ F. AUCKENTHALER, « Pension », préc., n° 65.

⁸⁵⁶ Th. BONNEAU, « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 », préc.

compensation à tout type de contrats financiers entre professionnels du secteur financier ou entités publiques. L'ordonnance du 24 février 2005 a complété ce dispositif, en permettant, pour ce qui est des compensations, ce que certains ont appelé une compensation globale universelle, affranchie de la contrainte des conventions-cadres et s'étendant à toutes les obligations financières, y compris les garanties constituées sur celles-ci⁸⁵⁷. Les obligations financières ne doivent plus nécessairement être régies par le règlement général ou une convention-cadre de place. Les parties pourront donc fixer librement les termes et conditions de leurs droits et de leurs obligations dans toute forme de convention. Dans la pratique, la suppression du caractère obligatoire de la référence aux conventions-cadres n'a cependant pas empêché les parties de continuer à utiliser dans leurs conventions la référence aux conventions-cadres en raison de la prévisibilité juridique qu'elles permettent⁸⁵⁸.

2. Importance des conventions-cadre pour le jeu de la résiliation-compensation

360. Définition du rôle des conventions-cadres. Les conventions-cadres sont présentées comme de véritables sources de droit en matière d'instruments financiers et particulièrement dans les opérations de produits dérivés. Elles font l'objet d'une adaptation régulière, au gré des besoins de la pratique. Les parties ont théoriquement le choix de la convention-cadre qui régira leurs relations suivant le marché et les produits concernés⁸⁵⁹. Il existe en effet plusieurs conventions-cadres qui peuvent s'appliquer selon les transactions et les produits visés⁸⁶⁰.

⁸⁵⁷ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., spéc. p. 57.

⁸⁵⁸ F. AUCKENTHALER, préc., n° 68.

⁸⁵⁹ Il faut souligner qu'il est parfois légitime de se demander, au vu de la généralisation de ces pratiques, si les parties disposent encore réellement d'un choix, tant le recours à certaines conventions-cadre devient standardisé, pour ne pas dire obligatoire.

⁸⁶⁰ Il existe plusieurs conventions-cadres dont certaines jouissent d'un quasi-monopole dans les transactions internationales importantes (ISDA, GMSLA et GMRA). Le regroupement des banques françaises reconnaît 11 conventions-cadre de place. On peut citer un certain nombre de conventions parmi les principales conventions-cadres utilisées par les opérateurs français : les conventions-cadre de l'ISDA (*International Swaps Derivative Association*) pour les swaps et contrats financiers à terme (produits dérivés) et le *2002 ISDA Master Agreement* ; les conventions-cadre AFB (*Association française de banque*) devenue FBF (*Fédération Française de Banque*) pour les « opérations de marché à terme » et les produits dérivés, s'applique en général quand l'une des parties est résidente française ; la convention-cadre de l'AFTB (*Association du Forex et des Trésoriers de Banque*) pour les pensions livrées ; la convention-cadre de l'AFTI (*Association Française du Titre*) ; la convention-cadre GMSLA

Un auteur décrit la philosophie des conventions-cadre qui conduit à « *considérer l'ensemble des contrats financiers entre les parties comme formant un tout pour leur résiliation et leur compensation. En conséquence, la défaillance de l'une des parties donne le droit à l'autre partie de résilier l'ensemble des contrats financiers, de compenser les dettes et créances réciproques y afférentes et d'établir selon une méthode prédéfinie dans la convention cadre un solde de résiliation, à recevoir ou à payer* »⁸⁶¹. L'objet d'une convention-cadre est de permettre à deux cocontractants de conclure de nombreuses opérations en signant pour chaque opération un seul document relativement court (deux ou trois pages en général), qualifié de « confirmation », qui contient les informations spécifiques à l'opération concernée et renvoie pour le reste à la documentation standard contenue dans le texte de la convention-cadre édictée et mise à jour régulièrement par l'association professionnelle qui en est responsable⁸⁶². Les parties, en soumettant à une même convention-cadre tout ou partie des opérations conclues entre elles, créent une unité contractuelle entre ces différentes opérations financières, qui permet une résiliation et une compensation commune. Cette technique séduit la pratique puisqu'elle permet de réduire d'une part le risque de contrepartie et

(*Global Master Securities Lending Agreement*) pour les prêts de titres ; les conventions-cadre de l'ISMA (*International Securities Market Association*) pour les pensions livrées ; la convention-cadre de l'EMA (*Euro Master Agreement*) pour les opérations de pensions livrées qui fait de la compensation le mode normal de paiement et le moyen privilégié de règlement du solde de résiliation ; la convention-cadre ICOM (*International Currency Option Market Master Agreement*) pour les options de change ; la convention-cadre IFEMA (*International Foreign Exchange Master Agreement*) ; la convention-cadre FXNET (*Foreign Exchange Netting and Close-out Agreement*) pour les opérations sur devises ; les conventions-cadre de l'OSLA (*Overseas Securities Lending Agreement*) pour les prêts de titres ou les PSA Agreements, applicables au domaine de l'industrie ; la convention-cadre GMRA (*Global Master Repurchase Agreement*) pour les pensions livrées (ancienne PSA ISMA) en langue anglaise et, en principe, soumise au droit anglais, préparée par l'International securities market association (voir à ce sujet : J. PICKERING, « L'approbation de la convention-cadre PSA ISMA sur les pensions », *Banque et Stratégies* oct. 1997, p. 11 ; - V. CHENAU et F. TRUSSANT-PUDEL, « Guide pratique d'un contrat de pension : TBMA ISMA GRMA 2000 », *Banque & Droit*, janv.-févr. 2003, n° 87, p. 17) ; la convention-cadre MSLA (*Master Securities Lending Agreement*) pour les prêts de titres ; la convention-cadre SLAA (*Securities Lending Authorisation Agreement*) pour les prêts de titres lorsqu'un intermédiaire intervient entre les parties.

⁸⁶¹ H. EKUE, « Lehman Brothers : contrepartie dans des opérations sur produits dérivés », *RD bancaire et fin.* sept. 2009, dossier p. 51-81, n° 22, § 7. - « La faillite de Lehman Brothers : premiers enseignements, Dossier introduction », *RD bancaire et fin.* janv. févr. 2009, p. 20.

⁸⁶² La convention-cadre contient les clauses qui régissent l'essentiel des relations contractuelles entre les parties pour un produit ou une relation précise. Elles définissent notamment, les procédures et mécanismes afférent à la technique utilisée, les déclarations et engagements, les cas de défaut et de résiliation ou encore les mécanismes de résiliation.

permettant d'autre part, pour les entités réglementées en particulier, de réduire leurs besoins en fonds propres⁸⁶³.

361. **La sécurité assurée par le renforcement de l'efficacité du mécanisme de compensation multilatérale.** Si la sécurité sur les marchés réglementés peut être assurée de manière relativement automatique par le déclenchement des mécanismes des appels de marge et de garantie du croire, sur les marchés de gré à gré, la sécurité repose largement sur l'efficacité du mécanisme de compensation prévu dans les conventions-cadres. Or l'efficacité du mécanisme de compensation prévu par les conventions-cadres est elle-même assurée par les textes qui accordent l'immunité et la pleine efficacité à ces dispositions, somme toute contractuelles. Il en est ainsi des dispositions des articles L. 211-36 et suivants du Code monétaire et financier.

362. **Les limites de l'efficacité des conventions-cadres.** La crise récente a permis, à plus d'un titre, de tester l'efficacité des conventions-cadres. Elle a également permis de souligner certaines de leurs limites. Dans les situations de défaillance, les parties ont été amenées à réexaminer les contrats en cours afin de déterminer les droits et obligations qui résultent de leurs contrats. Le nombre important de contrats en cours pour certains opérateurs en difficulté a appelé des mises en garde contre la survenance d'un risque systémique si les mécanismes de résiliation-compensations étaient déclenchés. Le cocontractant non défaillant peut dès lors avoir un intérêt à retarder le déclenchement du mécanisme de résiliation afin d'éviter une résiliation qui peut lui être défavorable. Il est par ailleurs reporté dans le cadre de la faillite de *Lehman Brothers* que « *certain cocontractants ont souhaité résilier les opérations en cours plusieurs mois après l'ouverture de la procédure collective au moment où la valeur des opérations avait tourné à leur avantage les rendant créanciers de l'entité défaillante alors qu'une résiliation en septembre ou octobre 2008 les aurait rendus débiteurs* »⁸⁶⁴.

Par ailleurs, du point de vue pratique, rappelons que les conventions-cadres restent des contrats soumis comme tous les contrats à interprétation et ultimement à l'application des principes édictés par le Code civil pour l'interprétation des conventions. La sécurité juridique, tout autant que la sécurité du créancier, reste donc

⁸⁶³ Les besoins sont ainsi calculés sur une base nette après prise en compte de l'ensemble des opérations soumises à la convention-cadre : H. EKUE, préc., n° 6.

⁸⁶⁴ *Idem*, n° 16.

tributaire d'une bonne rédaction de la convention. Or ces conventions, dans leur majorité, sont rédigées au départ par des juristes anglo-saxons (sauf bien entendu la convention-cadre FBF). Elles courent ainsi le risque de présenter des incohérences ou des imprécisions du point de vue de l'interprète civiliste, notamment un juge français. Là encore la faillite *Lehman Brothers* a mis l'accent sur cette difficulté⁸⁶⁵.

B. Le caractère dérogatoire du régime de la résiliation-compensation de l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier

363. Le dispositif de la résiliation compensation n'est pas spécifique aux garanties réelles financières. Cependant, dans le cadre de la réalisation des garanties réelles financières, ce dispositif assure au créancier une efficacité et une rapidité dans la réalisation qui, combinées aux règles des garanties, permettent de neutraliser complètement le droit des procédures collectives vis-à-vis de la réalisation des garanties qui y sont admises. L'article L. 211-40 assure l'efficacité de ce dispositif nonobstant les règles régissant le droit des procédures collectives. Sont ainsi écartées, sans distinction, les règles relatives aux procédures de sauvegarde, de redressement, de conciliation⁸⁶⁶ ou de liquidation judiciaire. La mise en œuvre du régime particulier de la déchéance du terme et de la résiliation-compensation de l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier (2) nécessite d'écarter au préalable l'application des règles d'ordre public gouvernant les procédures collectives (1).

1. Les obstacles au jeu de la compensation de droit commun dans le cadre d'une procédure du Livre VI du Code de commerce

364. L'efficacité de la compensation peut être mise à l'épreuve dans le cadre d'une procédure collective⁸⁶⁷. L'obstacle majeur résulte du livre VI du Code de commerce qui prévoit que « *le jugement ouvrant la procédure emporte, de plein droit, interdiction de*

⁸⁶⁵ *Ibid.*

⁸⁶⁶ Favorisée par la loi du 26 juillet 2005, la conciliation instaurée à l'article L. 631-22 du Code monétaire et financier est possible jusqu'à l'apparition d'un état de cessation des paiements, pendant quarante-cinq jours avant d'envisager la cession de l'entreprise, si le débiteur s'avère incapable d'assurer lui-même son redressement, V. J.-L. VALLENS, « L'attractivité du nouveau droit français de l'insolvabilité », préc.

⁸⁶⁷ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., Introduction.

payer toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture, à l'exception du paiement par compensation de créances connexes »⁸⁶⁸. En vertu de cette disposition, la compensation entre dettes antérieures et postérieures au jugement d'ouverture n'est pas possible. La compensation comme mode de réalisation est dès lors entravée. A cet obstacle s'ajoute celui des nullités de la période suspecte que nous avons évoquées précédemment. Les nullités de droit n'ont normalement pas d'impact sur la compensation légale⁸⁶⁹. En revanche, l'extinction des dettes réciproques pourrait être annulée sur le fondement de l'article L. 632-2 du Code de commerce⁸⁷⁰. Enfin, l'interdiction de la possibilité pour une contrepartie de demander l'interruption d'un contrat en cours au motif que l'autre partie a été déclarée en faillite rendait impossible le recours au mécanisme de « *close out netting* »⁸⁷¹.

365. Le recours à des règles dérogatoires. L'insuffisance de la sécurité procurée par les garanties réelles de droit commun et leur incapacité à fournir aux opérateurs de marché la sécurité recherchée ont conduit la pratique à recourir à des techniques contractuelles de contournement. De par leur caractère contractuel, ces techniques souffraient d'une vulnérabilité structurelle entraînant un risque juridique. Ainsi, l'émergence de garanties exorbitantes était inéluctable au vu des enjeux que présentent les marchés financiers et de leur poids économique. Le droit commun devait être écarté du fait du caractère limité de la protection qu'il assure⁸⁷². L'intervention du législateur afin d'assurer l'efficacité des mécanismes de garantie était dès lors inévitable du fait qu'« *une couverture efficace du risque de contrepartie suppose des sûretés appropriées et ajustables, non susceptible d'être remises en cause en cas de défaillance ou*

⁸⁶⁸ L'article L. 622-7 a été introduit pour assurer la protection du débiteur dans l'espoir d'un redressement. Il fait partie des dispositions introduites par la loi n° 94-475 du 10 juin 1994 relative à la prévention et au traitement des difficultés des entreprises.

⁸⁶⁹ Le retour à la qualification de compensation conventionnelle entraînerait toutefois un obstacle supplémentaire puisqu'une telle compensation serait nulle de droit sur le fondement de l'article L. 632-1, 4° du Code de commerce.

⁸⁷⁰ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 584, p. 330-331.

⁸⁷¹ M.-E. TERRET, préc., p. 41.

⁸⁷² Sur l'inadaptation du droit commun des sûretés réelles en matière de marchés financiers, V. L. AYNES et G. KOLIFRATH, « Les remises en pleine propriété à titre de garantie : confirmation de la licéité des cessions fiduciaires en droit français ? », préc. ; J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, « La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré », *Banque & Droit* n° 54, juill.-août 1997, p. 3, spéc. p. 11 ; P. GISSINGER, « L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », préc., n° 380.

d'ouverture d'une procédure de "faillite" du constituant de la garantie »⁸⁷³. Les garanties réelles financières ont donc été la conséquence de ce schéma bien sombre des sûretés mobilières de droit commun. Elles ont bénéficié d'un traitement de faveur, consacrant ici et là des dérogations ponctuelles dans les régimes juridiques des garanties réelles financières, ce qui les a dotées d'une efficacité face aux procédures collectives principalement. De fait, l'essor des garanties réelles financières résulte de l'échec des garanties réelles classiques à assurer la sécurité des créanciers, en particulier en cas d'ouverture d'une procédure collective du constituant de la garantie.

2. Le régime dérogatoire de la résiliation-compensation

366. L'aspect dérogatoire aux règles des procédures collectives le plus saillant réside sans doute dans la règle de la résiliation avec déchéance du terme contenue au paragraphe II de l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier (a). Cette dérogation ne suffit pas à l'efficacité du dispositif, qui repose par ailleurs sur un ensemble d'autres règles d'exception (b).

a) La résiliation avec déchéance du terme

367. **L'admission de la résiliation unilatérale avec déchéance du terme.** Aujourd'hui, la résiliation anticipée des conventions relatives aux obligations financières est prévue par le II de l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier, qui prévoit également la compensation des créances et des dettes afférentes à ces obligations. Le mécanisme de compensation multilatérale aboutit à l'établissement d'un solde net global dans le cadre du mécanisme du *global netting* prévu à l'article L. 211-36-1, I du Code monétaire et financier. Le texte de l'article L. 211-36-1, II laisse aux parties la liberté d'organiser le déroulement de la résiliation et la compensation dont la loi garantit l'opposabilité aux tiers. Ces modalités peuvent être notamment prévues par des conventions ou conventions-cadres. Il en est ainsi de la convention AFTB (Association du Forex et des Trésoriers de Banque) qui prévoit pour les pensions livrées une faculté de résiliation de plein droit et organise les modalités

⁸⁷³ J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, préc., p. 11.

d'une compensation globale des opérations en cours à la date de la résiliation. Comme dans d'autres conventions, lors de la défaillance de l'une des parties, de l'ouverture d'un redressement judiciaire ou d'un règlement amiable, ou même de circonstances nouvelles modifiant l'économie de la convention, la convention laisse à la partie non défaillante, ou non sujette à de tels événements, la faculté de la résilier⁸⁷⁴.

368. **Dérogation à l'interdiction de résilier les contrats en cours du fait d'une procédure collective.** Suivant l'article L. 622-13 du Code de commerce, le droit des procédures collectives interdit la résiliation des contrats en cours du seul fait de l'ouverture de la procédure collective. L'administrateur est par ailleurs autorisé à poursuivre ces contrats. Contrairement à cette règle de droit commun, le Code monétaire et financier a permis un traitement d'exception en faveur des créanciers dans les conventions relatives aux obligations financières, au sens de l'article L. 211-36-1, I du Code monétaire et financier. L'efficacité de la résiliation-compensation, malgré l'ouverture d'une procédure collective, est assurée par l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier. Lors de l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre de l'une des parties, et quelle que soit sa nature (sauvegarde, redressement ou liquidation judiciaire, conciliation), le cocontractant est autorisé à résilier l'opération et à demander l'exigibilité anticipée de ses droits⁸⁷⁵. La doctrine observe à cet effet que le cocontractant de la partie défaillante peut « *évaluer selon une méthode appropriée, le coût de remplacement de chaque produit considéré, puis en faire la somme et compenser les dettes et créances réciproques pour déterminer le solde net, dû ou à devoir* »⁸⁷⁶. La convention des parties ou la convention-cadre peuvent ainsi prévoir par exemple, pour chaque contrat, la différence entre la valeur des titres et celle de la créance, en prenant en compte les versements complémentaires éventuels. La compensation laisse un solde net de résiliation dû par la partie débitrice du montant le plus élevé en prenant en considération, pour le calcul du solde, les montants antérieurs impayés⁸⁷⁷.

⁸⁷⁴ F. AUCKENTHALER, « Pension », préc., n° 68.

⁸⁷⁵ Th. BONNEAU, « Redressement et liquidation judiciaire - Etablissements de crédit et entreprises d'investissement », préc.

⁸⁷⁶ J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, « La compensation des opérations de marchés à terme », *Banque* févr. 1994, p. 58 et spéc. p. 59.

⁸⁷⁷ F. AUCKENTHALER, préc.

En outre, l'article L. 211-40 présente l'avantage de permettre d'écarter l'application des principaux effets des procédures collectives tels que prévus aux articles L. 622-7 et L. 622-13 du Code de commerce. Il permet ainsi de déroger à l'effet moratoire de l'ouverture d'une procédure de règlement amiable ou de redressement judiciaire, au pouvoir de l'administrateur judiciaire d'exiger la poursuite des contrats en cours⁸⁷⁸, ainsi qu'au principe du maintien du terme des créances non échues⁸⁷⁹. En pratique, ces dispositions donnent un avantage important au créancier d'obligations financières au détriment des autres créanciers mais également de la procédure et des chances de redressement. Elles permettent en outre au créancier d'obligations financières d'éviter les mesures prises par l'administrateur, et d'éviter que le contrat financier puisse faire l'objet d'un *cherry picking*, pratique permettant à l'administrateur de choisir la continuation de ceux des contrats qui lui semblent favorables au redressement de l'entreprise.

b) Les mesures dérogatoires additionnelles permettant l'efficacité du dispositif

369. Admission de la compensation malgré l'absence de connexité entre les dettes. Les articles L. 622-7 du Code de commerce pour la sauvegarde, L. 631-14 pour le redressement judiciaire, et L. 641-3 pour la liquidation judiciaire, ne permettent que les compensations pour dettes connexes. L'article L. 211-36-1, I permet d'établir un solde unique pour différentes conventions ou conventions-cadres. Les créances et les dettes peuvent être compensées sans pour autant présenter la connexité exigée en droit commun. En pratique, ces dispositions immunisent la clause de compensation, qui se trouve ainsi opposable à un administrateur judiciaire. Ainsi que l'observe l'ISDA, le dispositif contenu à l'article L. 211-36-1 (anciennement à l'article L. 431-7) permet

⁸⁷⁸ V. dans ce sens, R. ALLOUCHE, « Opération de pension livrée : impact de l'ouverture d'une procédure collective », *Banque & Droit* n° 18, juill.-août 1991, p. 135.

⁸⁷⁹ Il convient de signaler que là encore, la dérogation est similaire à la dérogation que le Code monétaire et financier apporte aux articles L. 622-13 et L. 622-24 du Code de commerce prévoit pour la protection des porteurs d'obligations foncières. L'article L. 515-25 du Code monétaire et financier prévoit ainsi qu'« en cas de procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaires d'une société chargée de la gestion ou du recouvrement, pour le compte d'une société de crédit foncier, des prêts, expositions, créances assimilées, titres et valeurs, des obligations ou des autres ressources prévus à l'article L. 515-13, les contrats qui prévoient cette gestion ou ce recouvrement peuvent être immédiatement résiliés, notwithstanding toutes dispositions contraires et notamment celles des titres II à IV du livre VI du Code de commerce ».

« non seulement qu'une simple clause de set-off telle qu'elle existe désormais dans tous les contrats ISDA (version 2002), ou les contrats AFB ou FBF (art. 8.2.4) depuis 1994, suffit à opposer à un administrateur judiciaire français, pour autant que le droit applicable soit le droit français, la compensation des expositions résultant d'opérations financières de nature très diverses (repos, prêts de titres, dérivés, etc), mais aussi d'opérations non strictement financières se résolvant néanmoins par le paiement d'une somme d'argent »⁸⁸⁰.

370. **La dérogation aux effets d'une procédure civile d'exécution ou à l'exercice d'un droit d'opposition.** L'ordonnance du 24 février 2005 a transposé la disposition de la directive *Collateral* qui appelait les Etats membres à « veiller à ce qu'une clause de compensation avec déchéance du terme puisse produire ses effets selon les modalités qu'elle prévoit : [...] nonobstant toute cession, toute saisie, judiciaire ou autre, ou toute autre aliénation alléguées des droits concernés ou concernant lesdits droits »⁸⁸¹. L'article L. 211-38 transpose cette disposition. Il prévoit que « toute résiliation anticipée d'évolution ou de compensation faite en raison d'une procédure civile d'exécution ou de l'exercice d'un droit d'opposition est réputée être intervenue avant cette procédure ». La protection ainsi accordée contre les mesures d'exécution interviendrait logiquement en cas de réalisation de la garantie, et en particulier en cas de compensation avec déchéance du terme.

§ 3 Dérogation aux procédures civiles d'exécution ou à l'exercice d'un droit d'opposition

371. Certaines garanties réelles financières confèrent une rétroactivité en cas de procédure civile d'exécution ou d'exercice d'un droit d'opposition. Il convient d'examiner les textes qui fondent une telle mesure dérogatoire (A), avant d'en apprécier la portée, d'une part, sur les procédures civiles d'exécution et, d'autre part, sur l'exercice du droit d'opposition (B).

⁸⁸⁰ *International Swaps and Derivatives Association, Lettre à MM. Guillaume Tabourin et Philippe Troussard, Secrétariat Général de la Commission Bancaire, relative aux modalités de calcul du ratio international de solvabilité*, Paris, 17 février 2006, p. 1. Disponible sur le site internet de l'ISDA, www.isda.org

⁸⁸¹ Article 7.1.b de la directive *Collateral*.

A. L'immunité rétroactive face aux procédures civiles et au droit d'opposition

372. **L'immunité accordée par l'article L. 211-38.** L'article L. 211-38, paragraphe I^{er} permet la réalisation des remises en pleine propriété ou les sûretés constituées sur des garanties financières, y compris lorsque l'une des parties fait l'objet d'une procédure civile d'exécution ou de l'exercice d'un droit d'opposition. Lorsque la convention des parties le prévoit, la compensation peut avoir lieu malgré une procédure civile d'exécution ou l'exercice d'un droit d'opposition. Elle est, par la force de la loi, réputée être intervenue avant. Les garanties de l'article L. 211-38 ont ainsi reçu du législateur le bénéfice d'une rétroactivité conventionnelle en cas de procédure civile d'exécution ou d'exercice d'un droit d'opposition. L'article L. 211-38, IV du Code monétaire et financier prévoit que toute réalisation ou compensation effectuée en raison d'une procédure civile d'exécution ou de l'exercice d'un droit d'opposition « *est réputée être intervenue avant cette procédure* ». Même si la règle vise à protéger l'aménagement convenu conventionnellement par les parties, il s'agit là d'une règle d'ordre public⁸⁸². La doctrine souligne que « *le régime de protection prévu par le texte résulte d'une combinaison de l'exclusion de l'application des textes sur les voies d'exécution et d'une rétroactivité légale et d'ordre public de la mise en œuvre de la garantie financière et du droit de compensation dont elle est assortie* »⁸⁸³.

373. **L'immunité que le Code monétaire et financier reconnaît aux garanties sectorielles.** Parmi les garanties réelles financières, l'article L. 141-4 présente la particularité, tout comme l'article L. 211-38, de permettre d'immuniser les nantissements contre les procédures collectives. L'article L. 141-4 précise en effet que la mise en œuvre des droits des bénéficiaires n'est pas affectée par l'ouverture des procédures prévues au livre VI du Code de commerce ou toute procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ni par aucune procédure civile d'exécution prise sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, ni par l'exercice d'un droit d'opposition. Ainsi, l'alinéa 2 du II de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier dispose : « *L'opposabilité aux tiers et la mise en œuvre des droits des banques centrales nationales membres du Système européen de banques centrales*

⁸⁸² S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n°130, p. 39.

⁸⁸³ *Ibid.*

et de la Banque centrale européenne sur les instruments financiers, effets, créances ou sommes d'argent nantis, cédés en propriété ou autrement constitués en garantie à leur profit ne sont pas affectées par l'ouverture des procédures prévues au livre VI du code de commerce ou toute procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ni par aucune procédure civile d'exécution prise sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, ni par l'exercice d'un droit d'opposition ». Par ailleurs, selon les dispositions du III de l'article L. 330-2 : « Les dispositions du livre VI du Code de commerce ou celles équivalentes régissant toutes procédures judiciaires ou amiables ouvertes hors de France ainsi que toutes procédures civiles d'exécution ou tout exercice d'un droit d'opposition ne font pas obstacle à l'application du présent titre ».

B. La portée de l'immunité rétroactive

374. **Les procédures civiles d'exécution et le droit d'opposition.** La loi française a choisi d'étendre l'immunité dérogatoire, au-delà du droit des procédures collectives, pour porter sur certaines mesures civiles qui n'étaient pas visées par la directive *Collateral* : les procédures civiles d'exécution et le droit d'opposition. Cette extension vaut autant pour les garanties de l'article L. 211-38 que pour les garanties sectorielles et contribue à renforcer les garanties qui en bénéficient. Il en résulte que « *les droits concurrents de tout autre créancier sont donc neutralisés au profit de celui qui se prévaut de la résiliation-compensation, par le jeu de la rétroactivité : les obligations sont censées être arrivées à terme et s'être imputées à concurrence de la plus basse avant l'attribution née de la saisie ou l'opposition au paiement* »⁸⁸⁴. Pour ce qui est, tout d'abord, des procédures civiles d'exécution, cette disposition vise à faire échec à une saisie, une action en revendication ou une action conservatoire émanant d'un tiers. Elle permet en particulier de protéger les créanciers d'obligations financières : le débiteur d'une certaine partie A ne se trouve pas obligé par les autres créanciers de A, dans le cadre d'une procédure de saisie, à payer sa dette entre leur mains au lieu de pouvoir la compenser envers A. La référence au droit d'opposition a été introduite par l'ordonnance du 24 février 2005. Si les procédures civiles d'exécution

⁸⁸⁴ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc.

étaient déjà visées par le dispositif antérieurement à la réforme apportée par l'ordonnance du 24 février 2005, le droit d'opposition a lui été introduit par cette réforme. La terminologie employée porte une confusion. L'acception à donner au droit d'opposition dans ce contexte semble toutefois rejoindre les procédures civiles d'exécution. Cette disposition vise le droit offert au créancier par l'article 1242 du Code civil qui assimile le créancier opposant au créancier saisissant. L'ordonnance désigne par droit d'opposition les mesures conservatoires comme la saisie-conservatoire qui peuvent faire l'objet d'une requête au juge et ne nécessitent pas un titre exécutoire. Les auteurs soulignent à cet effet que cette disposition vise vraisemblablement les mesures conservatoires comme la saisie conservatoire⁸⁸⁵ qui peut être sollicitée du juge par requête et interdire le paiement de la créance⁸⁸⁶. L'ordonnance aurait ainsi pu simplement se satisfaire de la référence aux procédures civiles d'exécution.

375. Conclusion du chapitre : la technique des bulles juridiques face à l'hégémonie des procédures collectives. M. Legeais décrit l'opposition entre les deux corps de règles : « *Chacun s'accorde pour souligner l'unité profonde qui existe entre le droit des sûretés et celui des procédures collectives. Le droit des sûretés réelles, tout particulièrement, s'accommode mal d'une déconnexion avec le droit des procédures collectives. C'est ce dernier corps de règles qui permet en réalité de mesurer l'efficacité de chaque garantie. Tout créancier va choisir dans la gamme de garanties offertes celle qui lui offrira la meilleure protection en cas d'ouverture d'une procédure collective. C'est le droit des procédures collectives qui fixe les règles de classement des créanciers dans les différentes procédures, qui détermine les créanciers dont les droits sont sacrifiés et ceux qui sont protégés* »⁸⁸⁷. On comprend mieux, dès lors, l'approche des bulles de droits dérogatoires aux procédures collectives pour assurer l'efficacité des garanties réelles financières. Mais cette efficacité, malgré l'importance du dispositif dérogatoire, reste sujette à deux types d'aléas. D'une part, un aléa interne qui résultent des situations de concours. En effet, même si les garanties réelles financières sont dotées d'un régime d'immunité inégalé, leurs titulaires peuvent néanmoins se retrouver

⁸⁸⁵ V. F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc., spéc. p. 1804.

⁸⁸⁶ V. les articles 67 à 76 de la loi n° 91-650 du 9 juill. 1991.

⁸⁸⁷ D. LEGEAIS, « La réforme du droit des garanties ou l'art de mal légiférer », préc., spéc. p. 369.

en concours avec d'autres créanciers bénéficiant d'un statut d'exception, lorsque la garantie réelle financière ne s'appuie pas sur un transfert de propriété à titre de garantie⁸⁸⁸. Dans un tel cas, les créanciers titulaires de garanties réelles financières pourraient être primés par certains créanciers bénéficiant de super-privilèges. En effet, si les textes qui instituent ces garanties écartent expressément le jeu des dispositions du livre VI du Code de commerce, la question du concours peut néanmoins se poser lorsque les privilèges résultent d'autres textes, tels que l'article L. 3253-2 du Code du travail concernant les super-privilèges⁸⁸⁹, ou l'article L. 515-19 du Code monétaire et financier concernant les créanciers titulaires d'obligations foncières⁸⁹⁰. Et, d'autre part, un aléa externe, résultant d'un élément d'extranéité dans le rapport juridique. Cet aléa est contraignant dans la mesure où l'élément d'extranéité peut conduire à la désignation d'une loi autre que celle prévue initialement pour régir le rapport juridique. Une telle situation peut voir privés d'effets tous les efforts visant à maîtriser l'aléa interne. Dès lors, l'impératif de sécurité juridique impose d'assurer, non seulement l'efficacité interne des garanties réelles financières, mais également l'efficacité internationale. Un tel objectif peut être accompli par le biais de règles matérielles harmonisées avec les

⁸⁸⁸ Cette question se pose en dehors des garanties qui s'appuient sur un transfert de propriété à titre de garantie, puisqu'en ce cas, les bénéficiaires sont investis du droit de propriété dès la constitution de la garantie.

⁸⁸⁹ Mais il faut nuancer cette position puisque le jeu du super-privilège est subordonné à l'ouverture d'une procédure collective, or les garanties réelles financières écartent l'effet de telles procédures.

⁸⁹⁰ Les porteurs des obligations foncières jouissent d'un statut privilégié depuis la loi du 25 juin 1999. En situation de concours, ils priment tous les autres super-privilégiés, y compris les salariés. L'article L.515-19 du Code monétaire et financier organise ce privilège. Cet article dispose : « *Nonobstant toutes dispositions législatives contraires, et notamment celles du livre VI du code de commerce : 1. Les sommes provenant de prêts ou créances assimilées, expositions, titres et valeurs mentionnés aux articles L. 515-14 à L. 515-17 des instruments financiers mentionnés à l'article L. 515-18, le cas échéant après compensation, ainsi que les créances résultant des dépôts effectués par la société de crédit foncier auprès d'établissements de crédit, sont affectées par priorité au service du paiement des obligations foncières et des autres ressources privilégiées mentionnées au 2 du I de l'article L. 515-13 ; 2. Lorsqu'une société de crédit foncier fait l'objet d'une procédure de sauvegarde, de redressement ou de liquidation judiciaires, ou d'une procédure de conciliation, les créances nées régulièrement des opérations mentionnées au 2 du I de l'article L. 515-13 sont payées à leur échéance contractuelle et par priorité à toutes les autres créances, assorties ou non de privilèges ou de sûretés, y compris les intérêts résultant de contrats, quelle qu'en soit la durée. Jusqu'à l'entier désintéressement des titulaires des créances privilégiées au sens du présent article, nul autre créancier de la société de crédit foncier ne peut se prévaloir d'un droit quelconque sur les biens et droits de cette société ; 3. La liquidation judiciaire d'une société de crédit foncier n'a pas pour effet de rendre exigibles les obligations et autres dettes bénéficiant du privilège mentionné au 1 du présent article* ». V. également sur ce point D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 595, p. 336-337.

autres systèmes juridiques, ou, à défaut, de règles de conflit de lois appropriées qui permettent une prévisibilité aux parties et une sécurité juridique⁸⁹¹.

376. **Le bénéfice d'un ensemble de dispositions dérogatoires.** Les régimes d'immunité que connaissent les garanties réelles financières sont disparates et n'ont pas fait l'objet d'harmonisation. De fait, une géométrie variable existe dans les modalités d'organisation du régime dérogatoire de chacune. Cependant, toutes les garanties réelles financières présentent des traits dérogatoires, et peuvent tirer profit des traits dérogatoires de certains régimes sur lesquelles elles s'appuient, comme nous l'avons vu pour ce qui est de l'immunité des remises de garanties postérieures à l'ouverture de la période suspecte. Là où les garanties de droit commun, y compris le nantissement de compte titres, n'offrent que certains traits exorbitants, les garanties réelles financières peuvent bénéficier d'une panoplie de mesures dérogatoires. Nous avons vu que d'autres dispositions prévoient pour des domaines différents des dérogations au droit des procédures collectives. Il en est ainsi, notamment, pour les obligations foncières et le droit cambiaire. Toutefois, force est de constater que les dispositions dérogatoires, aussi bien celles de l'article L. 515-25 du Code monétaire et financier que celles de l'article L. 632-3 du Code de commerce, ont une portée limitée. La nature, la teneur et la portée de la dérogation que le dispositif des articles L. 211-36-1 et L. 211-38, I du Code monétaire et financier organisent placent ce dispositif à un rang supérieur sur l'échelle dérogatoire.

⁸⁹¹ A rapprocher avec le concept anglo-américain de *privity* : « *Finally, privity is not a dyadic relation between two parties. Rather, privity is a triad: two parties and a system of law. Clear roles and rules are not enough in a world of international business and national borders. Each role must uniquely correspond to a precise rule, governed by the law of a precisely defined sovereign. In other words, the law of financial accounts demands determinate conflict-of-laws rules* ».

CHAPITRE II

LA DEROGATION AUX REGLES DE CONFLIT DE LOIS TRADITIONNELLES

377. **La prise en compte du risque juridique dans les opérations impliquant des éléments d'extranéité.** Les disparités entre plusieurs législations ayant vocation à régir un rapport de sûreté peuvent avoir pour conséquence l'inefficacité de la sûreté. Au jour de la réalisation de la sûreté, il est important pour le bénéficiaire, comme pour le marché de manière générale que la réalisation de la garantie financière ne soit pas compromise. Un tel obstacle peut naître de la remise en cause de la validité de la constitution de la sûreté, de son opposabilité, de sa portée ou de sa qualification⁸⁹². Les disparités entre les systèmes juridiques peuvent avoir pour conséquence de priver d'effets les sûretés nées dans un pays donné lorsque les actifs affectés se trouvent dans un autre pays. Malgré la technicité de la matière et l'intérêt aussi bien pratique qu'intellectuel qu'elle suscite, jusqu'à la fin du XX^e siècle, rares étaient les études qui lui étaient consacrées⁸⁹³. Dans la jurisprudence et la doctrine de droit international privé, les droits réels accessoires n'ont pas une place de premier plan.

378. **La difficulté d'harmoniser les règles matérielles.** L'harmonisation des règles matérielles est sans doute le moyen le plus efficace pour lutter contre le risque juridique induit par l'internationalité des rapports juridiques. C'est également la solution la moins aisée à implémenter et celle qui nécessite le plus d'efforts de coordination entre les règles des différents systèmes. Les tentatives d'harmonisation, tant en matière de sûretés réelles en générale, que pour les titres, n'ont pu aboutir qu'à des propositions de règles uniformes, ou, après un constat d'impuissance, à des propositions de règles de conflit de lois unanimement acceptées⁸⁹⁴. En effet, à défaut de pouvoir harmoniser les règles de droit matériel, les efforts se sont concentrés sur la

⁸⁹² V. « Sûretés réelles en droit international privé », *Lamy Droit des Sûretés*, étude 290-5.

⁸⁹³ Pour Francescakis, la matière est « *insuffisamment internationalisée* » (note sous Hoge Raad, (C. cass. Pays-Bas), 21 novembre 1952, *Rev. crit. DIP* 1958, p. 515), alors que pour le Professeur Khairallah, il s'agit d'une matière que « *les auteurs abordent avec méfiance* » (G. KHAIRALLAH, *Les sûretés mobilières en droit international privé*, thèse, Economica, 1984, p. 3).

⁸⁹⁴ V. par exemple, la Convention Unidroit « sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés », adoptée à Genève le 9 octobre 2009, et qui a établi des principes unifiés de droit matériel concernant la dématérialisation des titres et les systèmes de détentions indirectes des titres en vue d'une unification du droit matériel des différents systèmes juridiques, *UNIDROIT 2007, Etude LXXVIII - Doc. 95*, août 2007, disponible sur le site : www.unidroit.org.

recherche de règles de conflit qui soient acceptables dans les différentes familles de systèmes juridiques.

379. **Les difficultés que pose la règle de conflit traditionnelle.** De manière générale, les garanties sur actifs financiers sont soumises à l'application générale des règles de conflit de lois de droit commun applicables en matière de meubles. Dans cette matière la règle de la *lex rei sitae*, loi du lieu où le meuble est situé, régit l'acquisition du droit réel, son transfert, son opposabilité et son extinction. Cependant la nature particulière et les besoins des marchés ont conduit à la recherche de règles spécifiques à la détention et à l'octroi de garanties sur certains actifs détenus en comptes. Or, la problématique de la loi applicable aux sûretés sur titres a été au cœur des préoccupations des travaux menés dans le cadre des directives européennes sur les garanties financières, celles sur le caractère définitif du paiement, ainsi que dans le texte qui les a modifiées.

380. **La recherche d'une règle de conflit adaptée.** L'adaptation du droit international privé aux besoins de la matière afin de proposer des règles appropriées est ainsi le résultat de la mondialisation des places financières et la levée des obstacles à la mondialisation de la finance. Les règles classiques étant montrées du doigt comme source d'insécurité juridique, il est dès lors apparu nécessaire, pour des enjeux tant économiques que juridiques⁸⁹⁵, de proposer des règles de conflit de lois propres à cette matière. La valeur des actifs financiers qui font l'objet de garanties transnationales, mettant en jeu une chaîne d'intermédiaires, atteint des montants d'une importance telle qu'il était nécessaire de lancer des initiatives visant à assurer au mieux la sécurité juridique de telles transactions⁸⁹⁶. La mise en place de règles de droit international

⁸⁹⁵ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc., spéc. p. 55.

⁸⁹⁶ « *In financial markets, securities worth trillions of euros are transferred or pledged daily in cross-border transactions. Due to dematerialisation, the great majority of these securities are held in electronic book-entry form in securities accounts with intermediaries, such as custodians or central depositories, rather than directly in physical form held by the investors. Nowadays, these intermediaries may be located in different jurisdictions with the result that - depending on the length of the intermediation chain - two, three or more jurisdictions may be involved. Market participants therefore need a clear and uniform conflict-of-laws rule to determine in advance with certainty the law (and thus relevant jurisdiction) applicable to their securities, because (e.g. in case a participant goes bankrupt) depending on the applicable law, they may either be the "owner" of these securities or not* »: Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral

privé spécifiques à la matière des garanties financières a été l'un des principaux objectifs de la directive *Collateral*. Selon M. Frits Bolkestein, Commissaire chargé du marché intérieur à l'époque de l'adoption de la proposition de directive qui allait donner lieu à la directive *Collateral* : « *cette proposition très attendue marque une première étape dans la voie de l'intégration du marché européen des garanties financières, en levant une entrave majeure aux transactions transfrontalières. Les opérateurs du marché font actuellement face à quinze régimes juridiques différents concernant la fourniture des garanties, à des conflits potentiels complexes entre ces divers régimes et à une incertitude quant au droit applicable aux transferts transfrontaliers de valeurs mobilières. La directive proposée déterminerait la législation régissant les contrats de garantie transfrontaliers et permettrait aux opérateurs de conclure ces contrats de manière uniforme dans toute l'Union* »⁸⁹⁷. Le recours systématique à la règle de la *lex rei sitae* s'est montré inadapté à la matière des titres en général et des garanties réelles financières (section 1). L'inadaptation et l'insuffisance des règles de conflit traditionnelles ont dès lors poussé à explorer des rattachements nouveaux. Des règles dérogatoires, spécifiques à la matière des titres, ont été mises en place par des directives européennes et par les travaux de la Conférence de La Haye de droit international privé (section 2). Ces initiatives restent cependant insuffisantes au regard des difficultés techniques dans la mise en œuvre des solutions qu'elles proposent. Elles sont incomplètes, du point de vue du domaine qu'elles se sont assigné, notamment, au lendemain de l'adoption de la directive 2009/44/CE qui élargit le champ d'application *ratione materiae* des sûretés réelles et le même besoin de sécurité juridique devrait conduire à chercher une règle de conflit pour les actifs non inscrits en compte (section 3).

Directive Impact Assessment, COM(2008)213 final, SEC(2008)aaa, p. 24-25 (document de travail disponible sur le site de la Commission européenne à l'adresse suivante :

http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/collateral/index_fr.htm).

⁸⁹⁷ Communiqué de presse de la Commission sur la proposition de directive, IP/01/464, du 30 mars 2001.

SECTION 1 : L'INADAPTATION DES RÈGLES DE CONFLIT TRADITIONNELLES À CERTAINES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES

381. La règle de conflit traditionnelle qui préside au fonctionnement des sûretés réelles est celle de la *lex rei sitae*⁸⁹⁸. Même si l'impérialité de cette règle a pu être remise en cause en doctrine⁸⁹⁹, son application reste de mise en droit positif (§ 1). La spécificité des problématiques posées par les garanties réelles financières met l'accent sur l'inadaptation de cette règle et son inaptitude à régir les spécificités de la matière (§ 2).

§ 1 L'application de la règle de la *lex rei sitae* en matière de droits réels

382. Afin de mieux appréhender les dimensions du débat autour de la règle de conflit de loi en matière de garanties sur actifs financiers, il convient d'examiner sa double dimension, tant pour ce qui est du traitement spécifique des actifs financiers (B), que pour le traitement applicable aux sûretés réelles conventionnelles de manière générale (A).

A. La prédominance de la *lex rei sitae* en matière de sûretés réelles

383. L'application de principe de la règle de la *lex rei sitae* en matière de sûretés réelles est une règle constante dans la jurisprudence française. Il convient d'examiner l'étendue du domaine qui lui est assigné, eu égard notamment aux concours qui peuvent exister avec d'autres lois (1), ainsi que les initiatives doctrinales de remise en cause de ce rattachement (2).

⁸⁹⁸ V. sur ce thème : G. DIENA, « Les conflits de lois en matière de droits réels », *Rev. de droit int. privé*, 1911, p. 561 ; M. CABRILLAC, « La reconnaissance en France des sûretés sans dépossession créées à l'étranger », *Rev. crit. DIP* 1979, 487 ; J.-P. NIBOYET, *Traité de droit international privé français*, tome IV, 1947, n° 1191 ; I. KHAIRALLAH, thèse préc. ; I. JUVET, *Des sûretés mobilières conventionnelles en droit international privé*, thèse, Publications Universitaires Européennes, Berne, Peter Lang, série II, Droit, volume 991, 1990 ; M. ATTAL, *La reconnaissance des sûretés mobilières conventionnelles étrangères dans l'ordre juridique français*, thèse, Defrénois, 2005, coll. Doctorat & Notariat, tome 13.

⁸⁹⁹ V. I. KHAIRALLAH, thèse préc. ; I. JUVET, thèse préc.

1. *Le principe d'application de la lex rei sitae en matière de sûretés réelles*

384. **Dimensions multiples du rattachement des instruments financiers.** Les instruments financiers sont des biens qui se rattachent à la catégorie des meubles, incorporels pour certains et corporels pour d'autres⁹⁰⁰. Leurs rattachements juridiques sont multiples. Ils entretiennent des rapports étroits tant avec le droit des sociétés qu'avec le droit des contrats⁹⁰¹. L'existence d'un élément d'extranéité pose la question de leur rattachement. A ce stade, la *lex rei sitae*, la *lex societatis*, et la *lex contractus* risquent de se trouver en concurrence, chacune ayant vocation à régir un des aspects du rapport juridique en question. Le schéma se complique davantage par l'entrée en compte, dans l'hypothèse de l'ouverture d'une procédure collective, de la *lex concursus*⁹⁰². Même si, en principe, cette dernière devrait se confondre avec la *lex societatis*, elle peut cependant s'en distinguer, notamment du fait de la dissension entre le siège social, qui déterminerait la *lex societatis*, et le centre des intérêts principaux, qui lui commanderait la *lex concursus*. Le champ d'application auquel prétendrait chacune de ces lois devrait en principe être distinct des autres, de sorte à ce que plusieurs lois s'appliquent simultanément à des aspects différents de la même situation juridique. Cependant, la concurrence ne peut être exclue. Ainsi, la nature de l'instrument financier en question, son mode de détention, sa matérialité, les droits auxquels il donne accès, sont des éléments qui pourraient être déterminants dans la recherche de la loi applicable.

385. **Les instruments financiers en tant que biens : une prédominance de la *lex rei sitae*.** Or, ce qui nous intéresse au niveau des sûretés sur actifs financiers, est l'appréhension de ces actifs en tant que biens et non les droits qu'ils confèrent vis-à-vis de l'émetteur. Dans une telle perspective, la *lex societatis* cède la place à la *lex rei sitae* afin de régler les questions relatives à la dimension réelle de ces actifs. On y retrouve

⁹⁰⁰ V. D.-R. MARTIN, « La théorie de la scripturalisation », préc., n° 25.

⁹⁰¹ Cass. 1^{re} civ., 17 oct. 1972, *Adouze c/ Royal Dutch*, *Rev. crit. DIP* 1973, p. 520, note H. BATIFFOL. V. aussi Cass. 1^{re} civ., 25 janv. 1966, *Royal Dutch c/ Labadie*, *Rev. crit. DIP* 1966, p. 238. V. pour une vision comparatiste, V. MARQUETTE et G. STUER, « Les nouvelles règles de conflit de lois relatives aux titres, aux créances et aux espèces », *Forum Financier/Droit Bancaire et financier* (revue belge), 2007/II.

⁹⁰² Cass. com., 15 décembre 2009, pourvoi n° 08-14949, *Société Aenix et autres c/ Société Access Graphics BV*, arrêt n° 1203 FS-P+B : rejet de CA Paris, 6 mars 2008, *Gaz. Pal.* 21 janv. 2010 n° 21, p. 28.

ainsi les questions concernant la nature, le contenu, l'étendue et l'opposabilité des droits réels, notamment dans le cadre d'une procédure collective⁹⁰³, la constitution, la transmission et l'extinction des droits réels sur les actifs financiers, ainsi que la titularité des droits en cas de conflit entre différents titulaires.

386. **Le droit réel prime le rattachement contractuel.** En matière de sûretés réelles, la loi d'autonomie qui gouverne généralement le domaine contractuel cède largement la place à la *lex rei sitae*⁹⁰⁴. On a pu également observer, que ce rattachement était quasi-universel en matière mobilière⁹⁰⁵, ce qu'affirmait déjà Niboyet, pour qui « *il est admis universellement que les meubles envisagés à titre particulier sont soumis à la lex rei sitae* »⁹⁰⁶. Divers fondements ont été présentés en doctrine pour justifier cette règle. Savigny estimait que « *le lieu où se trouve l'objet est le siège de droit dont il fournit la matière* »⁹⁰⁷. Pour Diéna, « *la nécessité d'observer en principe la lex rei sitae en matière de droits réels résulte de la nature même des rapports juridiques dont il s'agit* »⁹⁰⁸. Plus récemment, la doctrine a estimé que la règle résultait de la sécurité des transactions et du crédit⁹⁰⁹. Un tel fondement se trouve d'autant plus justifié dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité, où la sécurité des transactions et la confiance légitime des créanciers et des tiers commandent un tel rattachement⁹¹⁰. On a pu également y voir, de manière restrictive, une loi de police destinée à protéger les tiers⁹¹¹. C'est donc dans la recherche de la sécurité du rapport contractuel et des contractants que réside le fondement de cette règle. La jurisprudence française a maintenu une position constante en faveur de l'application de la *lex rei sitae* aux

⁹⁰³ Règle confirmée par l'article 1^{er} du Règlement CE n° 1346-2000 du 29 mai 2000.

⁹⁰⁴ Seuls les aspects purement contractuels, notamment relatifs à la naissance de la sûreté (V. sur l'application de lois concurrentes, Cass. req., 16 janvier 1861, *Lizardi c/ Chaize et autres*, dans l'ouvrage de B. ANCEL et Y. LEQUETTE, *Les grands arrêts de la jurisprudence française de droit international privé*, Dalloz, 5^e éd., 2006, n° 5). Les aspects contractuels peuvent être également liés aux instruments financiers ou à la créance principale qui font l'objet de la sûreté, peuvent relever de la loi d'autonomie. Voir à cet effet, sur la loi applicable à une émission obligataire, S. WEBER, « *The Law Applicable to Bonds* », in *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Sweet and Maxwell, 1999, p. 30.

⁹⁰⁵ V. M. ATTAL, thèse préc., n° 32, p. 30 : l'auteur renvoie à l'article de K. KREUZER, « La propriété mobilière en droit international privé », *RCADI* 1996, tome 259, p. 9.

⁹⁰⁶ J.-P. NIBOYET, *Traité de droit international privé français*, tome IV, 1947, n° 1191.

⁹⁰⁷ Cité par P. MAYER et V. HEUZE, *Droit international privé*, 8^e éd., Montchrestien, 2004, p. 470.

⁹⁰⁸ G. DIENA, préc.

⁹⁰⁹ V. M. CABRILLAC, « La reconnaissance en France des sûretés sans dépossession créées à l'étranger », préc.

⁹¹⁰ V. l'article 5-1 du Règlement CE n° 1346-2000, du 29 mai 2000.

⁹¹¹ V. P. MAYER, « Les conflits de lois en matière de réserve de propriété après la loi du 12 mai 1980 », *JCP G* 1981, I, 3019 ; P. MAYER. et V. HEUZE, *Droit international privé*, 9^e éd., Montchrestien, 2007, n° 649 et s.

sûretés réelles conventionnelles et ce depuis un arrêt de la Chambre des Requêtes de 1933⁹¹², les hauts magistrats estimant traditionnellement que « *la loi française est seule applicable aux droits réels dont sont l'objet des biens mobiliers situés en France* »⁹¹³.

387. **Généralité de la règle.** La force d'attraction du statut réel emporte application de la *lex rei sitae* à tout ce qui concerne les sûretés réelles prises de manière intrinsèque. Cette règle bien établie en droit français emporte non seulement désignation de la loi applicable mais également une limite à l'efficacité du choix d'une loi étrangère pour régir un rapport de sûreté réelle, lorsque les biens objet de la sûreté sont situés en France. Pillet et Niboyet observaient à ce titre : « *les seules sûretés réelles qui puissent être valablement établies sur des biens situés en France sont celles que notre législation a instituées ; c'est également la loi française seule qui fixe, pour chaque espèce de sûretés réelles, quelles catégories de biens peuvent être grevés d'une sûreté de cette nature, et qui détermine les causes d'où ces droits peuvent provenir ainsi que leurs effets. Toutes les conditions auxquelles est subordonnée la constitution des sûretés réelles, à l'exception de la capacité qui dépend de la loi nationale de la personne par qui ou au profit de qui la sûreté est constituée, toutes les règles relatives aux modes et aux conditions de leur extinction, toutes les dispositions subordonnant leur efficacité à des formalités de publicité dans l'intérêt des tiers et du crédit public, s'imposent à tous sans distinction de nationalité, et s'imposent seules sur le territoire français dès l'instant que ces sûretés portent sur des biens situés en France* »⁹¹⁴. On assigne ainsi traditionnellement à la *lex rei sitae* un domaine qui couvre à la fois la validité de la sûreté, ses conditions d'opposabilité⁹¹⁵, ainsi que ses effets⁹¹⁶.

⁹¹² Cass. req., 24 mai 1933, *Sté Administratie Kantoort de Mas c/ Synd. Soc. Automobiles Ravel*, *Rev. crit. DIP* 1934, 142, note J.-P. NIBOYET ; S. 1935, 1, 257, note H. BATIFFOL. V. également dans le même sens, Cass. 1^{re} civ., 8 juillet 1969, *Sté DIAC c/ Alphonse Oswald*, B. ANCEL et Y. LEQUETTE, *Les grands arrêts de la jurisprudence française de droit international privé*, préc., n° 48 ; *JCP G* 1970, II 16182, note H. GAUDEMET-TALLON ; *JDI* 1970, 916, note J. DERRUPE ; *Rev. crit. DIP*, 1971, 75, note Ph. FOUCHARD. Il en est de même dans la *common law*, où la règle qui gouverne les droits réels est, depuis une décision *Cammell c. Sewell*, la *lex rei sitae*, V. *Cammell c. Sewell*, (1860) 5 H&N 728, 157 E.R. 1371 (Ext Ct.), V. également pour une vision complète de la question sous la *common law*, D. Mc CLEAN, *Morris - The conflict of Laws*, 4^e éd., Sweet & Maxwell, 1993, p. 314.

⁹¹³ Cass. req., 19 mars 1872, *Craven*, S. 1872, 1, 238.

⁹¹⁴ PILLET et NIBOYET, *Manuel*, p. 368 ; G. DIENA, préc.

⁹¹⁵ Cass. req., 24 mai 1933, *Sté Administratie Kantoort de Mas c/ Synd. Soc. Automobiles Ravel*, préc. ; Cass. 1^{re} civ., 8 juillet 1969, *Sté DIAC c/ Alphonse Oswald*, préc. ; Cass. 1^{re} civ., 3 mai 1973, *Sté Nederlandsche Middenstands Financierings Bank N.V. c/ Girard et autres*, *JDI* 1975, 74, note Ph. FOUCHARD ; *Rev. crit. DIP* 1974, 108, note E. METZGER.

⁹¹⁶ Dans les arrêts *Kantoort de Mas* et *DIAC*, la Cour de cassation fait application de la *lex rei sitae* pour déterminer si le créancier gagiste peut s'approprier le bien ou le vendre sous autorisation de justice. Par

2. Propositions de règles de conflit plus adaptées

388. **Fondement de la *lex rei sitae*.** L'application de la *lex rei sitae* aux sûretés réelles émanait d'un raisonnement qui, à l'origine, était relatif aux immeubles. Dans cette matière, il était en effet traditionnellement admis que la force d'attraction de l'immeuble qui trouve son assise juridique à l'article 3 al. 2 du Code civil devait s'appliquer par extension aux droits réels accessoires, donc aux sûretés réelles. Mais la faiblesse de ce raisonnement se trouvait dans son fondement même, puisqu'il part des immeubles pour généraliser la règle à toutes les sûretés réelles, tant celles portant sur les immeubles que celles portant sur les meubles. La doctrine a tenté d'exploiter cette brèche dans le raisonnement. On peut par ailleurs retrouver dans la doctrine en langue allemande des propositions de systèmes alternatifs, apportant des correctifs à l'application de la *lex rei sitae* aux sûretés réelles conventionnelles (Dröbnig, Kegel, Lüderitz, Siehr)⁹¹⁷.

389. **Doctrine favorable à la loi d'autonomie.** La rigidité à laquelle la *lex rei sitae* peut conduire dans certaines situations, et sa prise en compte, exclusivement, de considérations relatives au rapport contractuel aux dépens de la sécurité des tiers a poussé la doctrine à explorer d'autres pistes pour trouver une règle de conflit plus adaptée aux sûretés réelles conventionnelles en particulier. En effet, il a été souligné que la logique de la règle de droit international privé s'opposait à la logique qui préside aux rapports internes et qui cherche à assurer la sécurité des tiers. Dès lors, les travaux de la doctrine ont cherché à établir une voie pour reconnaître une place à la loi d'autonomie dans la détermination de la loi applicable au rapport de sûreté réelle. Dans son commentaire de l'arrêt *DIAC*, Mme Gaudemet-Tallon s'est posé la question de savoir si « *le rattachement au statut réel ne pouvait [...] pas être abandonné au profit*

ailleurs, il est également admis qu'il revient à la *lex rei sitae* de déterminer le rang des créanciers et leur droit de suite, V. à cet effet, E. HENRY, *Les sûretés mobilières en droit international*, thèse préc., p. 41.

⁹¹⁷ Rapportés par I. JUVET, thèse préc. Plus récemment, V. L. d'AVOUT, *Sur les solutions du conflit de lois en droit des biens*, *Economica*, 2006, n° 524, appelant à une autorestriction de la *lex rei sitae* nouvelle « *dès lors que les finalités poursuivies et les intérêts par elle protégés ne sont pas concrètement concernés* ».

de la loi d'autonomie, loi applicable au contrat de gage dans son ensemble »⁹¹⁸. M. Khairallah développe cette idée dans sa thèse en prenant partie pour la reconnaissance d'une place importante à la volonté des parties dans le choix de la loi applicable en matière de garanties réelles conventionnelles⁹¹⁹. Cette position n'est pas isolée, et a, par la suite, reçu l'adhésion d'autres auteurs, dont Mme Juvet qui se prononce en faveur d'une « *autonomie restreinte* »⁹²⁰. La doctrine favorable à la loi d'autonomie voit dans la prédominance de la loi du contrat, désignée comme loi de la source, un facteur de sécurité. On tient compte de l'intérêt du créancier cocontractant, pour qui la loi du contrat offre la prévisibilité, ce qui restreint considérablement l'emprise de la *lex rei sitae*. Malgré la pertinence des arguments qui fondent ces thèses, la loi d'autonomie⁹²¹ aussi bien que les correctifs proposés n'ont pas été retenus, et la jurisprudence française n'est, à ce jour, pas revenue sur sa position favorable à la *lex rei sitae*, qui, de fait, reste le seul fondement reconnu en droit positif.

B. La *lex rei sitae* appliquée aux instruments financiers

390. **L'évolution de la forme des titres.** L'évolution des titres, de la forme papier, corporelle, à une forme scripturale, accompagnée ou non d'une immobilisation selon les systèmes juridiques n'a pas empêché de continuer à rattacher les titres à une localisation spécifique, afin de leur appliquer la *lex rei sitae*. La *lex rei sitae* est traditionnellement considérée comme la règle applicable en matière de titres, en tant que bien mobiliers corporels. Or la mise en œuvre de la *lex rei sitae* suppose un pré-

⁹¹⁸ H. GAUDEMET-TALLON, note sous Cass. 1^{re} civ., 8 juillet 1969, *Sté DIAC c/ Alphonse Oswald*, *JCP G* 1970, II 16182. V. *contra*, en faveur d'un domaine d'application élargi pour la *lex rei sitae* d'origine de l'assiette, M. ATTAL, thèse préc.

⁹¹⁹ I. KHAIRALLAH, thèse préc.

⁹²⁰ I. JUVET, thèse préc., spéc. p. 107.

⁹²¹ Le Professeur Paul Lagarde soulignait que « *la loi de la sûreté n'est pas et ne peut pas être la loi d'autonomie. Limiter la portée de la désignation de la loi du contrat aux dispositions supplétives de la loi objectivement applicable, c'est nier purement et simplement l'autonomie de la volonté en droit international privé. Et même, cantonner le choix des parties aux lois avec lesquelles le contrat présente un lien étroit, voie à celle avec laquelle il présente le lien le plus étroit, c'est aller à contre-courant du droit positif et spécialement des conventions internationales comme la Convention de La Haye du 15 juin 1955 et les conventions subséquentes, qui reconnaissent aujourd'hui aux parties à un contrat international une faculté de choix illimitée de la loi applicable* » : note bibliographique à propos de la thèse du Professeur Georges Khairallah, *Rev. crit. DIP*, 1986, 817. Soulignons par ailleurs la position du Professeur Kreuzer, qui estime que le fait de considérer l'autonomie de la volonté comme un facteur de localisation parmi d'autres, revient à cantonner son efficacité aux rapports *inter partes* : K. KREUZER, préc., p. 266, note 948.

requis qui consiste en la détermination du lieu où se trouvent les actifs en question. MM. Nizard et Vauplane observent à cet effet, que « *lorsque les titres de valeurs mobilières étaient matérialisés par des papiers qui circulaient au porteur, l'analyse juridique était assez simple. On considérait, grâce à une fiction, que le droit qu'ils constataient circulait avec le papier. On pouvait ainsi appliquer aux titres au porteur le régime des meubles corporels. En droit international privé cette analyse conduisait à appliquer la *lex rei sitae* : la loi du lieu de situation des titres-papiers* »⁹²². Mais le passage des titres de l'état papier, incontestablement corporel, à une inscription dans un registre rend cette étape relativement compliquée. Le phénomène de substitution des titres-papiers par des inscriptions en compte a été observé dans la majorité des pays de l'OCDE. Du fait de la dématérialisation survenue en France⁹²³ et dans certains autres pays (voire l'immobilisation pour le système adopté aux Etats-Unis), l'analyse présentée ci-haut ne s'applique pas avec la même évidence. En tout cas, elle suppose, au préalable, la confirmation qu'une telle règle est un rattachement adéquat eu égard à l'immatérialité des actifs en question. Or, la réponse à cette question, ainsi que la réponse à la question de la nature de ces actifs, peuvent varier d'un système juridique à un autre. Le phénomène de l'intermédiation de titres dématérialisés ou immobilisés (selon les systèmes juridiques) a été décrit par MM. Nizard et Vauplane qui soulignent : « *Les titres-papiers ont été stockés dans les coffres de dépositaires centraux qui ont ouvert des comptes à des banques, lesquelles ont elles-mêmes ouvert des comptes à des banques, lesquelles ont elles-mêmes ouvert des comptes à leurs clients. Les opérations sur titres se sont alors dématérialisées : la circulation des titres fut remplacée par des virements dans des comptes* »⁹²⁴.

391. **Les rattachements fondés sur la situation des instruments financiers.** La nature juridique des titres inscrits en compte, la teneur et l'étendue des droits sur ces titres sont des questions qui se posent avec d'autant plus d'acuité en droit international privé. La dématérialisation a été porteuse de complexité pour la matière. En posant que le droit constaté circulait avec le papier, la théorie de l'incorporation permettait d'appliquer le régime des biens meubles aux titres papiers. Les conséquences en étaient

⁹²² H. de VAUPLANE et F. NIZARD, « Les titres inscrits en compte en droit international privé », préc., p. 401.

⁹²³ V. l'article 94-II de la loi de finance pour 1982 (n° 81-1160 du 30 décembre 1981) et l'article 1^{er} de son décret d'application D. n° 83-359 du 2 mai 1983.

⁹²⁴ H. de VAUPLANE et F. NIZARD, préc., p. 402.

tirées en droit interne, et le droit international privé tant en matière de sûretés mobilières qu'en matière d'instruments financiers ou dans d'autres aspects de droit réel avait atteint un certain consensus autour de l'application de la règle de rattachement fondée sur la *lex rei sitae*. Pour la doctrine française en droit international privé, il est traditionnellement admis que la loi du siège de l'émetteur, ou de manière plus exacte, la loi du lieu où est tenu le registre des transferts est compétente pour régir les opérations sur les titres nominatifs⁹²⁵. Du fait de la dématérialisation, les certificats ont disparu et avec eux la prévisibilité quant à la loi applicable. Les biens en questions sont des inscriptions et les garanties portent sur des comptes. En droit comparé, l'accueil parfois peu enthousiaste de la dématérialisation a été accompagné, dans certains pays, par un recours quasi-systématique à des dépositaires centraux. Les difficultés liées à la titularité des droits ont notamment été accrues par la multiplication des intervenants dans la chaîne des intermédiaires.

§ 2 L'inadaptation de la *lex rei sitae* face à la spécificité de certaines problématiques posées par les actifs financiers

392. **Problématique de l'inadaptation de la règle de conflit classique.** La règle de conflit classique applique aux droits réels la *lex rei sitae* ou loi du lieu de localisation des biens, y compris aux sûretés réelles. La règle de conflit classique est inadaptée à la matière car, contrairement à d'autres biens, la localisation des actifs financiers n'est pas aisée et cela pour deux raisons. Mme Kessedjian et M. Germain ont décrit l'œuvre de la convention de La Haye sur les titres détenus par un intermédiaire comme venant sécuriser les opérations internationales de transferts de titres rendues vulnérables du fait de « *la rencontre indécise du développement de modes de détention indirecte, par le moyen de comptes de titres, et des solutions classiques du droit international privé* »⁹²⁶. Ainsi, la nature des actifs financiers (A) et leurs modes de détention (B) commandent l'adaptation de la règle de conflit.

⁹²⁵ H. BATIFFOL et P. LAGARDE, *Droit international privé*, t. II, LGDJ, 1983, n° 546 ; Y. LOUSSOUARN et P. BOUREL, *Droit international privé*, Dalloz, 2001, n° 425.

⁹²⁶ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc., p. 49.

A. Inadaptation de la règle de conflit classique du fait de la nature même des actifs financiers

393. La question s'est posée pour les titres en particulier, et les différentes règles que prévoient tant les instruments internationaux que les directives européennes règlent exclusivement les problèmes de conflit de lois relatifs à ces actifs financiers exclusivement. Ainsi, les facteurs qui induisent l'inadaptation de la règle de conflit classique sont liés à la nature de ces actifs. Ils se résument, d'une part, à leur inscription en compte (1) et, d'autre part, par la difficulté de déterminer, de manière définitive et unanime, une méthode appropriée pour les localiser (2).

1. *L'inscription en compte des titres*

394. **Loi du lieu d'incorporation de l'émetteur ou loi du lieu d'enregistrement des titres.** Il est généralement admis que le caractère scriptural des titres a entraîné une dématérialisation⁹²⁷ qui rend impossible le jeu de la théorie de l'incorporation⁹²⁸. L'absence de forme tangible du titre empêcherait une telle incorporation. Dans une chaîne de détention, un même titre peut dès lors faire l'objet de multiples inscriptions. A l'arrivée, l'on se retrouve avec autant d'inscriptions que d'intermédiaires de la chaîne, toutes ces inscriptions se rapportant à un seul et même titre⁹²⁹. La question s'est dès lors posée de savoir laquelle de la loi de la juridiction d'incorporation de l'émetteur ou de la loi d'enregistrement des titres était compétente. Au final, la loi

⁹²⁷ A propos de la nature corporelle des titres scripturaux, notons que malgré la pertinence des arguments en faveur d'une corporalité des titres créés par une inscription scripturale, à laquelle nous adhérons, nous pensons cependant qu'aujourd'hui les textes consacrés en matière de sûretés réelles ont pris position pour une nature incorporelle. En effet, la réforme du droit des sûretés qui conduit désormais à distinguer entre gage et nantissement a pour conséquence que les sûretés portant sur des biens corporels ne peuvent plus être désignées comme des nantissements (voir à cet effet, C. LISANTI, « Le nantissement des meubles incorporels : une sûreté d'un genre pluriel ? », in *Evolution des sûretés réelles : regards croisés Université-Notariat, Colloque organisé par le laboratoire de droit privé de la faculté de droit de Montpellier et l'Arnu*, Litec, 2008, coll. Colloques & Débats, p. 53, et spéc. p. 54. De fait, la réforme apportée à la terminologie de l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier, apportent des arguments de texte, difficilement réfutables, en faveur de la dématérialisation. Nous nous contenterons ici de cette précision terminologique, le débat, tout intéressant qu'il soit, sort du cadre de cette étude.

⁹²⁸ V. sur cette théorie : F. von SAVIGNY, *Traité des obligations*, trad. fr., 2^e éd., 1873 ; A. WAHL, *Traité théorique et pratique des titres au porteur*, 1891 ; G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2^e éd., 1951, spéc. p. 149.

⁹²⁹ V. *contra* pour un exemple de systèmes qui distinguent entre la nature des titres émis et celle des titres intermédiés : F. DRUMMOND, « *Intermediated Securities : reflections on new concept in French financial market law* », *Law and Financial Markets Review*, septembre 2007, p. 435.

d'enregistrement l'a emporté. « *Un investisseur dans le système de détention directe est enregistré dans les livres de l'émetteur et/ou détenteur d'un certificat. En conséquence les juridictions du lieu d'incorporation de l'émetteur ou celles du lieu où se trouvent les titres seraient respectivement compétentes pour déterminer la règle de conflit compétente. Par contre un investisseur dans un système de détention indirecte dispose d'un ensemble de droits envers le détenteur des titres plutôt qu'un droit direct sur les titres. En conséquences, dans les règles sur la détention indirecte, le lieu d'incorporation de l'émetteur et le lieu de localisation des certificats pouvant être détenus par l'intermédiaire ne peuvent plus constituer un rattachement pertinent* »⁹³⁰. En pratique, il a été souligné que les portefeuilles de titres donnés en garantie sont souvent composés de titres qui émanent non seulement d'émetteurs différents, mais qui en plus sont situés dans des pays différents⁹³¹. Dans ce contexte, si l'on applique aux titres la loi de l'émetteur, on aboutirait à une situation d'une grande complexité, puisqu'il faudrait alors appliquer à un même rapport autant de lois qu'il y a de titres d'émetteurs de pays différents.

2. La localisation des titres

395. Une question régie par les règles internes de droit international privé. Pour pouvoir examiner les règles de localisation des titres, il convient au préalable de définir la nature du droit du détenteur de titres inscrits chez un intermédiaire. Or les instruments internationaux laissent au droit national le soin de régler cette question⁹³².

396. La nature des droits du titulaire de titres inscrits auprès d'un intermédiaire. La détention par le biais d'un ou de plusieurs intermédiaires soulève

⁹³⁰ Traduction (par nos soins) du commentaire de la Section 8 UCC (Code de commerce uniforme des Etats-Unis), 1998, 326:1, *eff. Jan. 1, 1999*. V. sur la Section 8 UCC : J. S. ROGERS, « *Revised UCC Article 8 : Why It's Needed, What It Does* », C965 ALIABA 285 (1994). V. sur ce thème, C. S. BJERRE et S. M. ROCKS, *The Abcs of the UCC, Article 8 : Investment Securities*, ABA, 1997. - P. REYMOND, *Les sûretés mobilières aux Etats-Unis et en Suisse*, thèse Lausanne, 1983. - B. TESTON, « Les sûretés réelles mobilières anglo-saxonnes », *Droit et patrimoine* juin 2001, p. 74. - C. WITZ, « Les sûretés mobilières anglo-américaines au regard du droit français des sûretés », *Rev. dr. bancaire et bourse* juin-juillet 1992, p. 146.

⁹³¹ H. de VAUPLANE et F. NIZARD, *préc.*, p. 411.

⁹³² Il en est ainsi par exemple de la convention Unidroit. Unidroit 2004, Etude LXXVIII – Doc 18. *cf.* Ph. PAECH, « Notes explicatives sur l'avant-projet de convention Unidroit sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire », *Revue dr. unif.* 2005-1/2, p. 37.

certaines interrogations, tant pour la nature du droit du détenteur final sur les titres que pour les droits de chacun des intermédiaires de la chaîne de détention. Différentes interprétations peuvent être avancées pour la localisation des valeurs mobilières nominatives administrées. Les valeurs mobilières sont comptabilisées chez l'intermédiaire dans un registre miroir au registre tenu par l'émetteur. Se pose alors la question de savoir dans lequel de ces deux comptes il convient de localiser les titres scripturaux. Ainsi que le formule M. Martin, il convient de déterminer lequel des comptes est l'original et lequel est la copie⁹³³. Nous rejoignons l'auteur qui affirme que « *les valeurs mobilières nominatives sont créées par leur inscription originelle dans les comptes tenus par l'émetteur [...] l'intermédiaire ne fait que "comptabiliser" les valeurs mobilières inscrites chez l'émetteur* »⁹³⁴. Le droit français ne reconnaît qu'un seul propriétaire du titre inscrit sur un compte. Il n'y a pas un droit qui est créé par l'intermédiaire au profit du propriétaire comme c'est le cas dans le système de l'article 8 du Code de commerce uniforme (UCC) des Etats-Unis. Il n'y a qu'un seul droit de propriété qui est celui du détenteur final, propriétaire. Ce droit est matérialisé par une inscription dans le compte tenu par son intermédiaire. Suivant l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier, les titres soumis au droit français, sont inscrits dans un compte-titres tenu soit par l'émetteur, soit par un intermédiaire. Pour les titres admis aux négociations sur un marché réglementé français, si le propriétaire est domicilié à l'étranger, c'est l'intermédiaire qui doit être inscrit dans les livres de l'émetteur pour le compte du propriétaire⁹³⁵. Mais cette inscription ne devrait pas en faire un conservateur, l'intermédiaire est un administrateur des titres⁹³⁶. Suivant les termes de l'article L. 211-9 du Code monétaire et financier, l'intermédiaire a l'obligation de « *sauvegarder les droits des titulaires des comptes sur les titres financiers qui y sont inscrits* ». Le projet de convention Unidroit qui a pour objet de proposer un droit matériel applicable aux titres prévoit que l'intermédiaire sera tenu de conserver lui-même ou auprès d'un autre intermédiaire une quantité suffisante de titres par rapport au nombre de titres de même nature inscrits au crédit des comptes qu'il tient

⁹³³ D.-R. MARTIN, « La théorie de la scripturalisation », préc., n° 25.

⁹³⁴ *Idem*, n° 23.

⁹³⁵ Disposition contenue à l'article L. 228-1 du Code de commerce.

⁹³⁶ D.-R. MARTIN, « La théorie de la scripturalisation », préc.

pour ses clients⁹³⁷. Il convient par ailleurs de s'assurer que cette exigence s'applique aussi bien au dernier des teneurs de compte dans la chaîne de détention, qu'à tous les titulaires de comptes à tous les niveaux de la chaîne d'intermédiation.

397. **La suite d'enregistrements pour les titres inscrits en compte.** La question qui se pose ici est de savoir où se trouvent les titres dans un schéma qui implique des inscriptions multiples. Ainsi que le souligne M. D.-R. Martin, « *pour des raisons de contrôle de la cohérence de la somme de leur émission à celle de leur détention, les valeurs mobilières admises à la négociation sur des marchés organisés doivent être enregistrées, au second degré, chez un dépositaire central. Dans le même ordre d'idées, un investisseur peut être amené, par la pratique du global custody, à désigner un centralisateur unique, au niveau mondial, de ses avoirs en instruments financiers : ce qui implique aussi, pour chaque type de valeurs détenues, une suite d'enregistrements dans une chaîne de comptes successifs* »⁹³⁸. La question qui s'est posée en droit interne, prend alors une dimension plus complexe quand elle passe sous le prisme du droit international⁹³⁹. Pour ce faire, la première difficulté est de déterminer la règle de conflit appropriée pour désigner une telle loi⁹⁴⁰. Or, il faut au préalable déterminer où se trouvent les titres, pour savoir quelle loi a vocation à régir les questions relatives aux droits patrimoniaux. Dans un schéma de détention indirecte, où l'on se trouve en présence d'inscriptions multiples qui se rapportent aux mêmes titres, il est difficile d'admettre que les titres se trouvent en même temps dans les multiples comptes qui les retracent en cascade⁹⁴¹. En outre, dans une chaîne de détention

⁹³⁷ V. sur le texte Unidroit : L. THEVENOZ, « De Rome à La Haye : les enjeux des projets internationaux », in *20 ans de dématérialisation des titres en France*, H. de VAUPLANE (ss dir.), Banque éd. 2005, p. 121 ; F. J. GARCINMARTIN ALFEREZ, « *The Unidroit Project on Intermediated Securities : direct and indirect systems* », *Revista para el Analisis del derecho*, 1/2006, p. 324 ; Numéro spécial de la Revue de Droit Uniforme, « Vers une sécurité juridique accrue pour les titres financiers détenus auprès d'un intermédiaire », *Rev. dr. unif.*, 2005-1/2.

⁹³⁸ D.-R. MARTIN, « La théorie de la scripturalisation », préc., n° 22.

⁹³⁹ R. GUYNN et N. MARCHAND, « *Transfer of pledge of securities held through depositories* », in *The law of cross-border securities transactions*, Hans Van Houtte (ed.), 1999, p. 56.

⁹⁴⁰ V. sur la question spécifique de la localisation P. LANGLET et P.-G. MARLY, « La localisation des instruments dématérialisés », *Banque & Droit* n° 73, 2000, p. 3 ; H. de VAUPLANE, « Critères de localisation de titres dématérialisés », *Banque & Droit* n° 87, 2003, p. 33. Plus généralement, sur le même thème, H. de VAUPLANE et P. BLOCH, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye », *Mélanges AEDBF*, t. IV, 2004, p. 469 ; H. de VAUPLANE et F. NIZARD, « Les titres inscrits en compte en droit international privé », préc.

⁹⁴¹ Ch. BERNASCONI, « La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », *Document préliminaire n° 1 dans le cadre des travaux préparatoires de la Convention de La Haye, Conférence de La Haye de droit international privé*, novembre 2000, p. 28. -

internationale de titres, le risque juridique découle du fait que la différence entre les conceptions applicables risque de conduire à des interprétations contradictoires. Il convient d'assurer au titulaire d'un compte que les titres qui sont inscrits sur son compte chez un intermédiaire dans un pays A représentent des droits qui sont valables et opposables à son intermédiaire dans un pays B et aux tiers où qu'ils soient, y compris, dans un pays C, à la société émettrice. Or, comme le rappelle M. Martin, les droits des détenteurs de titres sont des droits subjectifs, en tant que tels, ils n'existent que reliés à leurs titulaires, « *cette liaison du droit d'actionnaire ou d'obligataire à son titulaire ne s'opère que dans les comptes-titres primaires* »⁹⁴².

B. Inadaptation de la règle de conflit du fait de la spécificité des modes de détention

398. Complexité du schéma de détention indirecte de titres au niveau international. La prise de conscience de la problématique posée par les modes de détention des actifs financiers, et particulièrement des titres, est d'abord apparue du fait de l'affaire Maxwell. L'inadaptation de la règle de conflit classique est due notamment à la complexité du schéma de détention indirecte⁹⁴³ et à la difficulté de s'accorder sur une méthode de localisation des titres. L'intervention d'un ou de plusieurs intermédiaires financiers situés dans des Etats différents complique la détermination du droit régissant les titres. De fait les règles de conflit de lois s'appuyant sur un rattachement au lieu où les actifs se trouvent réellement ne sont pas d'une grande aide. Mme Kessedjian et M. Germain observent : « *La complexité est encore accrue lorsque l'on songe que les positions sur les marchés financiers ne se dénouent pas de manière classique mais grâce à des chambres de compensation et des accords dits de "netting" permettant à chaque participant de simplifier les règlements des obligations qu'il doit aux autres participants alors que leurs obligations sont multiples et enchevêtrées. Tout*

J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, « La loi applicable aux titres intermédiés: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 », *T.B.H.* 2006/1, p. 26.

⁹⁴² D.-R. MARTIN, « La théorie de la scripturalisation », préc., n° 25. V. par ailleurs sur la nature du droit du titulaire d'un titre : V. ALLEGAERT, « De la propriété des valeurs mobilières », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 340. - Y. FLOUR, « La qualité d'actionnaire et l'indivision », *Rev. sociétés* 1999, p. 569. - Y. PACLOT, « Remarques sur le démembrement des droits sociaux », *JCP E* 1997, I, 674.

⁹⁴³ J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, « La loi applicable aux titres intermédiés: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 », préc., p. 8 à 11. - B. MOJUYÉ, « Les droits intermédiés en common law américain », *RD bancaire et fin.* 2010, p. 7, 8 et 9.

ceci se fait grâce à la compensation dite multilatérale dont on peut imaginer, lorsqu'elle intervient entre participants relevant d'ordres juridiques multiples, que la question du droit applicable aux garanties qui leur auront été données avant dénouement des opérations pourrait être fort important s'il arrivait qu'un participant ne puisse plus remplir ses obligations »⁹⁴⁴.

399. Difficultés de localisation des titres dans une chaîne de détention internationale. On peut lire dans les documents préparatoires de la directive 2009/44/CE : *« De nos jours, la grande majorité des titres sont inscrits en compte de titres tenu par des intermédiaires, sous forme électronique, plutôt que directement détenus sous forme physique par les investisseurs. Avec l'internationalisation croissante des marchés financiers, ces intermédiaires peuvent être situés dans différents Etats membres de sorte que deux ou trois régimes juridiques peuvent être impliqués, voire davantage en fonction de la longueur de la chaîne d'intermédiation. Les participants du marché ont donc besoin d'une règle claire et uniforme en matière de conflit de lois pour pouvoir déterminer avec certitude à l'avance quelle sera le droit (et donc le régime juridique pertinent) applicable à leurs titres, car c'est le droit applicable qui déterminera s'ils sont "propriétaires" de ces titres ou non (en cas de faillite d'un participant par exemple). La question ici est de savoir si l'actuelle règle de conflit de lois, fondée sur le lieu où est situé le compte, offre une certitude suffisante à cet égard »⁹⁴⁵. Une des solutions proposées passait par l'application d'une méthode dite de transparence ou « *look through* ». Selon cette approche, l'on peut remonter du droit de l'actionnaire final jusqu'à la société et identifier à chaque niveau les droits de l'actionnaire final. Mais « *cette conception n'a de sens que lorsque les titres sont détenus dans des comptes de titres non fongibles, c'est-à-dire lorsqu'ils obéissent à une "ségrégation" imposée à chaque niveau de détention, de telle sorte qu'elle permette une "traçabilité" des droits de chaque actionnaire jusqu'à la société. Or, cette structure de détention est très rare. Dans les situations habituelles, les titres sont contenus dans des**

⁹⁴⁴ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc., spéc. p. 55.

⁹⁴⁵ Document de travail des services de la Commission, *Résumé de l'analyse d'impact accompagnant la proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, en ce qui concerne les systèmes liés et les créances privées*, p. 3.

comptes généraux (omnibus accounts) existant à chaque niveau de la chaîne des intermédiaires et la question est alors de savoir à quel niveau situer les comptes pertinents dans lesquels la sûreté sera prise ou le transfert effectué. Comme il n'apparaît aucune inscription dans les autres niveaux que celui de l'intermédiaire avec qui l'actionnaire a un lien direct, l'inscription significative des droits de l'actionnaire paraît se trouver dans les livres de l'intermédiaire avec lequel l'actionnaire a un lien direct »⁹⁴⁶. En somme, il résulte de la mise en perspective des règles de conflit classiques avec la nature des titres, une impossibilité à déterminer, de manière définitive, le lieu de situation des instruments financiers inscrits en compte⁹⁴⁷. Ainsi que le souligne M. Vauplane, « *entre le droit de localisation des titres, le droit du débiteur, le droit de l'émetteur, le droit du système de règlement-livraison, voire même celui du dépositaire central de titres, l'amplitude des choix masquait une réelle insécurité juridique, et partant, un renchérissement du coût des garanties* »⁹⁴⁸, ce qui a mené à explorer des possibilités de rattachement nouvelles, spécifiques à la matière.

SECTION 2 : LA MISE EN PLACE DE RÈGLES DÉROGATOIRES SPÉCIFIQUES À LA MATIÈRE

400. **Une variante nouvelle de la *lex rei sitae* spécifique aux actifs détenus en compte.** La scripturalité des titres et l'impossibilité de déterminer leur localisation pour appliquer la *lex rei sitae* ont conduit à chercher à rattacher le siège du droit réel à des éléments autres que lieu effectif des titres. La première innovation dans l'approche suivie par les nouveaux textes réside dans le fait de ne pas rattacher l'analyse de la loi applicable à la dimension réelle des droits sur les titres. Une relocalisation fictive des actifs s'opère, elle vise à les situer non pas dans les comptes tenus par les émetteurs, mais dans ceux tenus par les différents intermédiaires. Ainsi, l'impossibilité de remonter la chaîne jusqu'à l'émetteur conduit à substituer le critère de l'intermédiaire ou du compte pertinent à celui de la réelle situation des actifs. S'en suivent deux questions cruciales pour que le critère soit efficace : faut-il s'attacher à la localisation

⁹⁴⁶ C. BERNASCONI, « La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », Document préliminaire n° 1 dans le cadre des travaux préparatoires de la Convention de La Haye, Conférence de La Haye de droit international privé, novembre 2000, p. 28.

⁹⁴⁷ P. LANGLET et P.-G. MARLY, « La localisation des instruments dématérialisés », préc.

⁹⁴⁸ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc.

du compte de l'intermédiaire ou à la localisation de l'intermédiaire lui-même ? Une fois ce premier critère défini, comment localiser l'intermédiaire ou le compte pertinent ?

401. Un choix entre la sécurité des parties et la sécurité des transactions. L'objectif de la règle de conflit dérogatoire est d'assurer la sécurité des transactions financières et la sécurité des parties. Une première difficulté consistait à déterminer l'objectif à privilégier. Doit-on s'attacher simplement à la sécurité du cocontractant, ou faut-il privilégier la sécurité du marché dans son ensemble ? La réponse à cette question détermine, parmi les nouvelles règles proposées, la règle de conflit à retenir. Il s'agit dès lors de choisir entre une règle qui prend pour pivot le compte pertinent et une règle qui s'appuie sur l'intermédiaire pertinent. Prenant pour argument l'insuffisance de la *lex rei sitae*, les travaux menés à la Conférence de La Haye de droit international, essentiellement sous l'impulsion de groupes de professionnels, ont mis l'accent sur un critère subjectif, faisant une place importante au choix des parties, et qui s'éloigne donc de la *lex rei sitae*. La convention qui a résulté des travaux de la 19^e Session de la Conférence de La Haye⁹⁴⁹ a posé une règle en deux temps. Dans un premier temps, il faudrait suivre la volonté des parties, à laquelle la convention reconnaît une place primordiale. A défaut de succès de ce critère, le rattachement réel n'est alors plus lié aux actifs eux-mêmes, il ne l'est pas non plus aux comptes tenus par les émetteurs, mais se fait désormais directement aux personnes désignées comme intermédiaires pertinents (§ 2). Les directives européennes, s'attachant à un critère objectif, préconisent une adaptation de la *lex rei sitae* qui s'appuie sur le compte pertinent (§ 1).

§ 1 L'approche européenne de l'application de la *lex rei sitae* à un compte pertinent

402. La matière a fait l'objet de règles spécifiques contenues dans trois directives différentes. Ces instruments adoptent un rattachement objectif, appelé « PRACA », acronyme pour *Place of Relevant Account Approach*, qui désigne ainsi l'approche qui s'appuie sur la localisation du compte pertinent (B). Le rattachement réel de la *lex rei sitae* n'est de fait pas abandonné (A).

⁹⁴⁹ La Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, conclue le 5 juillet 2006, disponible sur le site internet www.hcch.net

A. Le principe du rattachement de la règle de conflit européenne à la *lex rei sitae*

403. Les directives européennes maintiennent la règle de la *lex rei sitae* en tant que règle de référence pour les aspects patrimoniaux des titres inscrits en compte. Le principe d'application de la *lex rei sitae* au compte pertinent (1) s'appuie sur une règle de conflit adoptant un raisonnement en deux temps (2).

1. Le principe d'application de la *lex rei sitae* au compte pertinent

404. **Intérêt d'un critère objectif.** Si le droit international privé des Etats membres de l'Union européenne manque d'harmonie⁹⁵⁰, pour autant, la majorité des systèmes juridique nationaux adoptent la *lex rei sitae* comme règle de rattachement international en matière de sûretés réelles⁹⁵¹. En application de ce critère, le rattachement est construit sur un critère objectif du compte pertinent. La règle de conflit de lois vise ainsi à localiser le compte pertinent. Un tel critère a été considéré comme favorisant la sécurité des tiers et du marché⁹⁵². En effet, un argument majeur en faveur de la règle dite « PRACA » est qu'elle permet de faire coïncider la loi applicable aux aspects patrimoniaux des droits sur les titres, avec celle qui régit les rapports avec un teneur de compte, un dépositaire central ou l'opérateur du système de règlement-livraison⁹⁵³. De fait, la règle « PRACA » permettrait, dans un rapport juridique, d'éviter de démultiplier les lois qui ont titre à s'appliquer. Ce point a été fortement souligné par la Banque Centrale Européenne dans son avis relatif à la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus

⁹⁵⁰ R. DAMMANN, « Réflexions sur la réforme du droit des sûretés au regard du droit des procédures collectives : pour une attractivité retrouvée du gage », préc.

⁹⁵¹ V. *contra*, le Traité Benelux du 24 novembre 1961, dans son article 25, retenait l'application de la loi de la faillite aux privilèges portant sur des meubles, ne soumettant pas à la loi de situation que les privilèges sur les immeubles : F. SCHOCKWEILER, *Les conflits de lois et les conflits de juridictions en droit international privé luxembourgeois*, 2^e éd. mise à jour, P. Bauler, 1996, p. 140, n° 603-607.

⁹⁵² Th. CREMERS, « La localisation d'un compte d'instruments financiers », *Banque & Droit* mai-juin 2008, p. 11.

⁹⁵³ V. à ce sujet, R. GUYNN et N. MARCHAND, « *Transfer of pledge of securities held through depositories* », in *The law of cross-border securities transactions*, Hans Van Houtte (ed.), 1999, p. 56.

auprès d'un intermédiaire⁹⁵⁴. Pour atteindre l'objectif de sécurité juridique énoncé dans les différentes directives⁹⁵⁵, il convient de soumettre la constitution des garanties au droit du pays où le compte est situé. La Banque Centrale Européenne y voit un facteur de transparence et d'uniformité du risque que prend le teneur de compte dans l'exercice de son activité⁹⁵⁶, qui contribue à renforcer la sécurité juridique. Cela confirme la position de la directive assainissement, qui voit dans la soumission d'une acquisition à la loi de l'Etat sous l'autorité duquel le registre ou le compte est tenu un facteur de sauvegarde de la confiance du tiers acquéreur⁹⁵⁷. Par ailleurs, l'adoption du critère du compte pertinent permet d'avoir une logique unique qui préside à tous les actifs scripturaux, qu'il s'agisse d'espèces ou d'instruments financiers.

2. La règle de conflit « PRACA » dans les directives européennes

405. **Une règle générale.** A travers trois textes différents, le droit communautaire a consacré le recours à la règle de la *lex rei sitae* en matière d'actifs inscrits en compte, en indiquant que les titres étaient localisés au lieu de tenue d'un tel compte ou registre. On retrouve ainsi, et chronologiquement, la règle de la *lex rei sitae*, consacrée avec une légère nuance dans les textes de l'article 9(2) de la directive 98/26/CE, de l'article 24 de la directive 2001/24/CE et de l'article 9(1) de la directive 2002/47/CE.

406. **Les règles issues des directives.** L'article 9(2) de la directive 98/26/CE dispose : « *Lorsque des titres (y compris les droits sur des titres) sont constitués en*

⁹⁵⁴ La Banque Centrale Européenne estime qu'« *en vertu du régime communautaire actuel, le système juridique dont la loi régit un système de règlement-livraison ou un dépositaire central de titres coïncide avec celui dont la loi régit les aspects patrimoniaux des droits résultant des titres inscrits en comptes détenus auprès de ce système de règlement-livraison ou de ce dépositaire central de titres, garantissant ainsi sécurité juridique et transparence, et évitant le risque juridique* » : Avis de la Banque Centrale Européenne du 17 mars 2005, sollicité par le Conseil de l'Union européenne sur une proposition de décision du Conseil concernant la signature de la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (2005/C81/08) p. 4, al. 11.

⁹⁵⁵ Citons la Remarque de la Commission à ce sujet, qui met l'accent sur les conséquences de l'insécurité juridique: « *Without a clear conflict-of-laws rule, there is legal uncertainty and market participants will bear the costs. They will have to pay fees for obtaining legal opinions on transactions and security arrangements in the global financial markets, but in addressing the uncertainty (legal risk) they will also have to make appropriate regulatory capital provisions (as required under the Basel II/CRD framework) for their activities involve securities transactions. As a consequence, these costs will be reflected in the prices they charge to their clients* », *Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral Directive Impact Assessment*, préc., p. 24-25.

⁹⁵⁶ Th. CREMERS, préc., p. 14.

⁹⁵⁷ V. le Considérant (29) de la directive 2001/24/CE.

garantie au bénéfice de participants et/ou de banques centrales des Etats membres ou de la future Banque centrale européenne, comme il est indiqué au paragraphe 1, et que leur droit (ou celui de tout mandataire, agent ou tiers agissant pour leur compte) relatif aux titres est inscrit légalement dans un registre, un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé situé dans un Etat membre, la détermination des droits de ces entités en tant que titulaires de la garantie relative à ces titres est régie par la législation de cet Etat membre ». Le considérant (8) de la directive Collateral assigne à la directive un objectif similaire à celui de la convention de La Haye, du moins pour ce qui est des garanties, puisqu'il affirme que « *le lieu où est située une garantie constituée d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte et détenue via un ou plusieurs intermédiaires devrait être déterminé* ». La règle énoncée par ce considérant s'appuie donc sur la localisation du compte pertinent. Elle ne vise ni les titres en tant que tels ni l'intermédiaire pertinent : « *Si le preneur de garantie dispose d'un contrat de garantie valide et applicable selon le droit du pays dans lequel le compte pertinent est tenu, l'opposabilité à tout titre ou droit concurrent et l'applicabilité de la garantie devraient être régies uniquement par le droit dudit pays, ce qui permet d'éviter l'insécurité juridique qui pourrait résulter de l'intervention d'une autre législation non envisagée* »⁹⁵⁸. On a ainsi pu considérer que la directive Collateral constituait une deuxième génération de texte en matière de critère de rattachement⁹⁵⁹, puisqu'elle recherche directement à localiser le compte de titres et non les titres eux-mêmes tels que faisaient les deux directives précédentes, qui visaient les titres directement. En pratique, la nuance est cependant assez ténue entre les deux « générations » de textes. L'article 9 de la directive Collateral trace en effet de manière très solennelle le champ d'application de la règle ainsi énoncée en soumettant à la loi du pays où le compte pertinent est situé, et à elle seule (puisque tout renvoi est exclu), les questions suivantes :

a) la nature juridique et les effets patrimoniaux de la garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte ;

b) les exigences relatives à la mise au point d'un contrat de garantie financière concernant la garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte et la constitution d'une garantie sous forme d'instruments

⁹⁵⁸ Souligné par nos soins.

⁹⁵⁹ H. de VAUPLANE, préc., n° 19, p. 85.

financiers transmissibles par inscription en compte en vertu d'un tel contrat et, plus généralement, l'achèvement des formalités nécessaires pour rendre un tel contrat et une telle constitution opposables aux tiers ;

c) le fait de savoir si le droit de propriété ou un autre droit d'une personne à une telle garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte est primé par un droit de propriété ou un autre droit concurrent ou lui est subordonné ou si une acquisition de bonne foi a eu lieu ;

d) les formalités requises pour la réalisation de la garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte à la suite de la survenance d'un événement entraînant l'exécution.

Enfin, la directive 2001/24/CE prévoit une disposition qui va dans le même sens de l'application de la loi de l'Etat membre dans lequel est détenu ou régi le compte ou le registre où les titres sont inscrits. Ainsi, l'article 24 de cette directive dispose : « *L'exercice des droits de propriété sur des instruments ou d'autres droits sur de tels instruments dont l'existence ou le transfert suppose l'inscription dans un registre, dans un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé détenus ou situés dans un Etat membre est régi par la loi de l'Etat membre dans lequel est détenu ou situé le registre, le compte ou le système de dépôt centralisé dans lequel ces droits sont inscrits* ».

B. La localisation des titres dans un compte pertinent

407. La localisation des titres dans un compte pertinent est le fruit d'un raisonnement en deux temps qui conduit à déterminer le lieu où les actifs se trouvent (1). Cette règle trouve plusieurs applications parmi les garanties réelles financières (2).

1. Le raisonnement en deux temps de la règle de conflit

408. **L'intermédiaire pertinent teneur du compte.** La règle de conflit dite « PRACA », par son rattachement réaliste, reste donc rattachée au principe de la recherche du lieu où les actifs se trouvent pour y localiser les droits réels, elle suit en cela une approche similaire à celle de la règle de conflit classique. La nouveauté est à

chercher ailleurs, au niveau des actifs que l'on cherche à localiser. Or, la règle de la directive *Collateral* cherche à localiser, non pas les titres eux-mêmes, mais un des compte dans lequel ils sont inscrits, que l'on appellera le compte pertinent. Dans un premier temps, il s'agit ainsi d'identifier l'intermédiaire pertinent chez lequel le compte pertinent est localisé, pour ensuite appliquer la loi du pays où ce compte est estimé être tenu. L'article 2.1, h) de la directive *Collateral* précise que le compte pertinent est « *le registre ou le compte, qui peut être tenu par le preneur de la garantie, où sont portées les inscriptions par lesquelles les instruments financiers sont remis à titre de garantie au preneur* ». L'approche de la règle dite « PRACA » opère ainsi un dépeçage de la chaîne, pour s'intéresser dans chaque rapport juridique de la chaîne, à la localisation des titres dans un compte pertinent. Or, l'étape de localisation du compte auprès d'un intermédiaire est rendue nécessaire, même dans le cadre de la règle dite « PRACA », étant donné la nature des titres. En effet, la nature scripturale des titres fait que dans une chaîne de détention, le même titre se trouve représenté par autant d'inscriptions en compte qu'il n'y a d'intermédiaires⁹⁶⁰, eux-mêmes soumis à des lois souvent différentes. Mais il ne suffit pas de localiser le compte auprès d'un intermédiaire, encore faut-il pouvoir déterminer, auprès de cet intermédiaire, et eu égard aux différents aspects relatifs au rôle que joue cet intermédiaire, le lieu géographique où se trouve ce compte.

409. **Localisation du compte pertinent.** Il est convenu que le compte doit être localisé à travers la prestation de service de tenue de compte conservation. Or, la localisation du compte pertinent n'obéit pas nécessairement à des critères juridiques, réglementaires ou comptables⁹⁶¹, même si les documents préparatoires de la directive 2009/44/CE laissent penser que de tels critères seraient possibles⁹⁶². M. Cremers observe que la localisation du compte obéit à un faisceau d'indices constitué de six éléments, qui sont autant de critères économiques et factuels, étant entendu que l'application de ces critères n'est pas exclusive⁹⁶³.

⁹⁶⁰ Th. CREMERS, préc. p. 14.

⁹⁶¹ *Idem*, p. 15.

⁹⁶² *Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral Directive Impact Assessment*, préc., p. 29-30.

⁹⁶³ On y retrouve la localisation du compte dans le pays où est situé l'intermédiaire, société mère, filiale, succursale ou bureau de représentation, qui offre l'ensemble des aspects de la tenue de compte conservation ; la localisation du compte dans les bureaux de l'intermédiaire, teneur de compte, qui est

2. Les applications de la règle « PRACA » aux garanties réelles financières

410. La règle dite « PRACA » est commune à la majorité des garanties réelles financières. On la retrouve ainsi dans les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier (a), dans les garanties décrivant une technique de transfert de propriété (b), ainsi que dans les garanties sectorielles (c).

a) La règle de conflit applicable aux garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

411. **La référence au compte pertinent.** Par application des principes posés par la directive *Collateral*, l'ordonnance du 24 février 2005 a introduit un article L. 431-7-4 du Code monétaire et financier qui transpose en droit français la règle de conflit de loi contenue à l'article 9.1 de la directive *Collateral*. Ainsi, cet article, devenu l'article L. 211-39 suite à l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 dispose que « *les droits ou obligations du constituant, du bénéficiaire ou de tout tiers relatifs aux garanties mentionnées au I de l'article L. 211-38 portant sur des titres financiers sont déterminés par la loi de l'Etat où est situé le compte dans lequel ces titres sont remis ou constitués en garantie* ». Cet article pose une alternative entre la loi de l'Etat où est situé le compte sur lequel les instruments financiers sont remis et celui ou ces instruments financiers sont constitués en garantie.

b) La règle de conflit applicable aux transferts de propriété à titre de garantie

412. Si pour les dépôts de garantie de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, les règles de LCH.Clearent SA permettent d'établir un rattachement à la règle

l'interlocuteur quotidien du titulaire de compte ; la localisation dans le pays dont le teneur de compte applique la réglementation comptable en relation avec le compte ; la localisation dans le pays où le teneur de compte est localisé suivant les règles de droit des sociétés du pays concerné ; la localisation dans le pays dont le régulateur est compétent pour réguler l'activité du teneur de compte ; et finalement, la localisation dans le pays où est situé le dépositaire central d'instruments financiers, sous-conservateur direct du teneur de compte : Th. CREMERS, préc. p. 15-16.

de conflit dite « PRACA » (ii), en revanche, le raisonnement conflictuel est étranger aux opérations de pension livrée du fait même de la nature de ces dernières (i).

i) Les opérations de pension livrées

413. **Entre droit des contrats et droit réel.** L'opération de pension livrée s'analyse principalement en une opération de crédit⁹⁶⁴. Il est généralement admis que la pension livrée ne comporte pas d'éléments de droit réel qui permettent d'évoquer une attraction en faveur de la loi de situation des actifs concernés. En droit international privé, ce sont donc les principes généralement applicables en matière de contrats qui devraient trouver à s'appliquer. Cette position est confortée par le texte de la convention de La Haye. On retrouve, à l'article 2, 3) a) de la convention de La Haye une limitation du domaine qui confirme l'exclusion de toutes les questions relevant d'un crédit de titres, qui relèvent ainsi du domaine contractuel⁹⁶⁵. De fait, le choix de la loi applicable sera régi par les principes du Règlement Rome I sur la loi applicable aux obligations contractuelles. Suivant les dispositions de l'article 3 du Règlement Rome I, la loi applicable est celle désignée par les parties. Dans le cas – improbable dans ce domaine – où les parties n'auraient pas prévu de loi particulière pour régir les opérations, la règle de l'article 4 du Règlement Rome I (règle de droit commun des contrats) prévoit qu'il appartient à la loi de l'auteur de la prestation caractéristique de régir le rapport contractuel⁹⁶⁶. Eu égard au traitement contractuel de cette matière, nous pensons que la pension livrée ne présente pas d'intérêt particulier du fait de la non-pertinence de toute recherche de caractère dérogatoire dans une telle règle. La pension livrée obéit à sa logique propre, loin du fonctionnement des garanties. Il n'y a dès lors pas d'intérêt à étudier davantage cette question.

ii) Les couvertures sur les marchés réglementés

⁹⁶⁴ V. sur ce point, S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 173, p. 35.

⁹⁶⁵ Il est ainsi prévu dans ce texte, que la Convention de La Haye ne détermine pas la loi applicable « *aux droits et obligations résultant du crédit de titres à un compte de titres, dans la mesure où ces droits et obligations sont de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle* ».

⁹⁶⁶ De fait, il reviendrait ainsi à la loi du prêteur de s'appliquer.

414. La règle dite « PRACA » transposée par les règles de LCH.Clearnet SA. Le rappel de la règle « PRACA » est une constante dans les instructions de LCH.Clearnet SA. L’Instruction LCH.Clearnet SA, n° IV.4-1 du 24 juin 2009 sur le collatéral accepté au titre des exigences de couverture confirme l’appui sur la règle « PRACA ». Ainsi l’article 4 de cette Instruction dispose :

« Conformément à la Directive sur le Caractère Définitif du Règlement, la validité et l’opposabilité d’une garantie constituée sur des Valeurs Mobilières (i.e des droits sur ces Valeurs Mobilières) inscrites en compte, sont définies par la loi de l’état membre européen du registre où ces droits sur ces Valeurs Mobilières sont enregistrés.

Ainsi :

- *lorsque l’Adhérent Compensateur fournit son Collatéral à LCH.Clearnet SA, directement ou indirectement via un mandataire, en fournissant des Valeurs Mobilières sur un compte appartenant à LCH.Clearnet SA tenu en France ou au Portugal, la propriété du Collatéral est transférée à LCH.Clearnet SA au moment où le compte de LCH.Clearnet SA est crédité, conformément à :*

- *l’article L 440-7 du Code Monétaire et Financier français ;*

- *l’article 261 n°4 du Code des Valeurs Mobilières portugais*

- *lorsque l’Adhérent Compensateur fournit son Collatéral à LCH.Clearnet SA, directement ou indirectement via un mandataire, en livrant des Valeurs Mobilières sur un compte appartenant à LCH.Clearnet SA et tenu en Belgique chez Euroclear Bank conformément à l’article 12 de la loi belge du 15 décembre 2004 relative « aux sécurités financières et portant des dispositions fiscales diverses en matière de conventions constitutives de sûreté et de prêts portant sur des instruments financiers », la propriété de ce Collatéral fait l’objet d’un transfert fiduciaire au profit de LCH.Clearnet SA (transfert de propriété à titre de garantie) au moment où le compte de LCH.Clearnet SA est crédité »⁹⁶⁷.*

§ 2 L’approche de la convention de La Haye : le rejet de la *lex rei sitae*

415. Objectif et champ d’application de la convention de La Haye. La 19^e Session de la Conférence de La Haye de droit international privé a adopté, à

⁹⁶⁷ Souligné par nos soins.

l'unanimité, la Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Il s'agit de droit patrimonial sur les titres, dont le champ d'application tel que défini par l'article 2.1 de la Convention comprend la constitution de sûretés, y compris les transferts de propriété à titre de garantie. Le texte de la Convention, écrit par les principaux participants aux travaux de la Conférence de La Haye comme portant une approche pragmatique, a pour objectif d'assurer « *la sécurité juridique préalable et la prévisibilité au regard de la loi qui régit des questions d'une importance pratique cruciale pour la détention et le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire, tels que leurs effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers* »⁹⁶⁸.

416. **La règle de conflit dans le texte de la convention de La Haye.** Ce texte a connu une évolution importante entre la première mouture et le texte final du projet de convention⁹⁶⁹. Cette évolution est notamment topique pour ce qui est du point saillant de la convention que constitue le choix de la règle de rattachement. Ainsi, le projet présenté en février 2002 faisait de la règle « PRIMA »⁹⁷⁰ – acronyme anglais pour *Place of Relevant Intermediary Approach* –, désignait l'approche qui se fonde sur le lieu de situation de l'intermédiaire pertinent en tant que règle de rattachement principale, tout en laissant aux parties la possibilité de localiser un compte⁹⁷¹. Or, sous l'impulsion de groupes professionnels, la règle initialement proposée s'est dédoublée, pour faire de la volonté des parties le premier critère de rattachement. Un rattachement à la loi d'autonomie des parties est ainsi consacré, qui fait la part belle à la liberté contractuelle dans un domaine qui n'en connaissait pas. Seul un encadrement par un test de réalité est exigé (A). La règle de rattachement « PRIMA » n'intervient alors qu'en second lieu (B).

⁹⁶⁸ Ch. BERNASCONI et H. C. SIGMAN, « La convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (Convention de La Haye sur les titres) », *Euredia* 2005/3, p. 213, spéc. p. 215.

⁹⁶⁹ A propos de la terminologie qui se réfère au « projet de convention » au lieu de convention, nous renvoyons à la remarque de Mme Kessedjian et M. Germain, qui soulignent que « *le projet ne se transforme en convention qu'à la date de la première signature [...] la signature de l'acte final ne représente que la fin des négociations et l'adoption du projet de texte* », préc., p. 49.

⁹⁷⁰ Sur la règle PRIMA, V. Ch. BERNASCONI, « La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », préc.

⁹⁷¹ V. sur ce point, Th. CREMERS, préc., p. 13.

A. Le rattachement à la loi d'autonomie

417. Le passage à la loi d'autonomie ne s'est pas effectué sans difficultés lors des négociations du projet de convention de La Haye. Une opposition est née entre certains pays de tradition romano-germanique marquant leur préférence pour un rattachement plus réaliste – ou réel – à l'endroit où sont tenus les comptes, et les experts anglo-américains défendant une vision contractuelle de la question, et elle a abouti à une sorte de compromis. Le principe est que la loi d'autonomie est la règle (1), mais cette autonomie n'est pas absolue : elle est encadrée par des critères réels qui doivent être réunis pour rendre le choix valable (2).

1. Un rattachement de principe à la loi d'autonomie

418. **Le choix des parties.** Mme Kessedjian et M. Germain soulignent que « *le cœur de la Convention se trouve en son article 4* »⁹⁷². Cet article pose la règle selon laquelle le rattachement principal doit se faire à la loi choisie par les parties, et que ce choix doit être exprimé expressément. Ainsi, l'article 4.1 de la convention de La Haye dispose : « *La loi applicable [...] est la loi en vigueur de l'Etat convenue expressément dans la convention de compte comme régissant celle-ci ou, si la convention de compte désigne expressément une autre loi applicable à toutes ces questions, cette autre loi* »⁹⁷³. L'avantage de cette règle est de ne pas avoir à dissocier la loi du contrat et la loi du lieu de situation des biens, tel que le suggère le recours à *lex rei sitae*. Ainsi, la loi du contrat régirait tant les relations contractuelles entre les parties que les relations avec les tiers⁹⁷⁴, dans la limite bien évidemment du champ d'application tracé à l'article 2 de la convention. Mais la liberté de choix reconnue aux parties n'est pas absolue. Afin éviter tout excès dans le choix aussi bien qu'une tentation de *forum shopping*, la convention de La Haye a assorti la liberté de choix de certains garde-fous visant à assurer la réalité du rattachement et l'existence d'une réelle substance dans le *for* dont la loi est choisie. Un tel encadrement permet alors d'éviter les problèmes pouvant

⁹⁷² M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc., p. 63, n° 20.

⁹⁷³ Cette règle se rapproche considérablement de la règle de l'article 8-110 du Code de Commerce Uniforme des États-Unis (*Uniform Commercial Code*).

⁹⁷⁴ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc.

survenir de choix fantaisistes qui pourraient s'avérer inconsistants avec d'autres aspects du rapport réel.

2. Un encadrement par un test de réalité

419. **Le test de réalité.** Le test de réalité est relatif à la prestation de services de tenue de compte par ou pour l'intermédiaire pertinent. Le texte de l'article 4.1 précise que « *la loi désignée conformément à la présente disposition ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent a, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans cet Etat* », avant de préciser les traits qu'un établissement doit avoir. De ce texte, il résulte la nécessité de déterminer le niveau pertinent, et donc l'intermédiaire pertinent, qui va jouer le rôle en quelque sorte de « certificateur » de la volonté des parties. Pour les parties, la vérification de la compatibilité de leur choix avec le lieu de situation de l'établissement de cet intermédiaire peut alors avoir lieu.

420. **Les éléments permettant de définir un établissement au sens de la Convention.** L'article 4.1 conditionne donc le libre choix des parties, en imposant que la loi désignée présente un rattachement minimum aux actifs. On peut ainsi lire la disposition suivante à l'article 4.1 qui détaille les termes du test de réalité, que la loi désignée conformément à cette disposition ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent a, au moment de la conclusion de la convention, un établissement dans l'Etat dont la loi a été désignée par les parties, qui :

« a) soit seul, soit avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent, dans cet Etat ou dans un autre Etat :

i) effectue ou assure le suivi des inscriptions en comptes de titres ;

ii) gère les paiements ou les opérations sur titres relatifs à des titres détenus auprès de l'intermédiaire ; ou

iii) exerce autrement à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres ; ou

b) est identifié comme tenant des comptes de titres dans cet Etat au moyen d'un numéro de compte, d'un code bancaire ou d'un autre mode d'identification spécifique ».

L'effectivité de ce garde-fou a cependant fait l'objet de certaines critiques en doctrine. Mme Kessedjian et M. Germain font remarquer que la signification des différents tests de réalité est limitée en dehors du cas d'une externalisation partielle que l'intermédiaire pertinent peut réaliser⁹⁷⁵. Notons pour finir, que le test de réalité de l'article 4 est complété par une liste noire prévu au paragraphe 2 de ce même article, qui exclue certaines activités de la définition de tenue de compte⁹⁷⁶. La nécessité du recours à cette liste reste à prouver⁹⁷⁷.

B. La désignation de l'intermédiaire pertinent

421. La désignation de l'intermédiaire pertinent obéit à certains critères tracés par la Convention pour permettre la désignation et ensuite la localisation géographique de l'intermédiaire pertinent (1). Une telle recherche peut aboutir à un résultat différent de celui auquel conduirait l'application du critère du compte pertinent, ce qui conduit à certaines incompatibilités (2).

1. La recherche de la loi de l'intermédiaire pertinent

422. **La règle dite « PRIMA ».** La règle « PRIMA » est une règle de conflit de lois inspirée par les conceptions anglo-saxonnes. Plus particulièrement, il s'agit de la loi

⁹⁷⁵ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc., p. 68, n° 30.

⁹⁷⁶ « Pour les besoins du paragraphe (1)(a), un établissement n'exerce pas, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres :

a) au seul motif que les installations de traitement de données ou de comptabilité de comptes de titres y sont situées ;

b) au seul motif que des centres d'appel pour communiquer avec des titulaires de compte y sont situés ou exploités ;

c) au seul motif que le courrier relatif aux comptes de titres y est organisé ou que des dossiers ou des archives s'y trouvent ; ou que

d) lorsque cet établissement remplit exclusivement des fonctions de représentation ou administratives, autres que celles se rapportant à l'ouverture ou à la tenue de comptes de titres, et qu'il n'a pas le pouvoir de conclure une convention de compte ».

⁹⁷⁷ La délégation française a d'ailleurs observé à ce sujet : « Bien qu'il ne soit pas certain de l'utilité de maintenir une liste noire si la règle de conflit de lois est claire et précise, la délégation française estime qu'il est nécessaire de maintenir cette "liste noire" au moins à titre pédagogique tout en proposant dans un but de clarification, d'ajouter à la fin du chapeau de l'article le mot notamment » : Conférence de La Haye de droit international privé, *Tableau reflétant les observations reçues sur « L'avant-projet de convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire »* (doc. pré-l. n° 15) et sur les options a et b contenues à l'article 4(1) » (doc. pré-l. n° 16), 28 novembre 2002, p. 87.

appliquée par le Code de commerce uniforme des Etats-Unis en matière de titre immobilisés, suite à sa réforme en 1994⁹⁷⁸. L'article 4 de la convention de La Haye, en application du principe « PRIMA » attribue compétence à la loi du lieu de la situation de l'intermédiaire direct concerné par l'opération. Elle se distingue ainsi de la règle édictée par les directives européennes en ce qu'elle désigne l'intermédiaire comme point de rattachement et non le compte où les titres sont inscrits : « Les rédacteurs de la Convention ont préféré abandonner la recherche de la localisation du compte où sont inscrits les titres dématérialisés en raison de la difficulté à déterminer le lieu effectif du teneur de compte en cas de pluralité des inscriptions. [...] Cette méthode dite PRIMA ("Place of the Relevant Intermediary Approach") attribue compétence à la loi du lieu de la situation de l'intermédiaire direct concerné par l'opération plutôt qu'à la loi du lieu du compte où les titre sont inscrits »⁹⁷⁹.

423. **Avantages que présente l'adoption du critère « PRIMA ».** La simplification de la règle de conflit de lois pour les opérations portant sur des titres détenus indirectement est l'argument essentiel de la règle « PRIMA ». Elle permet de considérer uniquement le rapport immédiat entre un titulaire et son intermédiaire et permet ainsi d'éviter la pluralité des lois qui pourraient avoir titre à s'appliquer suivant la règle de la transparence, à un portefeuille de titres : « *L'approche de la transparence étant rarement possible et grosse de difficultés spécifiques, il a donc paru logique que la loi applicable soit la loi du lieu où l'élément constitutif du titre est détenu, c'est-à-dire la loi du lieu où les comptes sont tenus par l'intermédiaire direct, la loi PRIMA* »⁹⁸⁰. Elle permet ainsi de préserver une unité de la loi applicable aux transferts de propriété temporaires ou définitifs et aux sûretés. De fait, la validité et l'opposabilité des droits transférés sont soumises à la même loi, qu'il s'agisse de droits personnels ou de droits réels. Du point de vue théorique, par ailleurs, M. Vauplane observe que la convention de La Haye « *évite de prendre parti pour l'une ou l'autre des analyses concernant la nature des droits des clients inscrits en compte chez un intermédiaire* »⁹⁸¹. Dans sa portée, elle présente également « *l'intérêt d'éviter toute*

⁹⁷⁸ H. de VAUPLANE, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la convention de La Haye », préc., p. 475.

⁹⁷⁹ *Idem.*

⁹⁸⁰ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc., p. 55.

⁹⁸¹ H. de VAUPLANE et P. BLOCH, préc.

incertitude quant à la loi applicable aux effets des opérations réalisées par intermédiation sans avoir à se préoccuper de la qualification du contrat conclu avec un intermédiaire ni les analyses concernant les droits de son client sur les titres intermédiés »⁹⁸². En outre, cette règle permet également d'éviter de prendre partie dans le débat sur la localisation du compte pertinent. Dans certaines situations, une telle recherche peut s'avérer infructueuse du fait de la multiplicité des aspects de la prestation de service, rendant incertaine la référence à un compte en particulier⁹⁸³.

2. L'incompatibilité entre la règle « PRIMA » et la règle « PRACA »

424. La différence d'approche entre, d'une part, les règles mises en place par les directives européennes et, d'autre part, la règle dite « PRIMA » risque de conduire à des incohérences (a) entre les différents dispositifs si la convention de La Haye était signée dans l'état actuel des textes. De fait, des initiatives visent à adapter les textes européens afin de rendre les critères compatibles avec ceux de la convention de La Haye (b).

a) Risques d'incohérence entre la convention de La Haye et les règles actuelles

425. Si la loi de situation du compte pertinent que désignent les directives européennes peut dans certains cas coïncider avec la loi de l'intermédiaire pertinent prévue dans la règle de la Convention de La Haye, une telle coïncidence n'est pas absolue. Un nombre important de situations peuvent conduire à une divergence des résultats d'application des deux règles. Se pose alors la question des champs d'application de chacune des règles, notamment lorsque seraient amenées à cohabiter la règle « PRIMA » et les règles basées sur la localisation du compte pertinent telles qu'appliquées actuellement par les différents instruments communautaires. Or, la Commission européenne, pour l'instant prudente dans son étude d'impact sur la convention de La Haye, n'est pas moins acquise aux principes qu'elle veut promouvoir. La règle « PRIMA » serait donc l'avenir de la matière, à condition de modifier les

⁹⁸² H. de VAUPLANE et P. BLOCH, préc., p. 476.

⁹⁸³ V. Th. CREMERS, préc., p. 14.

instruments communautaires existants⁹⁸⁴. Les difficultés de localisation du compte ont conduit les travaux récents de la Commission européenne à s'orienter vers la règle « PRIMA » ce qui devrait conduire à voir modifiées les différentes directives comportant des règles de conflit fondées sur la recherche du lieu du compte pertinent. Cette étape est le préalable à la signature de la convention de La Haye par l'Union européenne.

426. Risque juridique né de l'incompatibilité de la règle de conflit européenne avec la règle de la convention de La Haye. La lettre de l'ISDA en réponse au questionnaire d'évaluation de la directive *Collateral* par la Commission Européenne en date du 3 avril 2006 souligne l'inadaptation du critère « PRACA »⁹⁸⁵. De fait, en l'état actuel des textes communautaires, la signature de la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire conduirait à voir s'appliquer, de manière concurrente, la règle dite « PRACA » et celle dite « PRIMA ». Or cette application concurrente peut conduire à des solutions contradictoires suivant la règle appliquée à chaque fois que le lieu de situation de l'intermédiaire pertinent au sens de la convention de La Haye ne coïnciderait pas avec le lieu de situation du compte pertinent. Or dans la pratique une telle dissension est loin d'être un cas d'école et une telle situation pourrait facilement se produire.

b) Travaux visant à modifier les instruments communautaires afin d'adopter la règle « PRIMA »

427. La règle « PRACA » dans les instruments communautaires. Comme indiqué, la règle dite « PRACA » est appliquée dans plus d'un instrument communautaire. Il en est ainsi de l'article 9.2, c) de la directive *Collateral* réserve à la

⁹⁸⁴ En réalité, la Commission européenne souligne trois options disponibles (ne pas signer la convention, signer en demandant la modification du rattachement PRIMA, signer en modifiant les rattachements PRACA issus des directives et actuellement en vigueur) tout en penchant pour une adaptation de la règle PRIMA car l'adoption de la convention de La Haye du 5 juillet 2006 participerait d'une meilleure sécurité juridique, puisqu'elle permettrait d'étendre le champ d'application des règles harmonisées au-delà de l'Union européenne : *Commission Staff Working Document, Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention*, SEC(2006)910, Bruxelles, 03.07.2006.

⁹⁸⁵ « Article 9 of the Directive sets out a conflict of laws rule for intermediated securities which is not consistent with the conflict of laws rule set out in the Hague Securities Convention.4 In particular, Article 9 of the Directive relies on assigning a location to a securities account, which is problematic in practice for a variety of reasons and therefore does not provide the long term legal certainty in relation to this issue which the market requires ».

loi de situation du compte pertinent de déterminer les rangs de priorité sur les actifs constitués en garantie. Il en est ainsi également de l'article 24 de la directive 2001/24/CE qui dispose : « *L'exercice des droits de propriété sur des instruments ou d'autres droits sur de tels instruments dont l'existence ou le transfert suppose l'inscription dans un registre, dans un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé détenus ou situés dans un Etat membre est régi par la loi de l'Etat membre dans lequel est détenu ou situé le registre, le compte ou le système de dépôt centralisé dans lequel ces droits sont inscrits* ».

428. Opposition entre les solutions prônées par les instruments communautaires et la solution que propose la convention de La Haye. « *La finalité de la règle sur les conflits de lois énoncée à l'article 9 de la DCGF est de déterminer quelle loi doit régir certains éléments patrimoniaux, dans le cas de titres détenus de manière indirecte et intégrant une composante étrangère – cette situation pouvant, à défaut, être source d'insécurité juridique. L'article 9 de la DCGF reflète la règle qui prévaut dans la Communauté en matière de conflits de lois – règle que l'on retrouve également à l'article 9, paragraphe 2, de la directive concernant le caractère définitif du règlement et à l'article 24 de la directive sur la liquidation des établissements de crédit et qui est fondée sur le principe du lieu où le compte de titres est détenu. Cette règle diffère de celle contenue dans la convention de La Haye sur les titres de 2002, qui laisse aux parties à une convention de compte une certaine liberté quant au choix de la loi devant régir les droits de propriété sur les titres. Ces deux règles sont incompatibles, et si la Communauté devait décider d'adopter la convention de La Haye, il faudrait modifier les trois directives susmentionnées en conséquence* »⁹⁸⁶.

429. Nécessité de clarifier les critères selon lesquels le compte pertinent est établi. Comparant les méthodes suivies d'un côté par les directives européennes, et, de l'autre par la convention de La Haye, la Commission précise : « *Ils ont néanmoins ceci de commun qu'ils visent tous deux à garantir la sécurité juridique quant à la loi applicable aux titres détenus de manière indirecte. Pour sa part, la Commission estime que le niveau de sécurité juridique qui est fourni au niveau tant international qu'europpéen n'est actuellement pas suffisant. Par conséquent, même si le Conseil*

⁹⁸⁶ Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil, COM (2006) 833 final, *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, p. 12.

décidait de ne pas adopter la convention de La Haye, il n'en faudrait pas moins modifier l'article 9 de la DCGF (ainsi que l'article 9 de la directive concernant le caractère définitif du règlement et l'article 24 de la directive sur la liquidation des établissements de crédit) en spécifiant les critères exacts selon lesquels le lieu du compte pertinent doit être établi, afin d'améliorer la situation dans la Communauté. L'exemple des deux Etats membres (la France et le Portugal) qui ont élaboré de tels critères montre que différentes interprétations sont effectivement possibles »⁹⁸⁷. Le point d'achoppement est le choix du lieu du compte. Mais l'incertitude née de cette situation dessert les objectifs mêmes des législateurs en la matière (la sécurité juridique et la prévisibilité), qu'ils soient nationaux ou européens.

430. **Les propositions de modification des directives européennes.** Dans les conclusions du rapport d'évaluation de la directive 2002/47, la Commission souligne « il conviendrait de modifier l'article 9 de la directive (ainsi que l'article 9, paragraphe 2, de la directive concernant le caractère définitif du règlement et l'article 24 de la directive sur la liquidation des établissements de crédit), soit à la suite d'une décision du Conseil de signer la convention de La Haye, soit (dans le cas contraire) afin de préciser les critères exacts selon lesquels le lieu du compte pertinent doit être établi »⁹⁸⁸. Même si pour certains auteurs, la différence paraît ténue entre la règle qui rattache la loi applicable au lieu de l'intermédiaire pertinent et celle qui rattache la loi applicable au lieu du compte pertinent, au point parfois de s'estomper⁹⁸⁹, il reste que ces deux règles sont bien distinctes, et leurs résultats peuvent aboutir à des solutions très divergentes. La Commission souligne bien cette divergence, elle suggère que l'adoption de la convention de La Haye permettrait de surmonter les difficultés que la localisation du compte peut soulever, et d'améliorer ainsi la sécurité juridique pour les opérations sur titres détenus auprès d'un intermédiaire⁹⁹⁰.

⁹⁸⁷ *Ibid.*

⁹⁸⁸ *Idem*, p. 13.

⁹⁸⁹ Il en est ainsi de Mme Kessedjian et M. Germain qui considèrent que « la directive 98/26/CE se réfère implicitement dans son article 9-2 à l'idée de PRIMA: selon ce texte, la loi applicable à la garantie sur titres est la loi du lieu où est situé le compte dans lequel sont inscrits les titres donnés en garantie », préc., p. 65, note n° 25.

⁹⁹⁰ *Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral Directive Impact Assessment*, préc., p. 29-30.

§ 3 Les règles dérogatoires dans le contexte d'une faillite internationale

431. Les règles dérogatoires spécifiques au contexte d'une faillite internationale ne visent pas directement les garanties réelles financières, mais concernent principalement la compensation. Or, comme nous avons pu le voir au chapitre précédent, la compensation est un élément essentiel dans l'efficacité des garanties réelles financières. A ce titre, les mesures dérogatoires visant les mécanismes de compensation bénéficient aux garanties réelles financières.

432. **Les règles dérogatoires garantissant l'efficacité de la compensation dans le contexte d'une faillite internationale.** Au niveau international, dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité, la politique menée dans des *fors* différents peut générer des risques importants pour la sécurité des transactions et des parties. Ces risques sont dus notamment à la teneur de l'exception apportée au principe de traitement *pari passu* des obligations, ce qui peut être plus ou moins mal reçu, selon la politique des procédures collectives établie dans le *for* concerné⁹⁹¹. Le droit communautaire s'est montré soucieux de garantir l'efficacité du mécanisme de compensation dans un tel contexte. Les textes communautaires posent comme principe en matière d'insolvabilité internationale la compétence de la loi de l'entité qui fait l'objet de la procédure collective. Ainsi, on retrouve, d'une part, le principe général dans le Règlement (CE) n° 1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité, qui énonce à l'article 4 que « *sauf disposition contraire du présent règlement, la loi applicable à la procédure d'insolvabilité et à ses effets est celle de l'Etat membre sur le territoire duquel la procédure est ouverte* ». Et lorsque l'entité en question est un établissement de crédit, la directive 2001/24/CE du Parlement Européen et du Conseil du 4 avril 2001 trouve à s'appliquer. Elle énonce en son article 10 que la loi applicable est celle de l'Etat d'origine de l'établissement. Le législateur communautaire, conscient de la place importante des compensations dans les opérations financières dans le marché intérieur, et qui dépassent souvent le cadre d'un Etat membre, a prévu des règles dérogatoires qui s'appuient sur une règle de conflit en deux temps. Cette règle dérogatoire a pour objectif de garantir l'efficacité des mécanismes de compensation lorsque la loi de la

⁹⁹¹ « *There are over 300 jurisdictions in the world and most of them differ in their approach to security interest* », Ph. WOOD, préc.

faillite normalement compétente pour régir la compensation ne donne pas effet à la compensation de la manière souhaitée. Dans une telle hypothèse, et pour contourner l'obstruction au fonctionnement de la compensation, le législateur européen autorise la loi désignée par le contrat à s'appliquer afin de donner un plein effet au mécanisme conventionnel de compensation⁹⁹².

433. **Les règles de conflit garantissant le jeu de la compensation.** La consolidation du système d'immunité des transactions financières est également réalisée par le biais du renforcement de techniques telles que la compensation en prévoyant des règles de conflits propres à garantir leur fonctionnement. La disposition dérogatoire au régime général applicable aux compensations est prévue à l'article 6 du Règlement 1346/2000. Ce texte dispose : « 1. *L'ouverture de la procédure d'insolvabilité n'affecte pas le droit d'un créancier d'invoquer la compensation de sa créance avec la créance du débiteur, lorsque cette compensation est permise par la loi applicable à la créance du débiteur insolvable. 2. Le paragraphe 1 ne fait pas obstacle aux actions en nullité, en annulation ou en inopposabilité visées à l'article 4, paragraphe 2, point m)* ». Pour les établissements de crédit communautaires, la directive 2001/24/CE dans son article 23 prévoit une disposition équivalente à celle de l'article 6 du Règlement 1346/2000 : « 1. *La mise en œuvre de mesures d'assainissement ou l'ouverture d'une procédure de liquidation n'affecte pas le droit d'un créancier d'invoquer la compensation de sa créance avec la créance de l'établissement de crédit, lorsque cette compensation est permise par la loi applicable à la créance de l'établissement de crédit. 2. Le paragraphe 1 ne fait pas obstacle aux actions en nullité, en annulation ou en inopposabilité visées à l'article 10, paragraphe 2, point l)* ».

434. **Les dérogations prévues à l'article L. 613-31-5 du Code monétaire et financier.** Pour les procédures collectives ouvertes à l'encontre d'établissements de crédit français, l'article L. 613-31-5 du Code monétaire et financier permet, par dérogation à l'application de la lex concursus, de régir les convention de compensation par la seule loi du contrat : « *Par dérogation aux dispositions de l'article L. 613-31-3,*

⁹⁹² V. à ce sujet, A. CAILLEMER DU FERRAGE, « *Close-out netting & faillites internationales* », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 99 ; S. DESENNE-DJOUÏ, « *L'efficacité de la compensation en matière financière* », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 113.

les effets d'une mesure d'assainissement ou d'une procédure de liquidation définies à l'article L. 613-31-2 sur les contrats, droits et instances énumérés ci-après sont déterminés par les règles suivantes : [...] 4° Les conventions de compensation, celles portant cession temporaire d'instruments financiers et celles régissant les transactions effectuées dans le cadre d'un marché réglementé demeurent exclusivement régies par la loi applicable à ces conventions ; 5° Les droits sur des instruments financiers supposant l'inscription dans un registre, sur un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé détenus ou situés dans un Etat membre sont exclusivement régis par la loi de cet Etat membre ». En pratique, cette disposition a pour conséquence, dans le cadre d'une procédure collective frappant un établissement de crédit français, de mettre la compensation qui opère en vertu d'une convention-cadre régie par un droit étranger (telle que la convention-cadre ISDA souvent régie par le droit de l'Etat de New York ou par le droit anglais) à l'abri de l'application des dispositions françaises sur la faillite⁹⁹³. Il convient alors d'apprécier l'efficacité de ce dispositif.

SECTION 3 : L'INSUFFISANCE DES RÈGLES SPÉCIFIQUES

435. **Risque juridique et insuffisance des règles.** La convention de La Haye, aussi bien que les règles posées par les directives européennes, permettent de conférer une meilleure prévisibilité et améliorent de fait la sécurité des parties et des transactions. Cependant, ces initiatives, pour innovantes qu'elles soient, ne permettent pas de lever tous les doutes qui peuvent entourer la question de la loi applicable. Ainsi, la réduction du risque juridique qui en résulte n'est que partielle, elle est, tout d'abord, insuffisante, du fait de l'impossibilité pour les règles énoncées par ces instruments, soit pour des raisons intrinsèques soit du fait de situations de concours, à franchir les limites posées par des règles impératives ou d'ordre public (§ 2). Or, la problématique de la sécurité juridique que nous avons examinée précédemment à propos du régime juridique en droit international privé des garanties sur titres détenus indirectement est certes propre à cette catégorie d'actifs, cependant, les autres types d'actifs financiers

⁹⁹³ *International Swaps and Derivatives Association, Lettre à MM. Guillaume Tabourin et Philippe Troussard, Secrétaire Général de la Commission Bancaire, relative aux modalités de calcul du ratio international de solvabilité*, Paris, 17 février 2006, p. 2. Disponible sur le site internet de l'ISDA, www.isda.org

peuvent connaître des difficultés d'ordre similaire, tant pour leur constitution que pour leur opposabilité et leurs effets. Or, il n'existe pas de règles spécifiques pour les actifs autres que les titres détenus indirectement. De fait, les problématiques que de tels actifs soulèvent, n'ont pas, à ce jour, fait l'objet d'initiatives d'harmonisation ou même de règles de conflits claires. Ainsi, le champ d'application des règles dérogatoires spécifiques semble être insuffisant (§ 1).

§ 1 Le champ d'application insuffisant des règles spécifiques

436. Si l'articulation des règles communautaires en matière de conflit de lois relatifs aux titres indirectement détenus avec la règle énoncée par la Convention de La Haye paraît incertaine, le schéma s'assombrit davantage lorsque l'on constate qu'une partie importante des actifs éligibles au titre des garanties financières n'est régie par aucune règle spécifique de conflit de lois. Il n'est dès lors d'autres solutions que de revenir au droit commun afin d'y puiser la règle de conflit applicable. Cette difficulté n'est pas propre à un instrument, et on la rencontre à des degrés certes différents, tant dans les directives européennes (A) que dans la Convention de La Haye (B).

A. Les limites du champ d'application des règles de conflit issues des directives européennes

437. Le champ du droit dérogatoire dépasse aujourd'hui le simple droit des titres, et l'octroi de garanties sur les autres types d'actifs financiers peut également présenter un risque juridique quand elle implique des facteurs d'extranéité. Mais les nouvelles règles de droit international privé ont du mal à s'étendre au-delà des actifs inscrits en compte (1), laissant ainsi une partie importante des garanties sur actifs financiers sans règle spécifique. Pour celles-ci, il est donc nécessaire de procéder à une interprétation des principes généraux (2).

1. L'incertitude pour les actifs financiers autres que les titres inscrits en compte auprès d'un intermédiaire

438. **Le cas spécifique des garanties sur créances.** Pour tous les actifs qui ne rentrent pas dans le champ d'application du droit spécial mis en place par les directives européennes, ou, de manière prospective, dans la Convention de La Haye, le droit commun devrait trouver à s'appliquer. Il en sera ainsi des espèces, effets et contrats, ainsi que pour les instruments financiers et autres titres non éligible à la Convention de La Haye. Pour toutes ces catégories d'actifs, il faudra localiser au cas par cas, par application de la *lex rei sitae*, en tant que règle de droit commun comme nous l'avons vu au début de ce chapitre. Le droit communautaire pose, de son côté, un principe en matière d'insolvabilité, selon lequel, pour que les lois d'un Etat membre trouvent à s'appliquer aux effets ou à l'opposabilité d'une garantie⁹⁹⁴, il faut que cette garantie puisse être localisée dans cet Etat. Mais cet article reste silencieux sur les biens spécifiques que sont les parts sociales, actions et autres instruments financiers non inscrits en compte⁹⁹⁵.

439. **Intérêt d'un registre pour les créances.** Le droit commun s'illustre surtout par son incapacité à donner des réponses claires, fiables et définitives à des questions vitales de lois applicables à certains aspects des garanties. Il en est ainsi en matière de cession de créances et de nantissement de créances, où l'on connaît des débats interminables qui continuent à générer des discussions doctrinales fort intéressantes mais qui laissent les praticiens face à une insécurité dans un domaine qui n'en tolère normalement pas. Or, les créances font désormais expressément partie des actifs éligibles au titre des garanties du Code monétaire et financier, notamment dites « garanties financières ». Le Règlement (CE) n° 1346/2000 du 29 mai 2000, relatif aux procédures d'insolvabilité localise les créances au lieu du centre des intérêts principaux du débiteur. Ainsi, l'article 2 (g) définit l' « *Etat membre dans lequel se trouve un bien* », pour ce qui est des créances, comme étant « *l'Etat membre sur le territoire duquel se trouve le centre des intérêts principaux du tiers débiteur, tel qu'il est*

⁹⁹⁴ L'article 2 (g) du Règlement CE n° 1346-2000, du 29 mai 2000 pose les règles suivantes pour la localisation des biens :

« - pour les biens corporels, l'Etat membre sur le territoire duquel le bien est situé ;
- pour les biens ou les droits que le propriétaire ou le titulaire doit faire inscrire dans un registre public, l'Etat membre sous l'autorité duquel ce registre est tenu ;
- pour les créances, l'Etat membre sur le territoire duquel se trouve le centre des intérêts principaux du tiers débiteur, tel qu'il est déterminé à l'article 3 § 1 ».

⁹⁹⁵ R. DAMMANN, « Le droit européen des faillites : source d'incertitudes et d'opportunités pour les banques », *Banque & Droit* mai-juin 2005, p. 40.

déterminé à l'article C, paragraphe 1 ». L'une des conséquences de cette localisation est le titre de la loi du lieu du centre des intérêts principaux du débiteur à s'appliquer pour régir certains aspects relatifs à la créance. Par ailleurs, l'article 5 du Règlement (CE) n° 1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000 prévoit que la loi de la faillite principale ne pourra pas affecter les droits réels des créanciers ou des tiers sur des biens de toute nature appartenant au débiteur et se trouvant au moment de l'ouverture de la procédure sur le territoire d'un autre Etat membre.

« Pour la localisation de créances, l'art. 2 lit g) se réfère à l'Etat membre sur le territoire duquel se trouve le centre des intérêts principaux du tiers débiteur, tel qu'il est déterminé à l'article 3 (1).

Il existe cependant une règle générale pour localiser les biens et les droits que le propriétaire ou le titulaire doit faire inscrire dans un registre public en faveur de l'Etat membre sous l'autorité duquel ce registre est tenu. Dans la mesure où, en règle générale, la loi applicable à la constitution et à la réalisation des sûretés est la loi de l'Etat de la situation du bien (lex rei sitae), les règles relatives à la localisation des biens déterminent la loi applicable. Par conséquent, les Etats membres qui organisent un registre centralisé pour publier l'ensemble des sûretés mobilières, comme c'est le cas en Angleterre, disposent d'un avantage concurrentiel important sur les autres Etats ayant un système plus rudimentaire.

Un exemple pratique illustre la problématique. Le nantissement d'une créance d'une société française sur un débiteur anglais en faveur d'une banque française se trouve localisé en Angleterre. La banque a donc intérêt à soumettre le nantissement au droit anglais. La situation change radicalement en faveur du droit français si le nantissement doit faire l'objet d'une publicité obligatoire en France. Par conséquent, l'absence de registre en matière de nantissement de créances désavantage le droit français et nuit à la sécurité juridique sur la localisation du nantissement. Un deuxième exemple illustre ce propos. Le nantissement de compte d'instruments financiers peut porter sur les valeurs mobilières dématérialisées émises par des sociétés étrangères. C'est l'inscription en compte qui permet la localisation des titres en France »⁹⁹⁶.

L'exemple donné par M. Dammann souligne la faille dans la prévisibilité dont souffre le dispositif en matière de garantie sur créances. La modification du dispositif

⁹⁹⁶ R. DAMMANN, « La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée », préc.

de l'article 12 de la Convention de Rome par le Règlement Rome I n'a pas non plus permis de lever l'incertitude qui entoure les cessions de créances internationales⁹⁹⁷.

440. **Les actifs inscrits dans un registre.** L'article 2 (g) définit l'« *Etat membre dans lequel se trouve un bien* », pour ce qui est des biens et des droits que le propriétaire ou le titulaire doit faire inscrire dans un registre public, comme étant l'Etat membre sous l'autorité duquel ce registre est tenu. Cette règle est en harmonie avec la règle de l'article 24 de la directive 2001/24/CE qui dispose : « *L'exercice des droits de propriété sur des instruments ou d'autres droits sur de tels instruments dont l'existence ou le transfert suppose l'inscription dans un registre, dans un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé détenus ou situés dans un Etat membre est régi par la loi de l'Etat membre dans lequel est détenu ou situé le registre, le compte ou le système de dépôt centralisé dans lequel ces droits sont inscrits* ». Se pose alors la question de savoir si pour un nantissement de créances constitué sous le régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, et qui fait l'objet d'une publication dans un registre, le nantissement se trouvera localisé dans l'Etat membre où est situé le registre (ou plus exactement, dans l'Etat membre sous l'autorité duquel ce registre est tenu) ? De plus, la créance qui fait l'objet du nantissement peut elle-même être localisée dans l'Etat membre du centre des intérêts principaux du débiteur.

441. **Limites *ratione materiae* de la règle prévue par le Code monétaire et financier.** La règle introduite par l'ordonnance du 24 février 2005 à l'article L. 431-7-4 du Code monétaire et financier et qui se réfère à la loi de l'Etat de situation du compte pertinent, pour satisfaisante qu'elle soit au niveau des instruments financiers inscrits en compte, reste néanmoins limitée quant à son champ d'application. En effet, pour tous les actifs financiers, y compris les instruments financiers non inscrits en compte qui ne rentrent pas dans son champ d'application *ratione materiae*, la règle n'est d'aucun secours.

⁹⁹⁷ La question de l'opposabilité du nantissement ou de la cession de créance aux tiers reste délicate. Dans le cadre du paiement des créances affectées en garantie, le conflit entre un preneur de garantie et un créancier tiers qui saisit la créance sera soumise à la loi que le tribunal saisi voudrait lui appliquer. Il y a de fortes chances à ce que la loi du lieu de localisation du débiteur soit compétente en considérant que la créance y est localisée en l'absence de registre qui fournirait un critère de rattachement neutre et prévisible, mais l'argument n'est pas définitif.

2. *L'interprétation des principes généraux en l'absence de règles de conflit spécifiques*

442. **Application du principe général de la *lex rei sitae* à défaut de règle spécifique.** En l'absence de règles spécifiques, il faut se reporter aux principes généraux que rappelle le considérant (8) de la directive *Collateral* pour trouver des éléments de réponse. Ce considérant souligne la place prédominante de la règle de la *lex rei sitae*, puisqu'il énonce, ainsi qu'on l'a déjà souligné au paragraphe précédent, le principe directeur de la recherche de la loi applicable aux garanties financières: « *La règle de la lex rei sitae, selon laquelle la validité et donc l'opposabilité aux tiers de la garantie financière s'apprécient selon la loi du pays où la garantie financière est située, est actuellement acceptée par tous les Etats membres. Sans préjudice de l'application de la présente directive aux titres directement détenus, le lieu où est située une garantie constituée d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte et détenue via un ou plusieurs intermédiaires devrait être déterminé. Si le preneur de garantie dispose d'un contrat de garantie valide et applicable selon le droit du pays dans lequel le compte pertinent est tenu, l'opposabilité à tout titre ou droit concurrent et l'applicabilité de la garantie devraient être régies uniquement par le droit dudit pays, ce qui permet d'éviter l'insécurité juridique qui pourrait résulter de l'intervention d'une autre législation non envisagée* ».

Il en résulte tout d'abord que l'application de la règle de la *lex rei sitae* semble être pour le législateur communautaire un postulat de départ. Ainsi, quelle que soit la nature des actifs objets de la garantie financière, il n'est pas contestable que la règle qui régira la recherche de la loi qui les gouverne est la règle de la *lex rei sitae*. Ainsi, la validité et l'opposabilité aux tiers des garanties s'apprécient selon la loi du pays où les actifs financiers sont situés. Ensuite, ce considérant ne dit rien à propos des espèces, bien qu'elles soient comprises dans le champ *ratione materiae* de la directive *Collateral*. En outre, il serait utile de s'interroger sur la portée de la référence faite par ce considérant aux titres directement détenus lorsqu'il énonce, « *sans préjudice de l'application de la présente directive aux titres directement détenus* », avant d'énoncer qu'il faut déterminer le lieu de situation de la garantie portant sur des instruments indirectement détenus. Cela semble dire, en creux, que le lieu de situation de la garantie sur des titres directement détenus obéit notamment à la règle de la *lex rei sitae*, mais qu'il n'a pas

besoin d'être recherché davantage, et que la directive s'occupera du cas, plus complexe, des titres détenus indirectement pour apprécier la façon la plus appropriée de leur appliquer la règle de la *lex rei sitae*. Il faut alors revenir à la règle de l'application de la loi de l'Etat membre sous l'autorité duquel le registre est tenu, énoncée ci-haut.

443. **La règle posée par le Règlement CE n° 1346-2000, du 29 mai 2000.** Rappelons par ailleurs, une autre règle qui pourrait trouver à s'appliquer dans des hypothèses d'insolvabilité, et à défaut pourrait, du moins, inspirer la solution à retenir. Il s'agit d'un principe du droit communautaire selon lequel, pour que les lois d'un Etat membre trouvent à s'appliquer aux effets ou à l'opposabilité d'une garantie, celle-ci doit pouvoir être localisée dans cet Etat. Cette règle rejoint celle posée au considérant (8) de la directive *Collateral*, mais la règle énoncée par le Règlement reste silencieuse sur un certain nombre d'actifs qui nous intéressent dont les instruments financiers⁹⁹⁸.

B. Les limites du champ d'application de la règle de conflit contenue dans la convention de La Haye

444. De par leur champ d'application, les règles de conflit posées par la convention de La Haye ne couvrent pas l'ensemble des questions que peuvent poser les transferts de propriété ou les garanties portant sur des titres. Selon l'article 2-1 de la convention de La Haye, la convention « *détermine la loi applicable aux questions suivantes concernant des titres détenus auprès d'un intermédiaire* ». Il y a donc dans cette disposition une restriction importante au champ d'application de l'article 1, a). Deux conditions peuvent être dégagées de cette disposition pour l'éligibilité au titre de la convention de La Haye : il faut qu'il s'agisse de titres au sens de la Convention, et ces titres doivent être détenus auprès d'un intermédiaire. De fait, les limites visent ainsi, d'une part, le champ d'application *ratione materiae* (1) et, d'autre part, le champ d'application *ratione personae* (2).

⁹⁹⁸ R. DAMMANN, « Le droit européen des faillites : source d'incertitudes et d'opportunités pour les banques », préc.

1. Les limites visant le champ d'application ratione materiae

445. **Les titres détenus sous forme nominative.** L'article 1 a) de la convention de La Haye définit assez largement la notion de titres. On y retrouve les actions, les obligations ou autres instruments financiers ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres. Mais la convention de la Haye ne s'applique qu'aux titres détenus indirectement auprès d'un intermédiaire dans des comptes de titres. Par « compte de titres », la convention désigne un compte tenu par un intermédiaire sur lequel des titres peuvent être crédités ou duquel des titres peuvent être débités⁹⁹⁹. Mme Kessedjian et M. Germain observent à ce titre que « *le concept de compte est un instrument abstrait qui recouvre aussi bien le système de la dématérialisation totale du droit français que le système de détention indirecte, conservant les titres-papier, que connaissent la plupart des pays* »¹⁰⁰⁰. De fait, le champ d'application de la convention de La Haye se trouve sensiblement réduit. Les espèces ainsi que les titres non admissibles en compte en sont exclus, ce qui a pour conséquence d'exclure les titres et instruments financiers pour lesquels le droit français ne prévoit pas de procédé d'inscription en compte, tels que les contrats à termes, les futurs, options, *swaps*, etc. M. Vauplane observe à propos du champ d'application de la convention de La Haye que la convention n'a vocation à s'appliquer « *qu'aux titres détenus indirectement, elle ne concerne pas, par définition, les titres détenus sous forme nominative qui constituent la plus grande masse des titres en circulation dans le monde. Si en France les titres au porteur représentent le plus grand nombre de titres cotés, dans un grand nombre de pays, les titres nominatifs constituent la plus grande part des titres cotés. Dès lors, la convention de La Haye n'apporte pour ces titres aucune réponse aux problèmes liés à la circulation internationale de titres* »¹⁰⁰¹.

446. **Limites relatives aux droits patrimoniaux couverts.** En raison du champ d'application qu'elle établit à l'article 2.1, la Convention de La Haye s'applique, notamment, aux questions relatives à la nature juridique et aux effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers des droits résultant du crédit de titres à un compte de titres, à

⁹⁹⁹ Article 1, b) de la Convention de La Haye.

¹⁰⁰⁰ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc., p. 59.

¹⁰⁰¹ H. de VAUPLANE et P. BLOCH, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la convention de La Haye », préc., p. 495.

la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers d'un transfert de titres, aux conditions d'opposabilité d'un transfert de titres, ainsi qu'aux conditions de réalisation d'un droit sur les titres. De fait, certains aspects des garanties portant sur les titres se trouvent couverts par ces règles. Mais le champ d'application de la convention de La Haye ne couvre pas la loi applicable au contrat conclu entre le constituant d'une garantie et son bénéficiaire¹⁰⁰². La conséquence en est un bémol supplémentaire à la sécurité juridique, notamment lorsque des lois différentes trouvent ainsi à s'appliquer, d'une part, au rapport contractuel entre le constituant et le bénéficiaire de la garantie, et, d'autre part, les autres aspects patrimoniaux des droits sur les titres détenus auprès de l'intermédiaire.

2. Les limites visant le champ d'application ratione personae

447. Une seconde restriction résultant de la définition même de l'intermédiaire, telle que fournie par l'article 1, c)¹⁰⁰³ viendrait compléter le schéma. Elle y rajoute que la détention par l'intermédiaire devrait s'effectuer dans un compte de titres. Cette restriction a pour conséquence importante d'exclure du champ d'application de la convention tous les actifs – y compris les titres – qui ne donnent pas lieu à une détention dans un compte. Ainsi, de ces textes, se dégage un champ d'application de la convention de la Haye somme toute restreint, qui confirme l'idée que les règles de la convention de La Haye sont taillées à la stricte mesure des instruments détenus en compte auprès d'un intermédiaire. Or, ce confinement de la règle de conflit pose la question de la méthode à appliquer à tous les actifs qui échappent au champ d'application des nouvelles règles.

§ 2 Les limites à l'efficacité des règles spécifiques

448. Au sein du champ d'application que nous venons d'examiner, les règles spécifiques peuvent s'avérer inefficaces dans certaines situations. Rappelons que le

¹⁰⁰² H. de VAUPLANE et P. BLOCH, préc., p. 475.

¹⁰⁰³ Selon l'article 1, c), « "intermédiaire" désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou tant pour autrui que pour compte propre, et agit en cette qualité ».

recours aux règles de conflit se fait à défaut de pouvoir harmoniser le droit matériel. La question posée aux règles de conflit de lois est toujours la même : quelle loi appliquer à une situation, un rapport donné ? Les règles de conflit doivent pouvoir donner des réponses claires à cette question, à défaut de quoi elles sont inefficaces et ne répondent pas au besoin de sécurité juridique pour lequel elles ont été mises en place. Or, les règles nouvelles de conflit de lois établies par les différentes directives européennes (A) ainsi que par la convention de La Haye (B), portent en elles des limites intrinsèques à leur efficacité.

A. Les limites de la règle dite « PRACA »

449. **Exemple d'insuffisance de la règle dite « PRACA ».** Le droit issu de la directive *Collateral* a été transposé dans tous les Etats membres et y connaît aujourd'hui un succès non négligeable. Toutefois, certaines difficultés, relatives notamment à la règle de conflit contenue dans la directive *Collateral*, persistent et sont observées dans l'ensemble des pays de l'Union ainsi que le démontre l'évaluation de la directive réalisée en 2006¹⁰⁰⁴. Les incertitudes que laisse planer la règle de conflit dite « PRACA » ont d'ailleurs été désignées comme responsables de certaines réticences des acteurs des places européennes à recourir aux contrats de garantie financière. En particulier, les parties à des opérations transnationales ont pu manifester leurs réserves¹⁰⁰⁵. L'une des difficultés peut être illustrée par l'exemple d'une sûreté prise sur des instruments détenus auprès d'un dépositaire. Ce dépositaire installé dans un pays A peut détenir les instruments financiers affectés en garantie, dans un registre, un compte ou un système informatique, qui soit localisé dans un pays B. Dans une telle hypothèse, la règle « PRACA » peut s'avérer insuffisante pour éliminer le risque qui peut naître du fait que, si le pays A ne connaît pas de restrictions quant aux parties à un contrat de

¹⁰⁰⁴ *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, disponible sur le portail de la Commission européenne : <http://ec.europa.eu>.

¹⁰⁰⁵ *Ibid.*

V. également, sur ce phénomène observé par ailleurs concernant la transposition de la directive *Collateral* au Royaume-Uni, « *there are some limited circumstances where the Regulations [il s'agit là de la loi de transposition de la directive *Collateral* au Royaume-Uni] are proving useful – but these tend to be where the collateral is cash in a transaction which has little or no international element* » : A. FAWCETT, « *The financial Collateral Directive : An Examination of Some Practical Problems Following its Implementation in the UK* », *JIBLR* 2005, numéro 6, p. 299.

garantie sur instruments financiers bénéficiant du régime dérogatoire issu de la directive *Collateral*, le pays B peut poser des règles différentes. La règle de conflit de cet Etat peut alors conduire à l'applicabilité de la loi du pays B, conduisant sur le fond à censurer le contrat lui-même, ou, du moins à le requalifier, de sorte à ce qu'il relève alors de simple garantie de droit commun. Ce risque peut être une surprise pour le créancier lors de la réalisation. En effet, la nullité ou la requalification peuvent être soulevées par le constituant¹⁰⁰⁶. Par la règle « PRACA », la difficulté est donc simplement déplacée, elle se situe alors au niveau de la détermination du lieu où se trouvent les comptes dans lesquels les actifs financiers sont détenus en suivant la *lex rei sitae*, et en posant que la loi du compte pertinent devra gouverner les questions patrimoniales liées aux titres¹⁰⁰⁷. Toute difficulté n'est pas levée, et la localisation des titres reste à effectuer, afin de déterminer lequel des comptes, dans la chaîne de détention, pourrait être considéré comme étant le compte pertinent, et ensuite de le localiser.

450. **Difficultés dans la localisation du compte.** La diversité des aspects de la prestation de service effectuée par le teneur de compte est un facteur de complication de la recherche de la localisation du compte. Or, les activités qui composent la prestation fournie par le teneur de compte peuvent être effectuées depuis des pays différents¹⁰⁰⁸, et la localisation de l'intermédiaire dans un pays déterminé n'induit pas application de la loi de ce pays au compte pertinent tenu auprès de cet intermédiaire, étant donné que l'activité de tenue de compte peut être conduite dans un lieu distinct. Les documents de travail de la Conférence de La Haye de droit international soulignent d'ailleurs ces difficultés. Pour des raisons de divergences de traitement et de cadre réglementaire entre les différents pays, les critères de rattachement fiscaux ou comptables ne peuvent pas non plus être retenus¹⁰⁰⁹. Ainsi a-t-on pu justifier le recours

¹⁰⁰⁶ V. pour une description d'une problématique identique sous le droit anglais, A. FAWCETT, préc., p. 295.

¹⁰⁰⁷ La définition du champ de ces questions patrimoniales reste néanmoins ambiguë et sujette à interprétation dans les droits issus des directives européennes, contrairement à la Convention de La Haye qui établit à l'article 2.1.

¹⁰⁰⁸ Ces activités comprennent, notamment, l'ensemble des éléments que l'article 4 de la Convention de La Haye, vise dans son paragraphe 1, tels que l'inscription en tant que telle, le paiement et les opérations sur titres, les moyens techniques de la tenue du compte, etc.

¹⁰⁰⁹ V. R. GOODE, H. KANDA, K. KREUZER et Ch. BERNASCONI, *Convention de La Haye sur les titres – Rapport explicatif*, Martinus Nijhoff Publishers, 2005, p. 83. R. GOODE, « *Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws* », Oxford Colloquium 1998, Special supplement to the *Journal of*

à des règles comme celle que propose la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire, comme étant de nature à éviter ce genre de divergences, en rattachant les questions relatives aux titres détenus dans un registre à une loi autre que celle de leur localisation. Ainsi, la coupure avec la *lex rei sitae* n'était plus, dans une démarche inédite, la règle de détermination de la loi applicable d'une catégorie du droit des biens.

451. **Les limites posées par les instruments communautaires.** L'article 8 de la directive *Collateral*, intitulé « *inapplication de certaines dispositions en matière d'insolvabilité* », pose des règles matérielles de protection des garanties financières (telles que définies dans la directive) et qui ont pour conséquence d'écarter certains effets de la loi de la faillite afin de préserver l'efficacité des garanties. On y retrouve, notamment, les règles de protection des garanties constituées avant la date d'ouverture de la procédure d'insolvabilité, ou des garanties constituées même postérieurement si le bénéficiaire prouve qu'il ignorait l'ouverture de la procédure ou qu'il ne pouvait raisonnablement le savoir. L'article 9.2, c) de la directive *Collateral* réserve à la loi de situation du compte pertinent de déterminer les rangs de priorité sur les actifs constitués en garantie, puisqu'il lui revient de se prononcer sur « *le fait de savoir si le droit de propriété ou un autre droit d'une personne à une telle garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte est primé par un droit de propriété ou un autre droit concurrent ou lui est subordonné ou si une acquisition de bonne foi a eu lieu* ». En outre, il convient de mentionner l'article 5 du Règlement (CE) n° 1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000¹⁰¹⁰ selon lequel la loi de la faillite principale ne pourra pas affecter les droits réels des créanciers ou des tiers sur des biens de toute nature appartenant au débiteur et se trouvant au moment de l'ouverture de la procédure sur le territoire d'un autre Etat membre¹⁰¹¹.

International Banking and Financial law, p. 22. - V. également, Ch. BERNASCONI et H. SIGMAN, « *The Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (Hague Securities Convention)* », *Rev. dr. unif.* (revue belge), 2005-1/2, p. 117 ; H. de VAUPLANE et P. BLOCH, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye », préc.

¹⁰¹⁰ JOCE L 160, 30 juin 2000, p. 1 ; D. 2000, Lég. p. 374, mod. par le règlement (CE) n° 603/2005 du 12 avril 2005, JOCE L 100, 20 avril 2005, p. 1.

¹⁰¹¹ V. L.-C. HENRY et G. JAZOTTES, « Les biens dispersés sur le territoire de plusieurs Etats », *Revue proc. coll.* 2011, dossier 12, spéc. n° 35.

452. **Les applications du droit français introduites par l'ordonnance du 24 février 2005.** L'immunité des garanties de l'article L. 211-38 et L. 141-4 vis-à-vis des procédures collectives ouvertes dans d'autres pays est assurée par le biais des dispositions suivantes : l'article L. 211-40 qui prévoit que « *les dispositions du livre VI du code de commerce, ou celles régissant toutes les procédures judiciaires ou amiables équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers, ne font pas obstacle à l'application de la présente section* », et le deuxième alinéa de l'article L. 141-4 du même code qui dispose : « *L'opposabilité aux tiers et la mise en œuvre des droits des banques centrales nationales membres du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne sur les instruments financiers, effets, créances ou sommes d'argent nantis, cédés en propriété ou autrement constitués en garantie à leur profit ne sont pas affectées par l'ouverture des procédures prévues au livre VI du code de commerce ou toute procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ni par aucune procédure civile d'exécution prise sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, ni par l'exercice d'un droit d'opposition* ».

B. Les limites des règles de conflit posées par la convention de La Haye

453. Les limites intrinsèques à l'efficacité des règles de conflit posées par la convention de La Haye se manifestent d'une part dans les situations de transfert impliquant plusieurs intermédiaires (1), et, d'autre part, dans les situations de concours (2).

1. Faiblesse de la règle « PRIMA » en présence de transferts impliquant plusieurs intermédiaires

454. **Implication de plusieurs intermédiaires pertinents dans un même rapport.** On rencontrera par exemple plusieurs intermédiaires pertinents s'agissant d'un même rapport « *notamment lorsque le cédant ou le constituant d'une sûreté n'a pas le même intermédiaire pertinent que l'acquéreur ou le bénéficiaire de la sûreté. Cette situation révèle les faiblesses de PRIMA.* »¹⁰¹². Pour résoudre la difficulté liée à

¹⁰¹² H. de VAUPLANE et P. BLOCH, préc.

l'intervention de deux ou plusieurs intermédiaires, les rédacteurs ont adopté une approche particulière consistant à envisager chaque niveau (« *stage by stage* ») de relation contractuelle lorsqu'il existe une chaîne d'intermédiaires mais avec une règle de conflit commune.

455. Absence d'une règle de reconnaissance des garanties constituées sous un droit étranger. La directive *Collateral*, malgré la règle de droit international privé qu'elle préconise, n'a pas réussi à mettre en place un mécanisme de reconnaissance des garanties financières de droits étrangers. Ce point reste une des principales faiblesses du régime mis en place par la directive. Cela s'avère d'autant plus handicapant que la directive s'était donné pour objectif d'améliorer la sécurité juridique des transactions qui s'appuient sur des garanties financières. Or, il est fréquent que les garanties financières soient mises en place dans un contexte international, impliquant souvent plusieurs facteurs d'extranéité. L'absence de reconnaissance des garanties financières étrangères s'avère dès lors un obstacle au bon fonctionnement de la garantie. Cela est encore plus problématique du fait de l'absence d'harmonisation entre les Etats membres. En effet, la directive n'ayant introduit qu'un cadre minimum, elle laisse une place à des transpositions parfois divergentes des règles qu'elle édicte.

2. L'insuffisance de la convention de La Haye face aux situations de concours

456. Les failles dans le système qui s'appuie sur la recherche l'intermédiaire pertinent. Quel que soit le génie déployé pour mettre en place des règles claires et prévisibles, et à supposer que cela ait été le cas pour la règle de conflit de lois prônée par la convention de La Haye et qui a adopté le critère dit « PRIMA », les situations de concours avec la loi de la faillite restent difficiles à éviter. Il en va sans doute à ce niveau de règles d'ordres public ou en tout cas de règles impératives. La convention a elle-même d'ailleurs constaté ses limites dans ce sens, en traçant la frontière du champ d'application de la règle « PRIMA » en fonction de la *lex concursus*. La convention n'est pas destinée à empiéter sur les règles de procédure et de fond en cas de procédure collective. Même si ses dispositions sont sans incidence sur le rang de priorité des sûretés, elles peuvent interférer avec leur mise en œuvre et leur réalisation en cas

d'annulation en période suspecte ou de suspension des poursuites. Les dispositions de la Convention se rapprochent de celles retenues par le Règlement européen relatif aux procédures d'insolvabilité (art. 5 § 1 et 5 § 4)¹⁰¹³.

457. Principe général d'application de la lex concursus. Selon l'article 4 § 1 du Règlement 1346/2000, « *Sauf disposition contraire du présent règlement, la loi applicable à la procédure d'insolvabilité et à ses effets est celle de l'Etat membre sur le territoire duquel la procédure est ouverte, ci-après dénommé "Etat d'ouverture"* ».

458. Préservation du champ d'application de la Convention dans une situation d'insolvabilité. L'article 8 de la convention de La Haye intitulé « *insolvabilité* » envisage l'hypothèse de concours de la loi applicable désignée selon le procédé « *PRIMA* » avec la loi d'ouverture de la procédure d'insolvabilité¹⁰¹⁴. Cet article pose deux règles. En son paragraphe premier, il fait prévaloir la loi désignée par la règle conformément à la convention, c'est-à-dire les aspects patrimoniaux des droits sur les titres, conformément à l'article 2.1 de la convention de La Haye, sur la loi de la faillite pour les questions qui relèvent expressément du champ d'application de la Convention. En effet, ce paragraphe indique que nonobstant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, la loi applicable désignée par la règle « *PRIMA* » régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) en rapport avec tout événement intervenu avant l'ouverture de cette procédure¹⁰¹⁵. Dans les paragraphes qui suivent, l'article 8 de la convention de La Haye limite l'étendue de l'application de la convention, en

¹⁰¹³ *Ibid.*

¹⁰¹⁴ Nous adoptons ainsi la terminologie employée par la Convention de La Haye, nonobstant toute réserve relative à sa pertinence du point de vue de la terminologie juridique française (une « procédure d'insolvabilité » n'ayant en droit français pas de signification particulière, il faudrait assimiler une telle référence à une référence aux procédures collectives).

¹⁰¹⁵ L'article 2.1 régit en effet les points suivants :

« a) *la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers des droits résultant du crédit de titres à un compte de titres ;*
b) *la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;*
c) *les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire ;*
d) *si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne ;*
e) *les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne autre que le titulaire de compte qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire à l'encontre du titulaire de compte ou d'une autre personne ;*
f) *les éventuelles conditions de réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ;*
g) *si le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux dividendes, revenus, ou autres distributions, ou aux remboursements, produits de cession ou tous autres produits ».*

excluant tout effet de la convention sur les règles relatives aux rangs des créances ou à la nullité d'un transfert effectué en violation des règles sur la période suspecte au mépris des droits des créanciers, ainsi qu'aux règles relatives à l'exercice des droits à compter de l'ouverture de la procédure d'insolvabilité.

459. **Limitations des exceptions à la règle de la convention de La Haye.** Par ailleurs, l'article 11.3 de la convention de La Haye, intitulé « *ordre public et lois de police* » pose les limites à la loi choisie par la méthode « PRIMA », en faveur des règles impératives et d'ordre public du for. Il dispose ainsi que : « 1. *L'application de la loi déterminée en vertu de la présente Convention ne peut être écartée que si elle conduit à un résultat manifestement contraire à l'ordre public du for.* 2. *La présente Convention ne porte pas atteinte aux dispositions de la loi du for dont l'application s'impose même aux situations internationales, quelle que soit la loi désignée par les règles de conflit de lois.* 3. *Les dispositions de la loi du for imposant des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant aux priorités entre droits concurrents ne peuvent être appliquées en vertu du présent article, sauf si la loi du for est la loi applicable en vertu de la présente Convention* ». Le principe est donc que la loi déterminée en vertu de la Convention ne doit pas être écartée. Il en résulte que la loi de la procédure reste largement applicable, ce qui pourrait paraître assez regrettable au regard des objectifs de la convention, puisqu'un tel résultat porte nécessairement un coup à l'objectif de prévisibilité et de sécurité juridique que la convention de La Haye s'est assigné. Ceci est d'autant plus regrettable que les instruments communautaires avaient procédé différemment en réduisant autant que possible le champ de l'incertitude qui pourrait résulter de l'intervention d'une loi qui n'a pas été prévue ou du moins prévisible pour les parties dans leur rapport, telle que la loi de la faillite.

460. **Conclusion du chapitre : une règle de conflit orientée.** En somme, et contrairement à la méthode savignienne, en matière de droits patrimoniaux sur actifs financiers, notamment les titres détenus indirectement auprès d'un intermédiaire, la règle de conflit ne peut pas être neutre. Cela est d'autant plus vrai en matière de droit du crédit, des sûretés et des marchés financiers, où le recours à la technique du dérogatoire est un lieu commun. Cette règle est dérogatoire et elle est orientée. La finalité des garanties réelles financières le commande ; il en va de leur efficacité.

L'importance des discussions autour de ce point lors des travaux préparatoires de la directive *Collateral*, dans son évaluation ainsi que dans les travaux ayant conduit à la directive 2009/44/CE, témoignent du rôle crucial qui est attaché à la règle de conflit dans la sécurisation des garanties réelles financières¹⁰¹⁶.

461. **Un champ d'application limité.** Le champ d'application est tout d'abord limité pour ce qui est des actifs admissibles. Les règles dérogatoires en droit international privé sont actuellement circonscrites aux titres détenus par un intermédiaire. En particulier, la convention de La Haye traite du droit des titres détenus par un intermédiaire. Elle couvre les aspects patrimoniaux des droits sur de tels titres, au nombre desquels se trouvent certains aspects liés aux garanties. Par ailleurs, le champ d'application des nouvelles règles relatives à la loi applicable ne couvre pas toutes les garanties réelles financières. Il est en effet difficile de justifier que les garanties de l'article L. 141-4 ne puissent bénéficier des mêmes règles que celles dont bénéficient les garanties de l'article L. 211-38. De même on peut se demander si le champ de la règle posée par LCH.Cleernet pour les marchés réglementés coïncide avec celui de l'article L. 211-39. En sommes, les règles de conflit dérogatoires sont une innovation majeure, mais elles demandent d'être précisées dans leurs teneurs et étendues et dans leurs champs d'applications.

¹⁰¹⁶ V. à cet effet *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 5, disponible sur le portail de la Commission européenne : <http://ec.europa.eu>. Directive 2009/44/CE du 6 mai 2009. V. également sur le même point, le commentaire du M. Vauplane : H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., n° 19, p. 84.

CONCLUSION DU TITRE

462. **Le dispositif dérogatoire nécessaire à la sécurité des marchés.** Le droit dérogatoire se décline ainsi en matière de garanties réelles financières en une branche interne consistant dans une immunité de ces garanties face aux procédures collectives, et, une branche internationale, qui a vu consacrer des règles de droit spécial, taillées sur mesure. C'est là la force du droit des marchés financiers qui s'affirme en différentes branches. En matière de garanties réelles financières comme dans d'autres matières du droit financier¹⁰¹⁷, des bulles spéciales permettent d'échapper à des règles d'ordre public. La crise récente a par ailleurs souligné les limites du dispositif dérogatoire. La technique de résiliation-compensation que l'on peut considérer comme le régime le plus dérogatoire bénéficie du plus grand nombre de faveurs afin de pouvoir fonctionner avec une sécurité maximale. Et pourtant, en pratique, ce régime a été mis à mal dans le contexte de la crise¹⁰¹⁸. Pour autant, la prise de garanties réelles financières combinée avec la technique de la résiliation-compensation reste essentielle pour la sécurité des marchés, et notamment pour ce qui est de la prévention contre le risque systémique¹⁰¹⁹.

463. **La problématique générale de l'opposition entre la logique des sûretés et celle des procédures collectives.** Les logiques des procédures de redressement et de sauvegarde commanderaient que le débiteur puisse récupérer les actifs nécessaires à la poursuite de l'activité. Le principe est posé à l'article L. 620-1 du Code de commerce, le sauvetage de l'entreprise l'emporte sur la protection des intérêts des créanciers. Cet article hiérarchise les objectifs : le sauvetage de l'entreprise l'emporte sur la protection des intérêts des créanciers et de fait l'égalité des créanciers est mise au service de ces objectifs¹⁰²⁰.

¹⁰¹⁷ Il convient à ce titre d'admettre que le recours à la technique du dérogatoire est une illustration de plus de l'autonomie de la matière du droit financier. V. P. LE CANNU, « Le droit financier existe-t-il ? », *PA* 2004, n° 83, p. 4.

¹⁰¹⁸ V. sur ces points, l'étude de M. H. EKUE, « Lehman Brothers : contrepartie dans des opérations sur produits dérivés », préc.

¹⁰¹⁹ « *Netting and collateralisation are keys to maintaining the stability of the international markets and preventing cascading insolvencies in jurisdictions around the world resulting from the failure of a major participant in the international markets* » : Dr. T. J. WERLEN et S. M. FLANAGAN, « *The 2002 Model Netting Act : A Solution for Insolvency Uncertainty* », préc.

¹⁰²⁰ M. POLLAUD-DULIAN, « Le principe d'égalité dans les procédures collectives », *JCP* 1998, I 138.

La problématique que soulève l'inégalité de traitement des créanciers, du fait du droit issu de la directive *Collateral* n'est pas étrangère à celle que posent les sûretés réelles de manière générale dans leur confrontation avec les procédures collectives. Les garanties réelles financières, à l'instar des autres sûretés, ont leur part dans la confrontation que M. Aynès a décrite comme « *l'éternel combat du glaive et de la cuirasse* »¹⁰²¹. Rappelons à cet égard les conclusions du rapport français aux journées portugaises de l'association Henri Capitant : « *La politique des sûretés réelles est une politique de classement. A la différence d'une sûreté personnelle, une sûreté réelle rompt l'égalité entre les créanciers : elle est une cause de préférence d'un créancier sur les autres ; elle s'obtient non contre le débiteur mais contre les concurrents* »¹⁰²². La question appelle une réponse commune de la part des Etats membres. La même problématique se pose dans les différents Etats membres avec plus ou moins d'acuité, selon l'ampleur du droit dérogatoire consacré. L'interconnexion des marchés et la similitude des problématiques posées dans les différents ordres juridiques plaident en faveur de l'internationalisation des solutions. L'examen du bilan de la directive *Collateral* préparé par la Commission européenne témoigne de la similitude dans les problématiques auxquelles sont confrontés les différents Etats membres. Dans sa réponse au questionnaire de la Commission européenne sur le bilan d'application de la directive *Collateral*¹⁰²³, la Suède s'est interrogée sur les raisons qui justifieraient que le secteur financier puisse bénéficier d'un traitement plus favorable que d'autres (automobile, transport, grande distribution, etc.) en cas de faillite du constituant.

¹⁰²¹ L. AYNES, « Un droit en pleine évolution », in Dossier « Droit des sûretés : analyse d'un renouveau », *Droit et patrimoine* juill.-août 2002, p. 44.

¹⁰²² M. GRIMALDI, « Rapport Français », Journée portugaises, *Actualité du droit des sûretés*, organisées par l'Association Henri Capitant, Tome XLVII, LGDJ, 1996, p. 111.

¹⁰²³ Disponible sur : http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/collateral/index_fr.htm

CONCLUSION DE LA II^E PARTIE

464. **La souplesse et la sécurité : des traits communs aux garanties réelles financières.** A travers la souplesse et l'efficacité de leurs régimes, les garanties réelles financières se distinguent des autres catégories de garanties réelles. Nous avons vu que dans les différentes phases de la vie de la sûreté financière, celle-ci jouissait d'un régime flexible qui permet d'en tirer le meilleur parti. Mais si la souplesse est un tronc commun pour toutes les garanties sur actifs financiers, elle ne peut plus aujourd'hui être considérée comme une caractéristique spécifique à ce type de garanties. Le nantissement de compte-titres présente des avantages similaires¹⁰²⁴. Les sûretés de droit commun, après la réforme du 23 mars 2006, peuvent offrir une sécurité identique. De fait, seul le caractère dérogatoire des mesures qui visent à renforcer la sécurité qu'elles offrent à leurs bénéficiaires distingue les garanties réelles financières tant des garanties réelles de droit commun que des autres garanties sur actifs financiers. De fait, les garanties réelles financières se définissent ainsi autour du droit dérogatoire dont elles sont dotées. En matière interne comme en matière de droit international privé, la réflexion s'engage d'un même point, celui du constat d'inadaptation de la règle de droit générale et l'insatisfaction qui ressort de l'application de cette règle. Les deux voies convergent dans le sens d'une même conclusion qui est l'adoption de règles dérogatoires spécifiques.

465. **Inutilité de certains textes.** A l'issue de l'examen des différents régimes juridiques des garanties réelles financières, se dégage un caractère fédérateur pour l'ensemble des garanties réelles financières : le caractère dérogatoire de leurs régimes. A présent il importe de voir si, autour de cet élément fédérateur des garanties réelles financières, il est possible de dégager une sous-catégorie du droit des sûretés réelles composée par l'ensemble des bulles de droit dérogatoire.

¹⁰²⁴ Il faut cependant souligner à cet effet que les garanties de l'article L. 211-38 présentent une spécificité dans la souplesse du régime qu'elles autorisent, qu'illustre le droit d'utilisation prévu au paragraphe III de cet article.

III^E PARTIE

LE REGROUPEMENT DES GARANTIES REELLES FINANCIERES

466. **Une catégorie.** Catégorie, du latin *categoria*, désigne selon le Vocabulaire juridique¹⁰²⁵ « dans un ensemble (une classification), un groupe distinctif d'éléments présentant des caractères semblables ; classe division, ex. dans l'ensemble des biens, la catégorie des meubles et celle des immeubles ». Pour M. Bergel, les catégories juridiques « sont comparables aux types biologiques qui reposent aussi sur des ressemblances et des dissemblances par rapport à "des ensembles organisés de traits complémentaires articulés entre eux" »¹⁰²⁶. Il n'existe pas de règle qui fournisse la conjonction d'éléments, la formule, ou l'alchimie nécessaire pour consacrer une construction quelconque en tant que « catégorie ». Ceci est vrai pour le droit des sûretés réelles comme pour d'autres branches du droit. Démontrer l'existence d'une catégorie sous-jacente à un ensemble de techniques revient dès lors à débusquer les traits communs entre ces différentes techniques. Et, si les différentes techniques que nous avons identifiées comme étant des garanties réelles financières présentent, au sein du droit des sûretés réelles des caractères semblables sur le plan de leurs régimes juridiques respectifs, il pourrait dès lors être autorisé de tenter une approche commune, afin de dégager les fondements d'une telle catégorie de garanties réelles financières. A travers une approche commune, pourraient être décelés les traits d'une unité sous-jacente à la catégorie (titre I).

467. **Une catégorie à réorganiser.** Une unité au milieu du désordre. Un jardin à l'anglaise pour rappeler l'image employée par M. Daigre pour décrire le droit financier¹⁰²⁷. Dans un tel paysage, la démonstration de l'existence d'une catégorie ne va pas sans poser un certain nombre de difficultés. La principale d'entre elles réside dans le fait de devoir dégager des traits communs à partir d'un ensemble désordonné de techniques juridiques, que le législateur a malheureusement maintenues dans une mosaïque disparate, ou, selon la formule de M. Mouly, un « *patchwork de garanties* »¹⁰²⁸. M. Legeais soulignait déjà, au sujet de la loi de modernisation des

¹⁰²⁵ G. CORNU (ss dir.), *Vocabulaire juridique*, préc., p. 137.

¹⁰²⁶ L'auteur cite à cet effet M. V. VILLA, *La science du droit*, trad. franç. par O. et P. NERHOT, Story Scientia/LGDJ, 1990, not. p. 50 et s., 79 et s., et 185 et s. : J.-L. BERGEL, *Méthodologie juridique*, PUF, 2001, p. 141.

¹⁰²⁷ Le Professeur Daigre observe que le droit boursier « ne ressemble pas à un jardin à la française, avec de grandes allées et de vastes perspectives, il y a beaucoup de fourrées », J.-J. DAIGRE, « L'action de concert, actualité récente », *Rev. droit bancaire et de la bourse*, 1999, p. 200.

¹⁰²⁸ Cette expression serait plus appropriée pour traduire le désordre dans ce domaine, comparée à celle de « mosaïque de dispositions », terme du reste à connotation artistique – mais est-ce vraiment d'un art quelconque que relève ce désordre ? On est loin des réjouissances de la découverte de l'art dans le

activités financières, le désordre régnant dans l'ensemble disparate des garanties qui y sont réglementées, en dénonçant l'absence de construction d'ensemble du droit des garanties qui prennent pour assiette les instruments financiers¹⁰²⁹. Rappelons que cette situation de désordre des sûretés sur actifs financiers, et leur manque de modernité, n'était pas propre au droit français mais qu'elle était largement partagée dans d'autres pays voisins et de même culture juridique¹⁰³⁰, y compris dans les pays ayant adopté le Code Napoléon¹⁰³¹. Il en est ainsi de la Belgique et du Luxembourg, héritiers d'un droit des sûretés construit autour du Code Napoléon, et tout aussi vieillissant que le droit français. Cependant, ces deux systèmes ont su voir dans l'avènement de la directive 2002/47/CE une occasion de mettre de l'ordre et de la prévisibilité dans un domaine sensible et très convoité. Ainsi, et contrairement au droit français, les législateurs respectifs de ces deux pays ont saisi l'opportunité offerte par la transposition de la directive 2002/47/CE pour réorganiser cette matière, insufflant une méthode et une logique dans les textes de transposition respectifs, l'un sous le signe des « sûretés financières » (le droit belge) et l'autre sous le signe des « contrats de garanties financières » (le droit luxembourgeois). Il n'est pas impossible de structurer le droit des garanties réelles financières dans un système rationnel. Les garanties réelles financières devraient pouvoir trouver une structure fondée sur une approche unique qui transcende les clivages entre marchés, entre risques et entre textes corporatistes. Les traits qui

désordre, telle que le suggérait une exposition « Big Bang » au centre Pompidou du 15/06/2005 au 27/03/2006. V. sur ce thème, S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc.

¹⁰²⁹ « La lecture de ce texte et de quelques lois postérieures venant le compléter montre que les garanties sont bien présentes. Elles sont même omniprésentes. Mais très vite, il faut se rendre à l'évidence. Il n'y a pas de construction d'ensemble de ce droit des garanties ayant pour assiette les instruments financiers. Les principes généraux sont totalement absents. Il apparaît au contraire que le législateur a multiplié les garanties, les régimes juridiques applicables » : D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », préc., spéc. p. 366.

¹⁰³⁰ V. à ce sujet, les travaux entrepris en parallèle par Unidroit, la CNUDCI et la Convention de La Haye, qui ont, à partir des années 2000, mis l'accent sur l'aspect vieillissant du droit des sûretés dans plusieurs pays européens.

¹⁰³¹ Il est intéressant à ce titre de citer la présentation que font MM. Deguee et Devos, de l'état du droit belge antérieur à l'entrée en vigueur de la loi de transposition de la directive *Collateral* et qui présentait beaucoup de similitude avec l'état du droit français en la matière : « Comme on le sait, antérieurement à la loi, le régime des sûretés sur actifs financiers était éclaté selon le type de convention à laquelle les parties recouraient (gage, cession-rétrocession, transfert de propriété à titre de garantie) et selon la nature de l'assiette (cf. la cession ou mise en gage de créance d'espèces régie par les articles 1690 et suivants du Code civil) et, s'agissant d'instruments financiers, selon la catégorie d'instruments financiers concernée (gage sur titres fongibles scripturalisés régis par l'AR n° 62, ou sur les titres de la dette publique – et le "commercial paper" – dématérialisés régis par la loi du 2 janvier 1991, ou encore par le Code des sociétés) » : J.-P. DEGUEE et D. DEVOS, « La loi relative aux sûretés financières du 15 décembre 2004 – Lignes directrices », *Forum financier/Droit bancaire et financier* 2005/III, n° 9.

caractérisent ces garanties présentent d'importantes similitudes avec les garanties issues de la directive *Collateral*. Le rapprochement est dès lors inévitable entre l'ensemble des garanties réelles financières et les garanties financières de la directive *Collateral*. La proximité entre les garanties réelles financières et les garanties financières de la directive *Collateral*, tant du point de vue fonctionnel que du point de vue structurel, autorise la recherche d'une notion fédératrice pour la catégorie des garanties réelles financières. Or, la directive *Collateral* avait pour vocation de créer un cadre général pour les garanties spéciales sur actifs financiers. Le système mis en place par la directive est structuré autour d'une notion centrale de « contrats de garantie financière ». Il en a été de même dans les systèmes belge et luxembourgeois qui ont respectivement recouru aux « sûretés financières » et aux « contrats de garantie financière ». L'examen de ces deux systèmes pourra nous éclairer sur d'éventuelles pistes à suivre *de lege ferenda*. Une notion générale de « contrats de garantie financière », même si elle recouvre une pluralité de mécanismes, permettrait de donner de la cohésion à la matière, de regrouper les garanties sectorielles et d'éviter les chevauchements de champs d'application aussi bien que les incertitudes juridiques résultant de la multitude de régimes. Générale, à l'instar de la notion de « contrat de garantie financière » au sens de la directive *Collateral*, et double, à l'instar de la notion actuelle de garantie des obligations financières de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, cette notion nouvelle, proche d'une sûreté à deux étages, pourra alors jouer le rôle de notion centrale de ce qu'on identifie comme la catégorie de garanties réelles financières (titre II).

TITRE I

UNE CATÉGORIE EN QUÊTE DE RECONNAISSANCE

468. **Le regroupement des garanties interprofessionnelles et dérogatoires.** L'examen du régime juridique a permis de constater l'existence d'une convergence considérable entre les régimes des différentes garanties. Il convient d'en tirer les conclusions. Les garanties étudiées ont en commun un champ d'application triplement délimité, et propre aux opérations interprofessionnelles, et un régime dérogatoire. Le fait qu'elles soient interprofessionnelles autorise un régime dérogatoire qui fait défaut dans d'autres garanties portant sur des actifs financiers, tels que les gages de compte-titres.

469. **La nature de l'opération comme fondement du caractère dérogatoire de la garantie.** L'approche aurait pu être purement inductive si le droit comparé ne fournissait pas une boussole pour guider notre démonstration. La directive *Collateral* et les exemples de sa transposition en droits belge et luxembourgeois sont de nature à influencer l'orientation de la démonstration. Le fondement du caractère dérogatoire réside dans la nature de l'opération et le rôle joué par la garantie. Il s'agit donc d'un critère fonctionnel. Il convient de constater par ailleurs que les problématiques de sécurité et de flexibilité que connaissent les sûretés réelles reçoivent, dans toutes les garanties réelles financières, une approche similaire et des réponses souvent identiques. Un besoin de sécurité qui traduit les impératifs des marchés. Les risques pris par les opérateurs jouent un rôle déterminant dans la définition du régime dérogatoire dont se prévalent les garanties réelles financières. La nature et la taille des transactions financières contribuent par ailleurs à justifier la mise en place d'un système de sécurisation des transactions aux traits dérogatoires. En somme, les caractéristiques fonctionnelles des garanties réelles financières constituent un élément clé de leur identification (chapitre I).

Par ailleurs, nous avons constaté, à partir de l'étude des champs d'application des garanties réelles financières que ces garanties se définissent par une référence simultanée à trois types de critères : la nature des actifs, la qualité des parties et la nature des obligations garanties. Ce trait distingue les garanties réelles financières des

autres sûretés réelles, qui se réfèrent traditionnellement – lorsqu’il s’agit de sûretés spéciales en particulier –, soit aux parties, soit, le plus souvent, à la nature des actifs, et plus rarement aux deux¹⁰³². De fait, au sein des garanties spéciales sur actifs financiers, les garanties réelles financières se distinguent en ce qu’elles se définissent, de manière cumulative, en fonction des personnes, des actifs et souvent des opérations auxquelles elles se rattachent (chapitre II).

¹⁰³² Il en est ainsi, notamment, pour les nantissement et cessions de créances professionnels.

CHAPITRE I

LES SPECIFICITES FONCTIONNELLES DES GARANTIES REELLES FINANCIERES

470. **Identité de problématiques, d'objectifs et de moyens entre les différentes garanties.** L'approche commune et la construction dans une seule catégorie se justifient au vu de la dialectique entre les objectifs et les moyens. En effet, si la spécificité des objectifs commande une exorbitance des moyens, c'est la combinaison entre les objectifs spécifiques et les moyens exorbitants qui unit les garanties réelles et en fournit les éléments de définition. Cette combinaison rend légitime la recherche d'une catégorie qui les rassemble. Malgré la diversité des risques que les garanties réelles financières cherchent à couvrir et des types d'opérations dans le cadre desquelles elles sont amenées à intervenir, il existe, au sein des garanties réelles financières, une identité de problématiques, d'objectifs et de moyens entre les différentes techniques de garantie¹⁰³³. Si les garanties réelles financières ont reçu un régime dérogatoire, c'est bien en raison des besoins qui leurs sont spécifiques, dont, précisément, les risques spécifiques que courent les acteurs de marché. En matière de garanties réelles financières, la spécificité des besoins commande une spécificité des moyens. Le caractère dérogatoire, conséquence directe des besoins propres à la matière, joue le rôle d'un élément fédérateur des garanties réelles financières. Il est commandé par la spécificité des risques et des objectifs poursuivis.

471. **La finalité des garanties réelles financières commande l'exorbitance des moyens.** Il est important de prendre en compte la finalité poursuivie par les garanties financières pour comprendre le caractère dérogatoire de leur régime¹⁰³⁴. *« Il est essentiel de bien saisir la finalité des garanties financières car la prise en compte de cette finalité influe sur son régime juridique. Le risque systémique peut être défini comme le risque que la défaillance d'un intervenant entraîne celle de son*

¹⁰³³ Le rapport de l'ISDA en 2010 fait remarquer à ce sujet : « *there are a number of ways of addressing the credit risk arising from a derivatives transaction, including: holding capital against the exposure; reducing credit risk through close-out netting; having another person or entity reimburse losses through financial guarantees; or by collateralizing the exposure. Each of these methods has its advantages and disadvantages. The decision to use collateral to mitigate risk is one evaluated carefully by credit risk managers in each firm that is a counterparty to a derivative transaction* », 2010 ISDA Margin Survey, p. 2, disponible sur le site : www.isda.org.

¹⁰³⁴ S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 101, p. 21.

cocontractant et, par un effet de dominos, des créanciers de ce dernier puis de l'ensemble des investisseurs »¹⁰³⁵. Mais il est important de remarquer à cet effet, que cette observation devrait dépasser le cadre des simples garanties de l'article L. 211-38 (désignées par « garanties financières ») et s'applique, dans les mêmes termes, aux couvertures en bourse, aux pensions livrées lorsqu'elles jouent le rôle de sûretés, ainsi qu'aux garanties sectorielles, applicables aux banques centrales et aux systèmes de règlement et livraison. Rien dans cette logique propre aux garanties de l'article L. 211-38 ne semble être étranger aux autres garanties réelles financières. Toutes ces institutions procèdent d'une même logique, elles connaissent les mêmes problématiques, auxquelles elles répondent par des moyens similaires si ce n'est identiques.

On a pu observer que le droit financier, en tant que droit de marché, s'organise « autour de son objet, le marché et de sa finalité, l'efficience du marché »¹⁰³⁶. Les différentes garanties réelles financières, de par leur filiation avec le droit financier¹⁰³⁷, se trouvent tournées vers le marché. Qu'elles visent les marchés à termes ou les marchés réglementés, elles ont pour objet le marché, en ce qu'elles cherchent à répondre aux besoins des marchés et de leurs acteurs (section 1). Elles ont pour finalité l'efficience du marché. Pour atteindre cette efficience, elles mettent en œuvre des moyens dérogatoires (section 2).

SECTION 1 : IDENTITÉ DES BESOINS

472. **La diversité des risques dicte une diversité de finalités.** L'existence des garanties réelles financières n'est qu'un anticorps du droit face aux risques des marchés. Un anticorps, quelle que soit sa structure et son environnement, poursuit l'objectif de protection du corps dans lequel il se développe, contre des risques incidents. Ces garanties ont en commun de chercher non seulement à prémunir contre le risque couru par leurs bénéficiaires, mais également à remplir une fonction plus

¹⁰³⁵ *Ibid.*

¹⁰³⁶ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, thèse préc., p. 607.

¹⁰³⁷ Sur ce point, V. la thèse de M. Frédéric Peltier, *Marchés financiers et droit commun*, Banque éditeur, 1997. Sur la notion de droit financier et la terminologie controversée entre droit boursier, droit financier et droit des marchés financiers, V., notamment, Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^e éd., 2010, n° 35, p. 33.

générale. Les garanties réelles financières sont commandées, dans leurs conditions, par la nécessité de palier les risques nonobstant la variété de ces derniers.

La finalité première, immédiate, de toutes les garanties réelles financières procède d'une réponse au risque de contrepartie. Elle est la même pour toutes les garanties. Mais ce qui de surplus rassemble les garanties réelles financières, c'est l'identité dans la finalité indirecte. Tout en tenant compte des spécificités de chacune des institutions, il convient de constater la variété des risques sur les marchés (§ 1). A cette variété des risques correspond une variété des objectifs ; certains sont directs, d'autres indirects. Toutefois, la variété des objectifs ne devrait pas occulter une convergence entre les objectifs poursuivis par les différentes garanties. Les garanties réelles financières sont diverses et leurs utilisations multiples. Elles ont pour finalité, comme toutes les garanties de lutter contre, de couvrir, ou de tenter de réduire un risque. Dès lors, il convient d'établir que les couvertures aussi bien que les garanties réelles financières, poursuivent les mêmes objectifs directs et indirects (§ 2).

§ 1 Diversité des situations et des risques couverts

473. **Les risques sur les marchés financiers**¹⁰³⁸. Le risque dont souhaitent se prémunir les opérateurs de marché diffère selon les marchés et selon l'activité. Il est d'usage de considérer que plusieurs paramètres contribuent à augmenter les facteurs de risque sur les marchés, mais surtout que le risque varie selon la nature des marchés en question où les marchés à terme sont considérés porteurs de risque accru. A côté de la couverture du risque de crédit, les garanties réelles financières jouent un rôle important pour la couverture des variations des taux d'intérêt ou des parités de change entre les devises tant sur les marchés réglementés que sur les marchés de gré à gré à travers les opérations de *swaps* et de *future rate agreement* : « Le vocable "garantie financière" ("collatéral" selon le néologisme inspiré par l'anglais) est souvent utilisé de manière générique pour désigner des méthodes de couverture contre tous types de risques, y compris les risques de marchés, tels que le risque de taux et le risque de change. On y trouve pêle-mêle, différentes techniques de "hedging", des produits dérivés, des règles prudentielles de couverture, voire des montages juridiques complexes, connus sous le

¹⁰³⁸ Sur l'importance des risques sur certains marchés réglementés, V. la thèse de Mme Riassetto, préc., p. 21.

nom de financements de mezzanine et de produits synthétiques. Néanmoins, pour les juristes, il convient de réserver l'expression "garanties financières" aux seules techniques juridiques qui ont pour but de réduire le risque de contrepartie »¹⁰³⁹. Aucun texte juridique ne définit le risque, alors même que certains articles du Code civil y font référence¹⁰⁴⁰. Il est cependant admis que les risques sur les marchés peuvent principalement être réduits à deux types. Le risque principal sur les marchés est le risque de contrepartie¹⁰⁴¹, c'est-à-dire le risque de défaillance (A). Or, la réalisation du risque de contrepartie est elle-même susceptible d'engendrer un autre type de risque, qui est le risque systémique (B).

A. Le risque de crédit ou risque de contrepartie

474. Définition du risque de contrepartie. Le risque de contrepartie ou risque de crédit est celui qu'une partie court de voir sa contrepartie devenir défaillante. « *Le risque de contrepartie est un risque essentiellement juridique, puisqu'il tient au respect de leurs engagements par les différentes parties à un contrat. Ce risque de contrepartie est couvert, soit par l'engagement d'un tiers qui se substituera au débiteur d'une obligation (on parle alors de garantie personnelle), soit par la remise par le débiteur lui-même, le "constituant", au créancier "bénéficiaire" de titres, d'espèces ou de tous autres biens dont la propriété sera définitivement transférée au dernier si le premier ne s'acquitte pas de ses obligations (on parle alors de garanties réelles)* »¹⁰⁴². Les opérateurs sont exposés au risque de contrepartie¹⁰⁴³, « *l'opérateur qui s'adresse à un*

¹⁰³⁹ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 38.

¹⁰⁴⁰ A. GAUVIN, *Droit des dérivés de crédit*, Revue Banque Edition, 2003, p. 55. Pour une étude complète sur la notion de risque, V. la thèse de Mme Nadège VOIDEY, *Le risque en droit civil*, préf. G. WIEDERKEHR, PU Aix-Marseille, 2005.

¹⁰⁴¹ « *La globalisation et l'interconnexion des marchés financiers mais aussi l'interdépendance des établissements financiers contribuent à une exposition croissante des marchés mondiaux aux risques de crédit, davantage qu'aux risques de taux de change ou de taux d'intérêt* » : J.-H. LORENZI, dans l'Avant-Propos à l'ouvrage d'A. GAUVIN, *Droit des dérivés de crédit*, Revue Banque Edition, 2003.

¹⁰⁴² M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 38.

¹⁰⁴³ Notons que lorsque le risque de contrepartie porte sur un intermédiaire ou commissionnaire, on parle d'un risque d'intermédiaire. En effet, la jurisprudence affirme constamment que le commettant ne dispose pas d'une action directe contre le cocontractant (Cass. civ., 14 juin 1892, *DP* 1893, 1, p. 500 ; Cass. civ., 29 mai 1925, *DH* 1925, p. 426). De fait, le commettant ne court pas de risque vis-à-vis du le cocontractant avec qui il n'a pas de rapport direct, mais plutôt vis-à-vis de l'intermédiaire. V. pour une critique de la position de la Cour de cassation, M. COZIAN, *L'action directe*, thèse, LGDJ, tome 92,

marché pour trouver une offre ou une demande correspondant à ses attentes est, comme dans toute transaction, exposé, une fois l'accord conclu, à la défaillance de la personne dont elle émane. Il s'agit du risque de contrepartie »¹⁰⁴⁴. L'objectif de la couverture sous forme de garantie est alors de prévenir la défaillance d'une contrepartie. Le principal cas de défaillance est celui de la faillite¹⁰⁴⁵. Ainsi que le formule M. Praicheux au sujet de la directive *Collateral*, les garanties sur actifs financiers permettent non seulement de garantir le créancier contre le risque de défaillance de son débiteur, elles le protègent contre une « *constellation d'évènements plus ou moins prévisibles* »¹⁰⁴⁶. Il est généralement admis que le risque de contrepartie devient important à raison que le paiement se trouve différé dans le temps, étant donné que l'*accipiens* court alors des risques de défaillance plus importants, y compris le risque d'insolvabilité du *solvens*. Ainsi, le rôle des garanties réelles peut paraître plus prééminent sur les marchés à terme d'instruments financiers. Du fait de l'imbrication des transactions financières, la maîtrise du risque bénéficie à l'ensemble du marché en ce qu'elle participe à la réduction du risque systémique où la succession et l'addition des défaillances individuelles se transformer en risque de marché, qui n'est autre que le risque systémique.

475. La problématique du risque de contrepartie dans les différentes garanties réelles financières. Le traitement du risque relève traditionnellement d'une problématique d'assurance aussi bien que de sûretés. La doctrine souligne que les sûretés seraient des garanties du paiement alors que les contrats d'assurance seraient des garanties des risques¹⁰⁴⁷. Les sûretés chercheraient à prévenir exclusivement le risque de non-paiement, c'est-à-dire, dans un rapport contractuel, le risque né de l'inexécution par une partie de ses obligations. Cela nous ramène à l'idée du risque de

préf. A. PONSARD, n° 79 ; D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 327, p. 180 et 181. V. également la définition que donne Mme Isabelle Riassetto du risque d'intermédiaire : « *Si l'opérateur défaillant agit en qualité d'adhérent, sa défaillance est susceptible de porter atteinte aux intérêts de sa clientèle, ce qui constitue le risque d'intermédiaire* » : I. RIASSETTO, thèse préc., n° 18, p. 20.

¹⁰⁴⁴ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 10, p. 10.

¹⁰⁴⁵ MM. Simler et Delebecque soulignent que le terme même de « sûreté » signifie une « *garantie conférée au créancier contre le risque d'insolvabilité de son débiteur* », Ph. SIMLER et Ph. DELEBECQUE, *Les sûretés, La publicité foncière*, préc., p. 5.

¹⁰⁴⁶ S. PRAICHEUX, « La garantie financière, esquisse d'une sûreté européenne », préc., et spéc. p. 98.

¹⁰⁴⁷ P. JOURDAIN, « Quelques réflexions sur la notion de garantie en droit privé », in *Etudes offertes au professeur Philippe Malinvaud*, Litec, 2007, p. 303.

contrepartie, autrement désigné par le risque de crédit. Y aurait-il alors une identité de problématiques entre les différentes garanties réelles financières ? Sur les marchés financiers, le risque de contrepartie, risque de défaillance est assimilé à un risque de crédit, comme souvent dans les sûretés. Il présente toutefois une spécificité propre au domaine financier, et qui réside dans le risque systémique, corollaire du risque de crédit, ainsi que le décrit M. Robine au sujet du risque systémique sur les marchés financiers, « *la défaillance d'un intervenant peut entraîner celle de son cocontractant et, par un effet de dominos, des créanciers de ce dernier, menaçant ainsi de porter atteinte au marché dans son ensemble* »¹⁰⁴⁸. Les problématiques sont ainsi similaires pour toutes les garanties. Pour les garanties financières, comme pour les couvertures en bourse, il s'agit de la protection contre un ensemble de risques dont les plus topiques sont, comme nous l'avons démontré, le risque de contrepartie et le risque systémique. Par ailleurs, pour les systèmes de règlement et livraison, on retrouve une problématique similaire¹⁰⁴⁹.

B. Le risque systémique

476. **Définition du risque systémique.** Les acteurs de la finance sont unanimes pour voir dans le risque systémique le problème majeur de la finance mondiale. Ce risque est souvent la somme de plusieurs facteurs, dont l'addition de plusieurs risques de contrepartie¹⁰⁵⁰, et la propagation des défaillances suite à la survenance d'une procédure collective à l'encontre d'un des intervenants de marché¹⁰⁵¹. En effet, la

¹⁰⁴⁸ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 10, p. 10.

¹⁰⁴⁹ « *Collateral is also the main tool for reducing systemic risk in payment and securities settlement systems. The collateral provided is most often in the form of cash or securities, namely government bonds or high quality corporate bonds or other securities, in certificated, immobilised or dematerialised form and frequently held through accounts with custodians and clearing systems* » : K. LOBER et E. KLIMA, « *The Implementation of Directive 2002/47 on financial Collateral Arrangements* », préc.

¹⁰⁵⁰ Il faut cependant noter que le risque systémique résulte du risque d'intermédiaire: V. S. L. SCHWARCZ, « *Indirectly held securities and intermediary risk* », *Uniform Law Review* 2001-2 ; « *Intermediary Risk in a Global Economy* », *Duke Law Journal* 2001, 1541.

¹⁰⁵¹ Ainsi que le souligne M. Ph. Wood, « *as the corporate rescue statutes endeavour to rescue the business by keeping it together, the result is often also to curtail security interests. Since collateral is essential in financial markets and since freezes and other interferences would interfere with its validity and efficiency on insolvency, it became necessary to exempt collateral in wholesale markets in order to protect against systemic risks. Examples are the EU Settlement Finality Directive 1998 and the EU Financial Collateral Directive 2002, with corresponding statutes in the United States* » : Ph. WOOD, préc., n° 1-041, p. 23.

défaillance d'un intervenant « *peut entraîner celle de son cocontractant et, par un effet de dominos, des créanciers de ce dernier, menaçant ainsi de porter atteinte au marché dans son ensemble. La lutte contre le risque de contrepartie a donc également pour objectif d'éviter ce risque de systémique*¹⁰⁵² ». Le risque systémique peut s'avérer redoutable même sans se réaliser. En effet, il est admis que le risque systémique a une conséquence immédiate sur le coût des opérations de financement. Il a ainsi été souligné que du fait de ce risque, « *non seulement les taux d'intérêt sont majorés, mais encore la quantité de titres pris en garantie dépasse très largement ce qui serait nécessaire à la couverture du risque nominal* »¹⁰⁵³. De fait, plusieurs initiatives ont cherché à doter le dispositif législatif de moyens adéquats pour la lutte contre le risque systémique.

477. Actualité de la question. Le risque systémique pèse tant sur les marchés réglementés que sur les marchés de gré à gré. Même s'il n'est pas propre au domaine financier¹⁰⁵⁴, il y a un rôle de premier plan eu égard au volume des transactions qui sont en jeu sur les marchés financiers. L'actualité nous a permis de constater à grande échelle l'effet ravageur de ce risque systémique quand il vient à se réaliser sur la liquidité des marchés¹⁰⁵⁵. En effet, l'actualité des déboires des grandes institutions bancaires durant les derniers mois n'a fait que confirmer le besoin de sécurité et

¹⁰⁵² Sur ce risque, V. : M. AGLIETTA, « Le risque systémique », *Rev. éco. fin.* 1991, n° 18, p. 61 ; M. AGLIETTA et P. MOUTOT, « Le risque de système et sa prévention », *Cah. éco. et mon.*, n° 41, 1993, p. 21 ; « L'évolution des structures financières des grands pays et la prévention du risque de système dans l'Union économique et monétaire », *Cah. éco. et mon.*, n° 41, 1993, p. 55 ; J.-M. BOSSIN et C. LUCAS DE LEYSSAC, « Le sort des produits dérivés en cas de redressement judiciaire d'une société : exception au droit commun des procédures collectives », in « Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », *D. affaires* 1998, p. 1568, spéc. p. 1569 ; V. CANU et B. DE SAINT MARS, « Intermédiation financière et droit des procédures collectives, ou la nécessité de traiter spécifiquement certains contractants en matière financière », *RD bancaire et bourse* n° 68, juill./août 1998, p. 119, spéc. p. 124 ; C. de BOISSIEU et M. AGLIETTA, « Les marchés dérivés de gré à gré et le risque systémique », *Bull. COB*, n° 283, sept. 1994, p. 60 ; M. DIETSCH et H. PAGES, « Contagions et risques de faillite dans le système bancaire », *Cah. éco. et mon.*, n° 41, 1993 ; D. NOUY, « Relations interbancaires et risques systémiques », *Banque* n° 535, févr. 1993, p. 26.

¹⁰⁵³ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc., spéc. p. 55.

¹⁰⁵⁴ V. sur la notion de risque systémique, M. AGLIETTA, « Le risque systémique », *Rev. éco. fin.* 1991, n° 18, p. 61.

¹⁰⁵⁵ A la veille de l'injection massive de liquidités par les Etats dans les institutions bancaires, la crainte de la propagation du risque systémique constituait un obstacle sérieux aux perspectives de sortie de crise pour les banques d'investissement : « *Alors que le marché interbancaire est à la peine depuis le début de la crise du crédit, la défiance des banques, qui craignent à présent une nouvelle faillite de l'une d'entre elles, assèche encore la liquidité sur le marché interbancaire en dollars. Pourtant, compte tenu de leur situation actuelle, les banques ont besoin de cash* » : V. LE GALL, « La liquidité sur le marché interbancaire s'assèche », *L'AGEFI* du 17 sept. 2008.

d'instruments permettant de limiter la propagation des chocs sur l'ensemble des intervenants de la chaîne des crédits. Si la réponse est essentiellement de nature financière et prudentielle, il reste qu'un cadre juridique offrant des sûretés fiables et des amortissements à l'effet systémique reste un moyen important de lutte contre de tels phénomènes qui risqueraient encore de se produire dans l'avenir.

478. **Les initiatives pour lutter contre le risque systémique.** La convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire conclue le 5 juillet 2006 place la lutte contre le risque systémique parmi ses objectifs lorsqu'elle énonce dans son préambule que les Etats signataires « *sensibles, en vue de faciliter les flux internationaux de capitaux et l'accès aux marchés des capitaux, à l'intérêt essentiel qu'il y a à réduire les risques juridiques, les risques systémiques et les coûts correspondants, liés aux opérations transfrontières portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire* ». Le Considérant (1) de la directive *Collateral* 2002/47/CE, poursuivant le même objectif de lutte contre le risque systémique, précise que la mise en œuvre de la directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, « *a montré qu'il importait de limiter le risque systémique inhérent à ces systèmes du fait de la coexistence de régimes juridiques différents et qu'il serait avantageux d'instaurer une réglementation commune concernant les garanties constituées dans le cadre desdits systèmes* ». Une autre dimension du risque systémique est ainsi mise en évidence. On l'a vue précédemment, il s'agit de la propagation d'un risque juridique, dû à des incompatibilités entre les systèmes juridiques de différents fors, qui sont mis en concurrence dans une même opération, de garantie notamment. Au final, on retient donc que les garanties réelles financières permettent au créancier-bénéficiaire de réduire les risques qu'il court sur les marchés et de mieux gérer la « constellation d'évènements plus ou moins prévisibles » que nous avons évoquée précédemment.

Toutefois, la diversité des risques n'emporte pas nécessairement une diversité des problématiques, et on retrouve ainsi sur les différents marchés, et les diverses opérations, une même logique qui préside au fonctionnement des garanties réelles financières.

§ 2 Une identité des objectifs poursuivis par les garanties réelles financières

479. La poursuite concomitante de finalités directes et de finalités indirectes.

M. Synvet observe à propos de l'évolution du droit financier, qu'« *il ne s'agit plus seulement d'œuvrer en faveur de l'efficacité de la transaction. On commence à songer à l'intérêt des tiers, et plus généralement de la collectivité* »¹⁰⁵⁶. L'efficacité des sûretés se mesure à l'aune du droit des procédures collectives. Cependant, entre les sûretés de droit commun et les sûretés réelles financières, il est une différence fondamentale du point de vue du rôle économique qu'il convient de souligner d'emblée. Ce qui conduit à distinguer entre un objectif immédiat, la couverture, objectif commun à toutes les sûretés (A), – et qui en soi ne peut pas contenir un argument concluant en faveur de la mise en commun de toutes ces techniques – et un objectif final, au sens de mobile, qui distingue les différentes sûretés, et qui pourrait nous rapprocher davantage d'éléments de nature à fonder une catégorie s'il présentait suffisamment de convergence entre les différentes garanties (B).

A. La protection contre le risque de crédit comme objectif immédiat des garanties réelles financières

480. Prémunir contre la défaillance du cocontractant. Toutes les garanties réelles financières visent, en premier lieu et comme toute garantie, à protéger contre le risque de contrepartie qui est désigné, dans les opérations de prêt *lato sensu*, par l'appellation de risque de crédit. C'est ce que M. Vauplane exprime indirectement, en affirmant que « *pour les juristes, l'expression "garanties financières" désigne les techniques juridiques qui ont pour but de réduire le risque de contrepartie* »¹⁰⁵⁷. L'objectif immédiat et direct, commun à toutes les garanties réelles financières, est ainsi de prémunir le bénéficiaire de la garantie contre les risques de défaillance de son cocontractant. La directive *Collateral* annonce d'ailleurs cet objectif, en précisant qu'elle viserait à limiter le risque de crédit dans les transactions financières grâce à la

¹⁰⁵⁶ H. SYNDET, « Introduction » au dossier spécial intitulé « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », préc., spéc. p. 25.

¹⁰⁵⁷ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., n° 1, p. 82.

constitution de garanties en espèces et en titres¹⁰⁵⁸. Il serait difficile d'imaginer que l'une quelconque des garanties sur actifs financiers puisse poursuivre un objectif immédiat autre que la satisfaction du créancier-bénéficiaire. Or, si l'identité des objectifs directs et immédiats ne nous paraît pas pouvoir être contestée, en revanche, l'identité des objectifs indirects et lointains, pourrait, en raison de la spécificité de tels objectifs, ne pas procéder de la même évidence.

481. **Un objectif commun à toutes les garanties réelles financières.** Pour les opérations à terme, les adhérents-compensateurs encourent le risque de défaillance de leurs clients. La position est dite ouverte tant que le dénouement n'est pas intervenu. Pour couvrir le risque lié au report de l'exécution ils reçoivent de leurs donneurs d'ordres des dépôts de couverture en garantie de la bonne exécution desdites opérations. Les objectifs des garanties sur les marchés de gré à gré présentent-ils une différence de nature, ou simplement une différence de degré avec les objectifs des couvertures sur les marchés organisés, et en particulier les marchés réglementés ? Pour répondre à cette question, il nous faut examiner si les objectifs directs immédiats et les objectifs indirects et lointains des garanties sur les marchés de gré à gré coïncident avec ceux des couvertures.

Pour les couvertures, il ressort des règles de la compensation LCH.Clearget que le but du dépôt de garantie est de prévenir le risque de défaillance d'un adhérent-compensateur. Les appels de marges, autre variante dont la nature de sûreté est contestée comme nous l'avons souligné précédemment, visent à prévenir la fluctuation des cours rendant les marges ou couvertures insuffisantes. Les objectifs des garanties des articles L. 141-4 et L. 330-2 du Code monétaire et financier, tant directs qu'indirects, présentent-ils des différences sensibles par rapport aux objectifs des garanties de l'article L. 211-38 du même code ? La couverture des opérations interbancaires et des transactions dans le système de règlement et de livraison de titres vise à prévenir les risques de contrepartie sectoriels, suivant le texte concerné. Enfin, pour les garanties financières, il s'agit de la garantie du risque de contrepartie lié à des obligations financières de manière générale, ce qui couvre d'ailleurs les domaines sectoriels, et rend, par là même, inutiles les textes sectoriels en question.

¹⁰⁵⁸ Communiqué de presse de la Commission sur la proposition de directive, IP/01/464, du 30 mars 2001.

482. La convergence dans l'objectif direct est nécessaire mais non suffisante.

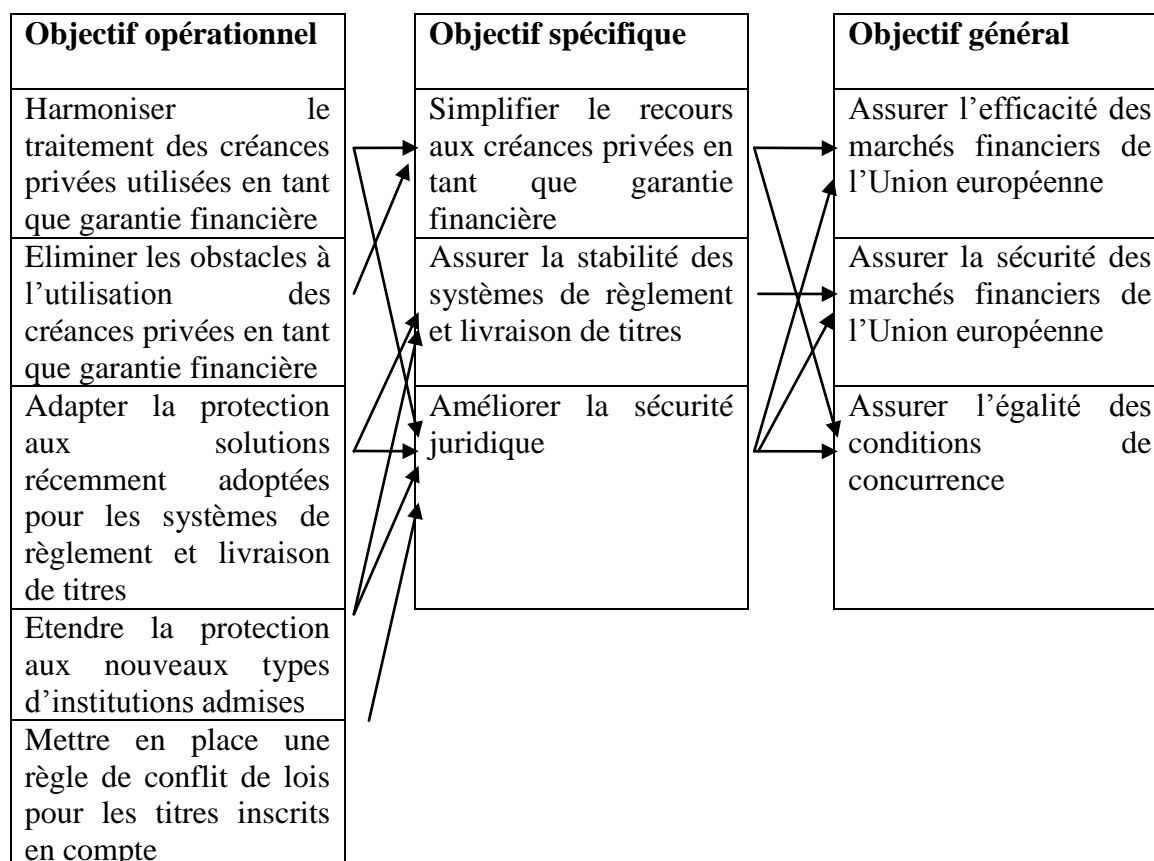
Si l'objectif premier de toute sûreté réelle financière est le même (en l'occurrence, il s'agit de prémunir le bénéficiaire contre le risque crédit), il convient d'examiner à présent si les objectifs indirects des garanties réelles financières sont convergents. M. Crocq observe à cet effet : « *Ce n'est pas par la finalité que la sûreté réelle peut être distinguée des autres sûretés, mais par la technique. Quelle que soit la sûreté, la finalité, comme l'a démontré M. Crocq est toujours la même : remédier aux insuffisances du droit de gage général. En revanche, la technique juridique varie d'une sûreté à l'autre* »¹⁰⁵⁹. La directive *Collateral* a été modifiée par le biais de l'adoption de la directive 2009/44/CE qui a conduit à élargir le champ d'application *ratione materiae* de la directive *Collateral* en permettant la constitution des garanties financières sur des créances privées. L'étude d'impact de cette directive a mis l'accent sur la multiplicité des objectifs que poursuit la directive *Collateral*, en distinguant notamment les objectifs opérationnels, les objectifs spécifiques et les objectifs généraux¹⁰⁶⁰.

Le premier renseignement qu'on pourrait tirer de ce tableau concerne la distinction entre objectifs directs et objectifs indirects des législations relatives aux garanties réelles financières. Certes, ce tableau concerne uniquement la directive *Collateral*, mais, rappelons-le, cette directive se voulait à portée générale, créant un cadre commun pour toutes les garanties réelles financières. Par ailleurs, le second renseignement qu'il convient de tirer concerne l'existence d'objectifs à portée particulière et d'autres à portée générale. Or, l'objectif particulier et immédiat de toute garantie réelle financière est de prévenir le risque de contrepartie. Pour établir une convergence entre les objectifs des garanties réelles financières, la convergence entre les seuls objectifs immédiats des garanties réelles financières semble dès lors nécessaire mais non suffisante. Il convient d'étudier les objectifs indirects, s'ils existent.

¹⁰⁵⁹ J. MESTRE, E. PUTMAN et M. BILLIAU, *Traité de droit civil. Droit commun des sûretés réelles. Théorie générale, tome 1*, LGDJ, 1996, p. 9, n° 10.

¹⁰⁶⁰ V. figure 1 ci-après : cette figure est tirée du document de travail intitulé : *Commission Staff Working Document Accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral Directive Impact Assessment*, préc., p. 27.

Figure 1. – Tableau montrant les différents types d’objectifs poursuivis par la directive 2009/44/CE, et leurs rapports réciproques¹⁰⁶¹. Nous reproduisons ce tableau comme exemple de la poursuite par une même garantie réelle financière d’objectifs multiples se répartissant en différentes strates.



B. Les objectifs indirects des garanties réelles financières

483. Au-delà de l’objectif immédiat et commun visant à satisfaire les intérêts du créancier, les garanties réelles financières jouent un rôle de portée générale. Cette portée générale varie suivant le type de garantie réelle financière. Ainsi, selon l’utilisation de la garantie en question et son type, la règle varie. Les garanties réelles financières ont cependant en commun de poursuivre un but général. L’objectif indirect poursuivi par les garanties de l’article L. 211-38 est principalement celui de prémunir contre le risque systémique. Ce n’est cependant pas là le seul objectif indirect. A la

¹⁰⁶¹ Le document de travail de la Commission européenne n’étant disponible qu’en langue anglaise, le tableau est traduit par nos soins.

prévention du risque systémique (1), s'ajoutent des objectifs d'intérêt général qui concernent le marché dans son ensemble (2).

1. La prévention du risque systémique

484. La primauté est donnée au marché, et l'on ne s'étonnera pas de constater que, du moment que les sûretés financières sont considérées défendre, entre autres intérêts, ceux du marché, elles se voient accorder un statut supérieur à celui de toutes les autres garanties¹⁰⁶². Pour le droit des marchés financiers, ce n'est pas, selon l'expression de Mme Muller, une inflexion dans l'application des règles du droit civil qu'il faut constater, mais une véritable rupture. Cette rupture procède de l'objectif poursuivi par les garanties réelles financières, et qui autorise le recours à un droit dérogatoire.

485. **L'objectif de protection contre le risque systémique.** La première des finalités de la directive est la protection contre le risque systémique. Cela ressort du 1^{er} considérant qui évoque la finalité de limitation du risque systémique, ainsi que du 17^e considérant qui évoque, dans la même optique, la limitation des effets de contagion en cas de défaillance d'une partie à un contrat de garantie financière.

L'une des caractéristiques des marchés financiers est qu'ils concentrent entre un faible nombre d'intervenants un montant important de dettes¹⁰⁶³ qui s'adossent souvent les unes contre les autres. De fait, la défaillance d'un opérateur de marché est de nature à entraîner la défaillance des autres. Deux éléments font que la défaillance d'un opérateur dans ce schéma ne peut être tolérée. D'une part, la forte concentration de montants importants de dettes entre un nombre somme toute réduit d'intervenants, et,

¹⁰⁶² M. Hervé Synvet dans la préface de l'ouvrage/thèse de Mme Muller met en garde contre les risques que peut comporter un système où un privilège excessif serait reconnu aux marchés financiers : « *Comme toujours en droit, il y a lieu de tenir un équilibre entre des considérations de natures diverses. Dans le domaine particulier des marchés financiers, on est frappé par une tentation à l'indifférence à l'égard de principes ou de valeurs qui fondent pourtant une société : libertés privées (de contracter, de disposer de ses biens), mais aussi libertés publiques (que l'on songe à l'encadrement de l'expression des analystes financiers et des journalistes sous le couvert de la lutte contre les abus de marché), voire valeurs démocratiques (qui postulent que la règle de droit, spécialement lorsqu'elle dépasse le cercle étroit de professionnels, soit adoptée par des élus du suffrage universel, et non confiée à des techniciens statutairement protégés). Si le mouvement devait se poursuivre, le risque ne pourrait être écarté que ce libéralisme économique-là ne devienne, au sens propre, une nouvelle forme de totalitarisme, c'est-à-dire un système clos ne supportant pas la contradiction* » : H. SYNDET, préface in A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, thèse préc., p. XIII et IX.

¹⁰⁶³ S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 101, p. 21.

d'autre part, l'imbrication entre les différentes dettes qui rend la défaillance d'un opérateur préjudiciable à l'ensemble des marchés. M. Praicheux signale à cet effet « *la revendication par les banques, mais aussi les autorités de place et les investisseurs, d'un droit des sûretés dérogatoire au droit commun, applicable à la garantie de ces dettes spécifiques* »¹⁰⁶⁴. Le risque systémique ainsi que le risque de paralysie du système financier du fait de faillites en chaîne et de défaillances incontrôlées ont poussé à construire progressivement un ensemble de règles dérogatoires dans le but de prévenir les faillites en chaîne. L'ouverture d'une faillite emporte en effet pour les créanciers un ensemble de risques. De tels risques résident principalement dans le *cherry picking*, au cas où un administrateur judiciaire cherche à exiger la continuation de l'activité uniquement pour ce qui est des opérations qu'il juge favorables à l'entreprise en redressement et dans la non-résiliation des opérations en cours en cas de survenance d'une cessation de paiement d'un des opérateurs.

486. **Les couvertures et la protection contre le risque systémique.** A l'origine, les textes relatifs à la couverture faisaient une référence directe à l'intérêt général. Ainsi, un décret du 3 janvier 1988, ultérieurement abrogé, reconnaissait au ministère de l'Economie et des Finances le pouvoir de fixer le montant et la composition de la couverture en bourse. La doctrine a relayé cette position¹⁰⁶⁵. Certains auteurs ont soutenu que la couverture « *a une finalité particulière : protéger les sociétés de bourse des défaillances de leurs clients et, par là, protéger le marché lui-même, c'est-à-dire, non un donneur d'ordre en particulier, mais la collectivité des donneurs d'ordres et opérateurs sur le marché* »¹⁰⁶⁶.

2. Les objectifs d'intérêt général autres que la prévention du risque systémique

487. Pour Mme Anne-Catherine Muller, « *l'étude du droit des marchés financiers démontre que le libéralisme économique ne repose pas sur le contrat mais sur un*

¹⁰⁶⁴ *Idem*, p. 21-22.

¹⁰⁶⁵ M. Storck souligne qu'en limitant les opérations spéculatives réalisées à découvert, la couverture répondait à un objectif de limitation du crédit : M. STORCK, « La responsabilité encourue pour défaut d'exigence de couvertures d'opérations à terme », *D.* 1992, chron. p. 71, spéc. p. 72.

¹⁰⁶⁶ M. de JUGLART et B. IPPOLITO, *Traité de droit commercial*, t. 7, *Banques et Bourses*, par L.-M. MARTIN, 3^e éd, Montchrestien, 1991, n° 733, p. 813. V. également, S. PRAICHEUX, préc., n° 451 et s., p. 292 et s.

ensemble de règles visant à défendre l'intérêt du marché financier, à son tour présumé conforme à l'intérêt économique général »¹⁰⁶⁷. Les garanties réelles financières présentent toutefois certaines spécificités dans le but d'intérêt général qu'elles poursuivent. Il convient de distinguer selon qu'il s'agit de garanties issues de la transposition de la directive Collateral (a), ou de garanties restées en dehors du champ de cette transposition (b).

a. Les objectifs d'intérêt général dans les garanties des obligations financières

488. **La sécurité internationale des transactions financières.** « Un tel objectif suppose une balance des intérêts. Dans l'esprit des auteurs de la directive, l'intérêt du marché en tant que tel doit l'emporter sur les intérêts particuliers de certains créanciers qui, par choc en retour, se trouvent lésés. C'est là une appréciation politique »¹⁰⁶⁸.

489. **Un fonctionnement au meilleur coût.** La directive *Collateral* s'est fixé comme objectif d'atteindre un fonctionnement au meilleur coût du marché financier¹⁰⁶⁹. La réduction des coûts est propre à certains secteurs, et il est difficile de considérer que toute garantie portant sur un actif financier a pour finalité non seulement de réduire un risque de crédit mais également de réduire les coûts. Récemment, l'avantage procuré par les garanties financières par rapport aux coûts a reçu une illustration avec le Fonds Européen de Stabilité Financière. Dans le contexte de la crise, l'Etat français a recouru à la mise en place d'un dispositif sous l'égide du Fonds Européen de Stabilité Financière. A cet effet, le recours aux garanties de l'article L. 211-38 par ce Fonds a été remarqué en doctrine. Ce recours, rappelons-le, a été autorisé par une loi qui a dérogé au champ d'application normal de l'article L. 211-38 pour permettre à une entité non éligible d'en bénéficier. Or il a été souligné à cet égard qu'il était logique qu'en contrepartie de la sécurité que la garantie de l'article L. 211-38 permet, « le coût de la

¹⁰⁶⁷ A.-C. MULLER, thèse préc., p. 608.

¹⁰⁶⁸ F. T'KINT, W. DERIJCKE, « La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », préc., spéc. p. 57.

¹⁰⁶⁹ Dir. 2002/47/CE, du 6 juin 2002, considérant (3).

garantie de l'Etat s'en trouve réduit, permettant d'optimiser le coût de financement des banques sans mettre en péril les intérêts de l'Etat et du contribuable »¹⁰⁷⁰.

490. **Le respect des ratios.** Nous avons vu que les règles des garanties réelles financières poursuivaient des objectifs immédiats, directs, et d'autres qui sont indirects. Parmi les objectifs directs, les règles dérogatoires visent, d'une part, à garantir le dénouement des opérations effectuées sur les marchés, et, de l'autre, à sécuriser les paiements et les livraisons transitant par ces systèmes. Or, il existe plusieurs utilités à recourir au système des règles dérogatoires. Une utilité économique (le fait de prendre une couverture) et une utilité bancaire qui consiste à « *dégonfler les ratios traduisant les règles prudentielles en permettant que les banques voient leurs risques limités à la différence entre les deux contrats qu'elles ne pourraient pas imputer sur les autres* »¹⁰⁷¹.

491. **La libération de liquidités.** L'extension du champ d'application de la directive afin de couvrir les créances privées a été justifié de la manière suivante : « [il permet d'] *améliorer l'accès à des garanties hautement liquides à des fins de transactions financières. La possibilité d'utiliser des créances privées comme garantie éligible auprès de la BCE permettrait aux établissements de crédit de réinjecter dans l'économie européenne, à d'autres fins, des actifs hautement liquides, tels que des titres d'Etat, actuellement immobilisés auprès de l'Eurosystème* »¹⁰⁷², ce qui appuie l'idée selon laquelle l'objectif de la directive dépasse le simple cadre des marchés financiers. Réduire le champ aux simples opérations sur les marchés financiers traduit non seulement un manque de vision, mais procède également d'une sectorisation dont l'intérêt est loin d'être évident.

492. **Lien entre l'efficacité de la sûreté et la notation d'un instrument financier.** M. Praicheux rappelle que les Professeurs Aynès et Crocq ont dégagé un critère additionnel à ceux qui font traditionnellement l'attrait d'une sûreté. Il s'agit de

¹⁰⁷⁰ X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT, « L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », préc., p. 130.

¹⁰⁷¹ C.-L. DE LEYSSAC, « Le sort des produits dérivés en cas de redressement judiciaire d'une société : exception au droit commun des procédures collectives », in Dossier : « Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », *D. affaires* 1998, p. 1568.

¹⁰⁷² *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 8.

la qualité de la sûreté. L'auteur observe à cet effet que « *la notation d'un titre est fonction notamment de la "qualité" ou de l'efficacité de la sûreté. Cette qualité peut être obtenue par le renforcement des clauses contractuelles proprement dites, tels que les engagements de faire ou de ne pas faire et les déclarations mises à la charge de l'emprunteur dans un contrat de crédit ou d'émission de titres financiers* »¹⁰⁷³.

493. **La contribution à la liquidité des marchés.** Les garanties réelles financières visent principalement à améliorer la liquidité des marchés monétaires et financiers. Le rôle des garanties financières sur le double plan du marché monétaire et des banques centrales est souligné par le considérant (12) de la directive *Collateral* : « *Cette simplification de l'utilisation des garanties financières du fait de la limitation des formalités administratives renforce l'efficacité des opérations transfrontières de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales des Etats membres de l'Union économique et monétaire qui sont nécessaires à la mise en œuvre de la politique monétaire commune. Par ailleurs, l'immunisation partielle des contrats de garantie financière contre certaines dispositions du droit de l'insolvabilité soutient aussi l'aspect plus général de la politique monétaire commune, dans le cadre duquel les opérateurs du marché monétaire rééquilibrent entre eux la liquidité globale du marché au moyen de transactions transfrontières couvertes par des garanties* »¹⁰⁷⁴. Il résulte de ce considérant que les garanties financières jouent un double rôle, (i) elles constituent un instrument de la politique monétaire, et (ii) contribuent à la liquidité globale du marché. C'est l'intérêt du marché dans son ensemble qui est pris en considération¹⁰⁷⁵.

494. **L'intérêt du marché comme objectif de la règle de conflit dite « PRACA ».** L'intérêt du marché est servi par la sécurité juridique, la certitude, la prévisibilité des règles. Or en matière de droit international privé, l'incertitude qui entourait le choix de la règle de conflit désignant la loi qui aurait titre à régir certains aspects des garanties réelles financières, tels que la constitution du droit réel accessoire,

¹⁰⁷³ S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 4, p. 2.

¹⁰⁷⁴ Souligné par nos soins.

¹⁰⁷⁵ L'observation sur l'intérêt du marché peut être rapprochée de certaines observations faites en doctrine au sujet de la prééminence de l'intérêt du marché. On peut ainsi citer Mme Muller qui observe dans sa thèse que « *le droit des marchés financiers, lorsqu'il interfère sur la notion d'obligation, en tant qu'engagement contractuel, se préoccupe uniquement d'assurer le bon fonctionnement du marché, il ne se soucie guère de la situation des parties à l'échange* » : A.-C. MULLER, thèse préc., p. 24.

son opposabilité et la réalisation de la garantie qu'il crée, était préjudiciable au marché dans son ensemble, en ce qu'elle portait atteinte justement à la prévisibilité des parties et à la sécurité juridique. Nous avons vu que la règle de conflit dite « PRACA », en vigueur pour un certain nombre de garanties réelles financières, poursuivait comme principal objectif de favoriser la sécurité des tiers et du marché¹⁰⁷⁶. Conférer certitude et prévisibilité a été le thème des travaux menés tant par la Commission européenne que par la Conférence de La Haye de droit international, qui ont abouti aux nouvelles règles de conflit. Ces règles adoptent, d'une part, une localisation *via* le compte pertinent (pour ce qui est des règles issues des directives européennes), et, de l'autre, un renvoi à l'autonomie des parties encadrée par un test de réalité et subsidiairement une règle qui renvoie à la loi du lieu où se trouve l'intermédiaire pertinent (convention de La Haye), et ce afin de réduire ces risques.

b. Les objectifs d'intérêt général dans les couvertures en bourse

495. **Les couvertures et la protection contre les comportements spéculatifs.** L'intérêt général est souvent invoqué en matière boursière. Il l'est en particulier en matière de couverture en bourse¹⁰⁷⁷. L'intérêt général a été utilisé comme fondement pour certaines décisions malgré les hésitations de certaines juridictions¹⁰⁷⁸. On retrouve ainsi des références claires dans les arrêts tant des cours d'appel que de la Cour de cassation, qui affirment l'existence d'un intérêt général sous jacent à l'obligation de couverture. Ainsi, la Cour d'appel d'Aix-en-Provence avait-elle affirmé que la couverture « *a aussi pour but de freiner [...] les spéculations dangereuses tant pour l'économie que pour les donneurs d'ordres eux-mêmes* »¹⁰⁷⁹. La Chambre commerciale de la Cour de cassation a de son côté affirmé que « *l'obligation mise à la charge d'un intermédiaire de constitution d'une couverture financière des opérations sur les marchés à terme [...] n'a pas seulement pour but de protéger celui-ci contre l'insolvabilité de son client mais aussi de limiter les opérations spéculatives réalisées à*

¹⁰⁷⁶ Th. CREMERS, « La localisation d'un compte d'instruments financiers », préc.

¹⁰⁷⁷ V. M. STORCK, « La responsabilité encourue pour défaut d'exigence de la couverture des opérations à terme », préc. – C. SCAPEL, note sous CA Aix-en-Provence, 9 mai 1972, *JCP* 1974, II 17900.

¹⁰⁷⁸ CA Paris, 6 mai 1975, *JCP* 1975, II 18128.

¹⁰⁷⁹ CA Aix-en-Provence, 9 mai 1972, note C. SCAPEL, préc.

découvert [...] »¹⁰⁸⁰. Il faut cependant remarquer que l'intérêt général n'emporte pas nécessairement intérêt de tous les intervenants. La Cour de cassation, dans une jurisprudence constante, refuse aux clients la possibilité d'invoquer un manquement du professionnel. Elle ne reconnaît pas aux donneurs d'ordre le droit de se prévaloir d'un manquement à l'obligation d'exiger la couverture¹⁰⁸¹.

496. L'intérêt du marché à travers la préservation des droits du déposant. Les garanties spécifiques aux marchés réglementés et prévues à l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier se voient en particulier assigner la tâche d'assurer la sécurité des transactions sur le marché¹⁰⁸². La prise en compte de l'intérêt du marché trouve une parfaite illustration dans la disposition de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier. Dans l'hypothèse d'une procédure collective ou d'un cas de défaillance quelconque d'un adhérent compensateur, les dépôts qui rentrent dans le cadre de l'article L. 440-7 peuvent être transférés chez un autre adhérent compensateur conformément aux dispositions de l'article L. 440-9. De plus, ces garanties ne peuvent être revendiquées par les créanciers de l'adhérent compensateur défaillant. Le caractère dérogatoire est là aussi présent à travers la création d'une sorte de patrimoine d'affectation qui, cette fois-ci, vise à préserver les droits du déposant dans l'intérêt de la sécurité juridique du marché.

SECTION 2 : IDENTITÉ DES MOYENS

497. La spécificité des besoins commande une spécificité des moyens. Le caractère dérogatoire, conséquence directe des besoins propres à la matière, joue donc

¹⁰⁸⁰ Cass. com., 14 janv. 2003, *Banque & Droit* n° 88, mars-avril 2003, p. 33, obs. H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE ; *Bull. Joly Bourse* 2003, p. 254, note L. RUET. V. également Cass. com., 8 juill. 2003, *Bull. civ. IV*, n° 118 : dans cette décision, la Cour affirme que l'obligation de couverture est édictée « dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché ».

¹⁰⁸¹ V. Cass. 1^{re} civ., 13 oct. 1982, *Bull. civ. I*, n° 286. – Cass. com., 2 nov. 1994, *D.* 1995, p. 182. – CA Versailles, 30 mai 1996, *Bull. Joly Bourse* 1996, p. 622, obs. F. PELTIER. – Cass. com., 6 mars 2007, *RD bancaire et fin.* 2007, n° 130.

¹⁰⁸² La Cour d'appel de Versailles a eu l'occasion de se prononcer sur la question. Elle estime « qu'en tout état de cause il est resté interdit au donneur d'ordre de se prévaloir des infractions relatives à la remise d'une couverture, la finalité de cette obligation demeurant comme précédemment la nécessité d'assurer la sécurité des transactions sur le marché » : CA Versailles, 30 mai 1996, *Bull. Joly Bourse* 1996, p. 622, obs. F. PELTIER. V. également Cass. com., 31 janvier 2006, *Bull. civ. IV*, n° 19 ; *Dr. sociétés* 2006, n° 94, obs. Th. BONNEAU : dans cette décision la chambre commerciale sanctionne le défaut d'appel de couverture en se fondant sur les règles de bonne conduite.

le rôle d'un élément fédérateur des garanties réelles financières. Il est commandé par la spécificité des risques et des objectifs poursuivis. Les principales caractéristiques du régime dérogatoire des garanties réelles financières résident dans la dérogation à l'application des dispositions du droit des procédures collectives que permettent les différentes techniques de garanties rentrant dans le champ d'application que nous avons dessiné. Pour y parvenir, le régime dérogatoire s'appuie sur la propriété-garantie¹⁰⁸³, sur la compensation financière¹⁰⁸⁴ et sur une règle de conflits taillée sur mesure. Ainsi, aux besoins spéciaux répond un régime exorbitant (§ 1). Cependant, la mise en place de ce régime exorbitant n'a pas manqué de bousculer certains fondamentaux du droit civil (§ 2).

§ 1 Examen de la teneur du régime dérogatoire des garanties réelles financières

498. **La construction du régime dérogatoire.** Sur les marchés financiers, la première application d'un régime dérogatoire au droit des procédures collectives a été apportée par la loi du 31 décembre 1993 qui a institué un régime de « résiliation-compensation » pour les opérations de marché à terme alors régies par la loi du 28 mars 1885¹⁰⁸⁵. Cette première étape a été suivie par la loi de modernisation des activités financières, qui a transposé la directive sur les services d'investissement. Cette loi a étendu le régime dérogatoire relatif aux règles régissant les procédures collectives aux garanties réelles financières sur les marchés de gré à gré régies par l'article 52 de la loi du 2 juillet¹⁰⁸⁶. Ce régime dérogatoire a par la suite été affiné. Le champ des dérogations instituées dès 1993 a été graduellement étendu, et leur régime assoupli¹⁰⁸⁷ par la loi « NRE » du 15 mai 2001 et par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003. L'examen de la philosophie qui fonde le droit dérogatoire (A) permet de mieux appréhender sa teneur (B).

¹⁰⁸³ P. CROCQ, « Dix ans après : l'évolution récente des propriétés-garanties », préc., p. 350-351.

¹⁰⁸⁴ Ch. BOILLOT, « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : Exceptions ou contradiction ? » *D.* 2003, chron., n° 10, p. 2743.

¹⁰⁸⁵ Article 2 de la loi du 28 mars 1885, modifié par la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 *portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers*.

¹⁰⁸⁶ V. P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc.

¹⁰⁸⁷ Ch. BOILLOT, « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : Exceptions ou contradiction ? », préc., p. 2742.

A. La *ratio legis* du droit dérogatoire

499. **La sécurité des transactions financières comme fondement du droit dérogatoire.** La règle de distinction entre les créanciers munis de garanties financières d'une part, et tous les autres créanciers, de l'autre, trouve ses origines dans le droit mis en place par la directive 2002/47/CE. On observe dans la doctrine belge à propos de la directive *Collateral* que « la directive part d'un objectif précis : assurer la sécurité des transactions financières et, particulièrement, des contrats de garantie qui les appuient »¹⁰⁸⁸. La directive pose le postulat que la sécurité des transactions dépend de la sécurité des contrats de garantie, ce qui donne un fondement au renforcement de la sécurité des contrats de garantie par le recours au droit dérogatoire.

500. **Le droit dérogatoire – une technique répandue en droit financier.** La technique des bulles dérogatoires est connue en droit des marchés financiers. Le droit dérogatoire n'est donc pas l'apanage des garanties, il caractérise les marchés financiers et le recours aux mesures dérogatoires au droit commun n'est pas isolé en droit des marchés financiers. Or, il ne faut pas s'y méprendre. Ce caractère dérogatoire reconnu aux garanties réelles financières n'est pas le résultat d'une construction quelconque en droit des sûretés, mais plutôt la conséquence de la force d'attraction du droit des marchés qui confère ses propres caractéristiques aux institutions juridiques. Le caractère dérogatoire est un des traits caractéristique du droit des marchés financiers. On peut notamment citer, en matière financière, l'exemple fourni par le compte d'affectation spécial. Le texte de l'article L. 214-46-1 du Code monétaire et financier offre au compte d'affectation spécial et aux sommes qui en sont l'objet une immunité face aux procédures du livre VI du Code de commerce, ou l'exemple des produits dérivés, qui bénéficient d'un droit dérogatoire vis-à-vis des procédures collectives¹⁰⁸⁹. On peut par ailleurs trouver d'autres exemples des manifestations du droit dérogatoire dans ce que l'on pourrait appeler le droit des biens financiers. Un premier exemple est relatif au transfert de propriété des titres qui ne s'opère pas *solo consensu* mais nécessite une inscription en compte de l'acheteur pour être réalisé. Par ailleurs, soulignons également que sur les marchés réglementés, le sous-acquéreur devient

¹⁰⁸⁸ F. T'KINT, W. DERIJCKE, « La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », préc., spéc. p. 57.

¹⁰⁸⁹ A. GAUVIN, *Droit des dérivés de crédit*, Revue Banque Edition, 2003, p. 349.

immédiatement propriétaire, il y a une inopposabilité des exceptions, et la revendication n'est pas possible. L'article 2276, al. 2 est mis en échec. Enfin, et concernant le caractère dérogatoire lié aux procédures collectives, citons le droit dont dispose l'investisseur, sans être propriétaire, d'exercer une action en revendication de son droit et d'échapper ainsi au lot commun des créanciers de l'intermédiaire¹⁰⁹⁰. Il en est de même des articles L. 431-2 et L. 431-3 du Code monétaire et financier qui traitent respectivement de la rétention et de l'attribution en pleine propriété, où l'article L. 431-3 précise que l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre du client défaillant ne fait pas obstacle à l'application de l'article.

La doctrine évoque également un droit dérogatoire propre aux instruments dérivés¹⁰⁹¹. Notre matière n'est donc qu'un pan de la logique dérogatoire des marchés financiers. Il s'agit d'une confirmation que la force du droit des marchés financiers qui s'affirme en différentes branches jouit d'un caractère exorbitant qui lui permet d'échapper à des règles d'ordre public.

501. Le caractère dérogatoire, un élément d'exclusion de certaines garanties de la catégorie des garanties réelles financières. Le caractère dérogatoire est, *a contrario*, un facteur d'exclusion des garanties sur actifs financiers du champ des garanties réelles financières, la cohésion de cette catégorie étant fondée sur le caractère exorbitant des solutions, en réponse à des questions spécifiques. La réforme du droit commun des sûretés a emporté modification des modalités de réalisation du gage. L'article 521-3 du Code de commerce, également modifié, ouvre la voie au créancier pour demander l'attribution judiciaire du gage ou convenir de son appropriation conformément aux articles 2347 et 2348 du Code civil. Le Professeur Storck souligne l'intérêt d'une telle disposition, en particulier lorsque le constituant de la sûreté fait l'objet d'une procédure collective, mais il rajoute toutefois, que « *le nouvel article L. 622-7 du Code de commerce fait obstacle à la réalisation du pacte comissoire* »¹⁰⁹². En outre, l'auteur s'est posé la question de savoir dans l'hypothèse

¹⁰⁹⁰ V. sur ces applications : A.-V. LE FUR, « La protection de l'investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier », *RD bancaire et fin.* nov. 2010, étude 32.

¹⁰⁹¹ A. GAUVIN, préc.

¹⁰⁹² M. STORCK, « Le nantissement de meubles incorporels », colloque « La réforme du droit des sûretés », Strasbourg, juin 2006, disponible sur : <http://www-cde.u-strasbg.fr/CDE/Annexes/colloque%20s%C3%BBret%C3%A9s%20juin%2006-oral.pdf>

où la banque créancière serait titulaire du compte nanti, si elle ne pourrait pas « *faire jouer la compensation après ouverture de la procédure collective* »¹⁰⁹³.

De ce régime on pourrait tirer deux conclusions : d'abord, le régime souple de réalisation du gage de compte d'instruments financiers a sans doute influencé la réforme du droit commun des sûretés. Certains acquis du régime du gage de compte d'instruments financiers ont été généralisés. Ainsi, le régime juridique de réalisation du gage de droit commun peut aujourd'hui, à certains égards, s'avérer tout aussi souple – si ce n'est plus – que le régime de réalisation des nantissements de compte-titres, en matière de gage de droit commun. Ceci confirme le caractère de droit commun de l'institution du gage de compte-titres. Il faut ensuite signaler, à défaut de dispositions spécifiques immunisant les nantissements de compte-titres, le jeu de l'article L. 622-7 du Code de commerce, qui entraîne un gel des garanties touche les nantissements de compte-titres. Cela confirme la nature non dérogoire de ces garanties. Si elles présentent un régime flexible du point de vue de la constitution, de la gestion de l'assiette et de la réalisation, elles n'en restent pas moins des garanties de droit commun. Ainsi, les nantissements de compte-titres ne présenteraient ni dans les problématiques qu'elles posent ni dans les solutions qu'elles proposent de caractère dérogoire qui permettrait leur rattachement aux garanties réelles financières.

B. La teneur du droit dérogoire

502. Nous avons démontré que les garanties réelles financières poursuivent une finalité d'ordre général. Pour y parvenir, elles ont été dotées de moyens exorbitants. Par la teneur du régime juridique des garanties réelles financières, nous entendons les principaux traits qui distinguent les régimes juridiques respectifs de ce que nous avons identifié comme les garanties réelles financières. Nous avons établi que le caractère dérogoire était un trait commun à toutes les garanties réelles financières.

503. **Qu'est-ce que le droit dérogoire ?** Pour broser les traits de ce que doit être le régime juridique d'une sûreté réelle dérogoire, il est utile de se reporter tout d'abord aux travaux qui ont accompagné l'adoption de la directive *Collateral*, ainsi qu'au texte même de cette directive. En effet, cette directive, en ce qu'elle consacre un

¹⁰⁹³ *Ibid.*

travail de lobbying important de la part des institutions financières, principales bénéficiaires des sûretés financières, traduit au mieux les traits souhaités d'une sûreté financière efficace.

L'article 8 de la directive contient un raisonnement en quatre temps : tout d'abord, une opération visée par la directive ne peut être déclarée nulle ou inopposable du seul fait qu'elle a eu lieu le jour de l'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation, mais avant le prononcé de la décision de justice, ou pendant une quelconque période suspecte fixée rétroactivement par rapport à cette ouverture¹⁰⁹⁴. Par ailleurs, une opération visée par la directive ne peut être déclarée nulle ou inopposable lorsqu'elle a eu lieu le jour du prononcé d'une décision de justice ouvrant une procédure de redressement ou de liquidation mais après ce prononcé, « *si le preneur de la garantie peut apporter la preuve qu'il ignorait que cette procédure avait été ouverte ou que ces mesures avaient été prises ou qu'il ne pouvait raisonnablement le savoir* »¹⁰⁹⁵. En outre, si l'opération visée par la directive prévoyait des adaptations ou des modifications de l'assiette de la sûreté, celles-ci ne peuvent être déclarées nulles ou inopposables du seul fait que :

« i) cette constitution a eu lieu à la date d'ouverture de la procédure de liquidation ou de la prise de mesures d'assainissement, mais avant le prononcé d'une ordonnance ou d'un jugement à cet effet, ou au cours d'une période déterminée précédant et définie en fonction de l'ouverture de la procédure de liquidation ou de la prise des mesures d'assainissement ou en fonction du prononcé d'une ordonnance ou d'un jugement ou encore de toute autre action entreprise ou de tout fait survenu au cours de cette procédure ou des mesures susvisées, et/ou

ii) les obligations financières couvertes ont nées avant la date de la constitution d'instruments financiers ou d'espèces en garantie, à titre complémentaire ou non, ou à titre de remplacement ou d'échange ».

Le droit dérogatoire a été construit progressivement jusqu'en 2005 où il a atteint son plus parfait état avec l'ordonnance du 24 février 2005. A ce sujet, le rapport au Président de la République sur l'ordonnance souligne la nature dérogatoire de ses

¹⁰⁹⁴ Article 8.1 de la directive.

¹⁰⁹⁵ Article 8.2 de la directive.

dispositions en évoquant, au sujet des garanties des obligations financières, un régime « *totalemment dérogatoire au droit commun* »¹⁰⁹⁶.

504. Moyens employés par les règles dérogatoires. On soulignera deux aspects majeurs du caractère dérogatoire de ces garanties et qui sont partagés par les principes de la directive *Collateral*. Soit le droit dérogatoire peut s'appuyer sur des mesures qui autorisent un recours aux règles de la compensation à travers les deux aspects de la compensation globale et de la résiliation compensation des articles L. 211-36 et suivants du Code monétaire et financier, des articles L. 211-24 et L. 211-27 du même code, respectivement sur les prêts de titres et les pensions livrées. Soit il consacre des masses de biens immunisées tel que prévu dans les articles L. 330-1 et L. 330-2 du Code monétaire et financier sur les systèmes de paiement et l'article L. 440-7 du même code sur les dépôts de garanties. Plus récemment, les garanties des obligations financières des articles L. 211-38 et suivants du même code ont bénéficié de la même technique. En somme, le caractère dérogatoire des garanties réelles financières s'exprime en particulier vis-à-vis des procédures collectives. Il est la caractéristique principale de cette catégorie. Pour remplir les finalités recherchées, le législateur a doté les garanties réelles financières de dispositions dérogatoires qui permettent, en particulier, de neutraliser les dispositions du Livre VI du Code de commerce, relatives aux procédures de redressement et liquidation judiciaires ainsi que les procédures judiciaires ou amiables équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers. Ces règles sont logées à l'article L. 211-36-1, pour le *close-out netting*, et à l'article L. 211-38 pour les sûretés qui visent à garantir les obligations financières. Le paragraphe IV de l'article L. 211-38 contient une disposition équivalente à celle du paragraphe II de l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier. Il assure l'opposabilité des opérations de réalisation des garanties face aux procédures d'exécution concernant les biens et droits donnés en garantie.

505. La dérogation aux règles des procédures collectives. L'article L. 211-40 organise une dérogation au droit des procédures collectives en garantissant l'efficacité du dispositif nonobstant toute procédure de sauvegarde, de redressement, de liquidation

¹⁰⁹⁶ Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, *JO* 25 février 2005.

judiciaire, ou de conciliation. En cas de faillite d'une contrepartie, le dispositif de « *close-out netting* » permet à la partie non défaillante de résilier l'opération et de prononcer son exigibilité anticipée. Il lui revient par ailleurs d'« *évaluer selon une méthode appropriée, le coût de remplacement de chaque produit considéré, puis en faire la somme et compenser les dettes et créances réciproques pour déterminer le solde net, dû ou à devoir* ». Cet article organise donc une dérogation à un ensemble de règles, généralement considérées d'ordre public.

Tout d'abord, les règles relatives à la période suspecte, prévues aux articles L. 632-1 et L. 632-2 du Code de commerce, sont écartées par la disposition de droit spécial du Code monétaire et financier qui prévoit que « *lesdites transactions, mêmes si elles sont conclues pendant la période suspecte, ne sont donc pas annulables* »¹⁰⁹⁷. Les articles L. 622-7 et L. 622-13 du Code de commerce sont écartés. La résiliation anticipée se fait nonobstant les dispositions de l'article L. 622-13 qui interdit normalement la résiliation du seul fait de l'ouverture d'une procédure collective pour permettre à l'administrateur de poursuivre les contrats en cours. La compensation des créances et des dettes ne requiert pas la condition de connexité posée à l'article L. 622-7 du Code de commerce. Ce dispositif concerne également la compensation globale – le *global netting* – des créances et des dettes résultant d'opérations différentes : pensions et contrats à terme ferme par exemple.

Enfin, l'article L. 211-36, I du Code monétaire et financier autorise une autre mesure dérogatoire en organisant la compensation globale, autrement désignée par « *global netting* ». Cet article permet aux parties de « *prévoir l'établissement d'un solde unique, que ces obligations financières soient régies par une ou plusieurs conventions ou conventions-cadres* ». Par extension, ces règles peuvent s'appliquer à toutes les garanties opérant par renvoi à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, ainsi qu'aux opérations de règlement et livraisons de titres conformément à l'article L. 330-2 qui prévoit que : « *Les règles de fonctionnement, la convention-cadre ou la convention type régissant tout système mentionné à l'article L. 330-1 peuvent, lorsqu'ils organisent les relations entre plus de deux parties, exiger des établissements participant, directement ou indirectement, à un tel système des garanties constituées et susceptibles de réalisation conformément aux dispositions de l'article L. 211-38 ou l'affectation*

¹⁰⁹⁷ M. BOUREGHDA, *La défaillance des conglomerats financiers internationaux*, thèse Paris I, A. Pedone, 2002, n° 598 et 599, p. 284 et 285.

spéciale des valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent pour satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un tel système ».

506. **Le droit d'utilisation.** Le caractère dérogatoire peut également se retrouver dans des règles de type nouveau qui bousculent les principes généraux de notre droit tel que le droit d'utilisation qui peut être reconnu au créancier gagiste sur les actifs affectés en garantie. Cependant, il s'agit là d'une mesure spécifique aux garanties sur actifs financiers qui ne se retrouve pas s'agissant des autres garanties.

§ 2 Examen du régime dérogatoire à l'aune de certains principes du droit réel et du droit des contrats

507. **La fin justifie-t-elle les moyens (dérogatoires) ?** Le fait de doter les garanties réelles financières relève d'une réaction aux contraintes qui ont semblé incompatibles avec certaines catégories d'opérations. « *Trop souvent, le créancier se trouve maltraité. Sa créance est mutilée. Elle cherche sa revanche* »¹⁰⁹⁸. La réforme du droit des sûretés, menée en parallèle à la réforme du droit des procédures collectives, n'a pas réussi à redonner aux sûretés réelles l'efficacité nécessaire face aux procédures collectives. Le nouveau Livre IV du Code civil traitant des sûretés s'ouvre sur un article 2287 qui énonce, sans ambiguïté, que « *les dispositions du présent livre ne font pas obstacle à l'application des règles prévues en cas d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire* »¹⁰⁹⁹. Dès lors, pour les opérations de marché, un droit propre s'est imposé visant à rééquilibrer ce rapport, nonobstant les risques de frictions avec les principes gouvernant le droit commun. Les dérogations au droit commun qu'emporte le régime des garanties réelles financières touchent tant au droit des procédures collectives qu'au droit des garanties réelles ou encore de propriété. Après avoir examiné la teneur des règles dérogatoires et les règles des procédures collectives qu'elles écartent, il convient à présent de mesurer

¹⁰⁹⁸ J.-C. WOOG, « La protection du créancier », *RJ com.* 1999, n° 1, p. 1.

¹⁰⁹⁹ V. E. GARAUD, « Sûretés et procédures collectives : l'articulation des réformes », *PA* 2009, n° 120, p. 4. L'auteur souligne les limites des sûretés réelles mobilières de droit commun face à une procédure collective. Il souligne que « *le danger guette les créanciers désireux d'expérimenter les garanties, traditionnelles ou modernes, visées au livre IV dont s'est enrichi le Code civil. Le régime qui y est décrit n'aura pas forcément vocation à s'appliquer au moment où le besoin se fera sentir d'exercer les prérogatives conférées* ».

les atteintes que le régime dérogatoire apporte aux droits réels concernés (A), ainsi qu'au droit des contrats (B).

A. Examen à l'aune des principes généraux du droit réel

508. Le doyen Ripert remarquait déjà que le capitalisme transforme les propriétaires de biens en créanciers détenteurs de titres¹¹⁰⁰. Le phénomène a une portée importante sur le régime des garanties sur titres. Il convient d'examiner le régime dérogatoire des garanties réelles financières à l'aune du droit de propriété d'une part (1) et des droits réels accessoires, de l'autre (2).

1. La titularité : une propriété nouvelle portant sur une valeur

509. **Le rattachement au concept de valeur.** Longtemps, le caractère absolu de la propriété au sens où l'entend le Code civil a été un obstacle à la reconnaissance de tempéraments à la notion droit de propriété. La Cour de cassation s'est très tôt prononcée sur cette question. Malgré l'évolution accélérée de la matière ces dernières années, la position adoptée par la Haute Cour reste d'actualité. Dans un arrêt *Caquelard*, la Cour affirme que « *les articles 544, 546, 552 du Code civil, sont déclaratifs du droit commun relativement à la nature et aux effets de la propriété, mais ne sont pas prohibitifs ; ni ces articles, ni aucune autre loi, n'excluent les diverses modifications et décompositions dont le droit ordinaire de propriété est*

¹¹⁰⁰ G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2^e éd., LGDJ, 1951, n° 56 et s. : les titres ainsi créés sont représentatifs des valeurs d'échange ; il s'agit de meubles par détermination de la loi, mais la division bipartite imposée par le code « *ne permet pas d'imaginer un régime particulier pour les valeurs mobilières* ». Cette démultiplication des droits dont G. RIPERT craignait qu'elle aboutisse à une création trop facile, donc factice des biens, a été maintes fois relevée ; elle l'avait été par E. LEVY in *Les fondements du droit*, F. Alcan, 1933, La transition du droit à la valeur, p. 87 et s. – V. aussi J. LARGUIER, *Etudes sur la notion de titre*, thèse, Dalloz, 1951, n° 37, 227 et 230 ; Th. BONNEAU, « La diversification des valeurs mobilières : ses simplifications en droit des sociétés », préc. et « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créance et le droit civil », *RTD civ.* 1991, p. 1. – V. aussi J.-M. MOUSSERON, « Valeurs, biens, droits », in *Mélanges en l'honneur de A. Breton et F. Derrida*, Dalloz, 1991, p. 277 : « *De certaines valeurs, le Droit fait des biens. Sur certains biens, il construit des droits. Porté par une vie collective croissante, le Droit retient comme biens un nombre croissant de valeurs, elles-mêmes multipliées et différenciées* ».

On en est venu à se demander si, avec l'informatisation des marchés qui a sa propre logique, on ne risque pas de dépasser « *un seuil critique où la relation entre signe et objet s'inverse : le signe devient plus réel que l'objet et l'objet plus virtuel que le signe* » ; ainsi peuvent s'introduire sur le nouveau marché des valeurs de spéculation pure, coupées non seulement de toute réalité, mais également de toute virtualité (L. SCHEER, « Argent gratuit et crash virtuel », *Les Echos* du 7 mars 1996, p. 44).

susceptible »¹¹⁰¹. Cette idée rejoint celle Lévy qui décrit le phénomène comme « le remplacement de la propriété par la valeur ». La question a trouvé écho dans la doctrine moderne, en particulier depuis la dématérialisation des titres. MM. Vauplane et Nizard soulignent que « la loi du 30 décembre 1981 qui a totalement dématérialisé les titres au porteur aurait dû, logiquement, supprimer toute idée de propriété des titres. Pourtant, par habitude, on a continué à parler de propriété des titres. Le législateur lui-même a utilisé cette expression ».

510. Les titres nominatifs administrés : une chaîne de droits. La question du droit sur une valeur se pose avec d'autant plus d'acuité en matière de titres nominatifs administrés et notamment dans un contexte international. Depuis la loi portant dématérialisation¹¹⁰², les titres financiers doivent être inscrits dans un compte-titres qui est soit directement tenu par l'émetteur, soit administré par un intermédiaire habilité¹¹⁰³. Les titres qui sont indirectement administrés et détenus à travers des chaînes de détention mettent parfois à contribution plusieurs intermédiaires professionnels situés dans différents pays¹¹⁰⁴. Pour ces titres, le teneur de compte joue un rôle essentiel. Dans ces chaînes de détention, il n'y a souvent pas de lien direct entre, d'une part, le titulaire, investisseur, et d'autre part, l'émetteur. L'investisseur traite avec un intermédiaire, et l'intermédiaire détient lui-même les actifs *via* d'autres intermédiaires. Ainsi, une chaîne de teneurs de comptes intermédiaires caractérise la matière. Dans cette chaîne, l'intermédiaire détient souvent auprès d'un autre teneur de compte intermédiaire, dans un pool d'actifs non ségrégués, les droits de tous les titulaires d'un niveau inférieur de la chaîne.

Le Professeur Storck a souligné le rôle joué par le concept de titularité d'un droit de créance que contient la directive *Collateral* en relevant qu'elle repose « non pas sur le concept de propriété mais sur celui de titularité (les investisseurs ne sont pas propriétaires des titres, mais titulaires d'un droit de créance à l'égard de

¹¹⁰¹ Cass. req., 13 févr. 1834, H. CAPITANT, F. TERRE et Y. LEQUETTE, *Grands arrêts de la jurisprudence civile*, 12^e éd., Dalloz, 2008, n° 65, p. 421 ; *DP* 1834, I, 118 ; *S.* 1834, I, 205.

¹¹⁰² M. D.-R. Martin réfute le terme de dématérialisation pour décrire ce phénomène et préfère employer celui de scripturalisation, du fait d'une matérialité même infinitésimale qu'il voit dans l'inscription informatique.

¹¹⁰³ Article L. 211-3 du Code monétaire et financier.

¹¹⁰⁴ Pour les questions relatives aux titres détenus par un intermédiaire, V. S. ECONOMOU, « La proposition de directive européenne sur les contrats de garantie financière », *Bull. Joly Bourse* 2002, p. 6 ; S. SAINT-PE, « L'harmonisation européenne du droit des titres détenus auprès d'un intermédiaire », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 280.

l'intermédiaire qui tient le compte) », ce qui, pour l'auteur, permet « *plus de souplesse dans la constitution de garanties et pour la réutilisation des titres mis en garantie* »¹¹⁰⁵. Se pose alors la question de savoir comment le droit réel du titulaire s'exerce, et si l'on pourra en tirer toutes les conséquences. Ainsi, la sûreté est donnée sur un actif représenté par une inscription, mais s'appuie elle-même sur une autre inscription chez un autre intermédiaire, s'appuyant à son tour sur une autre inscription auprès d'un intermédiaire d'un niveau différent de la chaîne, etc. A chaque niveau de la chaîne, les droits sont inscrits uniquement au nom du titulaire direct. Le schéma se répète à chaque niveau de la chaîne de sorte à ce que la caractéristique première du droit réel, le pouvoir immédiat qu'il confère sur la chose, a du mal à se matérialiser dans une chaîne de détention indirecte. Le droit réel s'exprime dans le rapport direct entre le titulaire et le teneur du compte. Pour le reste de la chaîne, le droit réel ressemble davantage à une chaîne de créances. Ce droit s'appliquerait ainsi à l'inscription qui représente un droit, qui lui-même s'appuie sur une inscription qui représente un droit, lui-même s'appuyant sur une inscription représentant un droit, etc. jusqu'à atteindre le dernier maillon de la chaîne, où l'inscription représente un droit direct sur le bien.

L'implication de différentes lois nationales souvent différentes à chaque maillon de la chaîne ajoute à l'incertitude. Celle-ci nuît aux principes de prévisibilité et de sécurité juridique. En particulier, un grief important peut être constaté en matière de droit des sûretés, où la sécurité juridique, plus qu'ailleurs probablement, est un préalable nécessaire à la sécurité des parties que les sûretés visent à assurer.

511. **Quelle traduction du concept de *security entitlement* ?** Il en résulte deux conséquences pour les instruments financiers : tout d'abord, leur propriété s'apparente davantage à une titularité¹¹⁰⁶. Le régime applicable aux instruments financiers se rapproche ainsi considérablement de celui des espèces à certains égards et des créances dans d'autres. La loi ratifiant l'ordonnance du 24 février 2005 souligne expressément la recherche de solution pour le nouveau droit de titularité¹¹⁰⁷. Dans les chaînes de détention, sur le plan national, l'investisseur se trouve souvent mieux protégé qu'un

¹¹⁰⁵ M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », préc.

¹¹⁰⁶ V. B. MOJUYÉ, « Les droits intermédiés en common law américain », *RD bancaire et fin.* 2010, p. 7, 8 et 9.

¹¹⁰⁷ Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 5.

propriétaire « *puisque à son droit de propriété, s'ajoute un ensemble de droits personnels à l'encontre des intermédiaires, ce que traduit la notion de bien financier et l'existence d'un droit spécial des biens financiers* »¹¹⁰⁸. Cependant, la nature du droit qu'il détient a longtemps fait débat. Elle peut s'avérer source d'incertitude dans un contexte international. Aux Etats-Unis d'où est né le concept de *security entitlement*¹¹⁰⁹, les droits dont le titulaire du compte est investi font l'objet de différentes dispositions du *Uniform Commercial Code*. Ce concept emporte des droits personnels pour le titulaire du compte à l'égard de son intermédiaire, ainsi qu'un droit de copropriété sur les titres détenus par l'intermédiaire pour le propriétaire. On a pu rapprocher la nature de ce droit d'un droit réel dérivé, amputé de l'*usus* et de l'*abusus* et ne pouvant s'exercer qu'à l'encontre de l'intermédiaire¹¹¹⁰.

512. **Le pragmatisme de l'harmonisation fonctionnelle.** Les instruments européens n'ont souvent pas la prétention de réformer les concepts en profondeur, ni même de les harmoniser. Ils peuvent viser, ainsi que l'exprime l'avis du groupe de travail sur la sécurité juridique, une harmonisation fonctionnelle plutôt que l'harmonisation des concepts en tant que tels¹¹¹¹. Ce pragmatisme se retrouve dans le dépeçage des rapports juridiques dans la chaîne de détention. Ainsi, les créanciers d'un titulaire de compte peuvent créer une sûreté ou prendre des mesures d'exécution sur les actifs tenus en compte. Il a été proposé d'introduire des dispositions qui sécuriseraient la chaîne de détention à l'égard des créanciers non seulement des titulaires de comptes, mais également des teneurs de comptes (*account providers*) eux-mêmes. De telles mesures consacraient une immunité pour les comptes clients qui se trouveraient ainsi dans une sorte de patrimoine d'affectation. Elles empêcheraient les créanciers d'un teneur de compte de saisir le compte de ce dernier auprès d'un autre teneur de compte, à un niveau inférieur de la chaîne, dans la mesure où le teneur de compte débiteur

¹¹⁰⁸ A.-V. LE FUR, « La protection de l'investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier », préc., § 20.

¹¹⁰⁹ V. sur ce concept : F. DRUMMOND, « Les titres intermédiés : regard sur un nouveau concept du droit financier », in *Etudes offertes à P. Didier*, 2008, p. 147. « Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws », Oxford Colloquium 1998, Special supplement to the *Journal of International Banking and Financial law*.

¹¹¹⁰ A.-V. LE FUR, préc., § 29. V. également H. de VAUPLANE et F. NIZARD, « Les titres inscrits en compte en droit international privé », préc.

¹¹¹¹ *Second Advice of the Legal Certainty Group*, Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU, août 2008, p. 10.

indique que le compte qu'il détient auprès de l'autre teneur de compte est un compte client.

513. Affirmation de la position traditionnelle par l'ordonnance du 8 janvier 2009. Pour garantir la levée des frottements entre les différents systèmes juridiques, une alternative a été proposée par le groupe européen de travail sur la sécurité juridique des opérations de marché (*Legal Certainty Group*). Cette proposition fait écho aux initiatives de la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, et de la convention Unidroit sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés¹¹¹². Elle permet d'unifier l'interprétation relative à la nature des droits du titulaire sur le compte. Une disposition de droit matériel pourrait ainsi garantir l'uniformité de traitement du droit du titulaire dans l'ensemble des pays de l'Union européenne. Le group de travail sur la sécurité juridique des opérations « *post-trading* » en Europe a suggéré de reconnaître aux actifs financiers inscrits en compte une nature et un statut supranationaux, qui seraient indépendants du pays où de tels actifs se trouvent localisés¹¹¹³. Certains systèmes juridiques européens ont repris le concept américain du titre intermédié¹¹¹⁴. Cependant cette conception présente des différences fondamentales avec le droit de propriété. MM. Vauplane et Nizard la décrivent, à juste titre, comme porteuse d'un droit *sui generis* pour les titres intermédiés¹¹¹⁵. La marche vers un droit de titularité déjà annoncé par Ripert¹¹¹⁶, à travers les différents apports du droit des garanties financières (directive 1998/26/CE et 2002/47/CE) ainsi que les lois sur la fiducie, n'a toutefois pas été confortée par la position prise lors de la réforme du droit des titres.

¹¹¹² Unidroit, Etude LXXVIII, Doc. 57, mars 2007, www.unidroit.org. V. également, B. MOJUYÉ, précité.

¹¹¹³ « *A further reaching approach, which is not taken by the present Advice, is to establish by the new legislation that book-entry securities are a new class of legal asset which is disconnected from the context of the domestic legal framework. Some consider that only this option could properly eliminate the legal uncertainties that had been identified under the label of Barrier 13. However, implementation of such concept would be complex, taking a very long time to fully explore its systematic effect in the various EU jurisdictions belonging to different legal traditions and contemplating clearly differing holding patterns. Such approach might merit being explored in the future, depending on the evolution of the EU's securities markets* », *Second Advice of the Legal Certainty Group, Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU*, août 2008, p. 37.

¹¹¹⁴ Il en est ainsi, notamment, de la Belgique, du Luxembourg et de la Suisse.

¹¹¹⁵ H. de VAUPLANE et F. NIZARD, préc.

¹¹¹⁶ Pour Ripert, le traitement des droits incorporels ne peut être identique à celui des droits corporels. Pour ceux-là, « *le mot propriété sert ici à désigner le droit privatif, mais la propriété des titres ne peut pas ressembler à la propriété des choses corporelles* » : G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2^e éd., LGDJ, 1951, p. 139, n° 58-59.

L'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux titres financiers a choisi d'adapter aux titres dématérialisés les principes du droit de propriété en refusant la réception de concepts de droit de propriété nouveau qui ressemblerait à la titularité des systèmes anglo-américains¹¹¹⁷. De fait, le législateur français, à contrepied de la tendance initiée par le droit issu des directives européenne, a marqué son attachement à la théorie traditionnelle du droit de propriété. Cette position renforce la protection des droits du titulaire vis-à-vis du teneur de compte. Outre le droit de revendication que le titulaire peut exercer en cas de concours, le teneur de compte se voit investi d'une obligation de restitution que l'article L. 211-9 du Code monétaire et financier met à la charge des teneurs de compte-conservateurs. Cette disposition fait ainsi obstacle au tirage sur masse¹¹¹⁸.

2. Examen des droits réels accessoires

514. Le gage-espèces a servi de laboratoire pour la convergence entre les deux techniques. A propos de convergence et des zones tampon entre les différentes techniques, Galtier observait déjà au début du XX^e siècle : « *La mise en gage des titres nominatifs a été simplifiée. On est arrivé à ce résultat en s'inspirant des formes du transfert en pleine propriété. La mise en gage de ces titres se réalise par un transfert dit de garantie qui est pratiqué sur les registres de l'établissement débiteur* »¹¹¹⁹. Les garanties réelles financières contribuent à la convergence des techniques de nantissement et de transfert de propriété à titre de garantie (a). Il convient d'examiner les principales manifestations de cette convergence dans le régime de ces garanties (b).

a. Un caractère dérogatoire exorbitant même par rapport aux fiducies-sûretés

515. Le régime de la fiducie-sûreté en cas de procédure collective. Le législateur a prévu des dispositions spécifiques pour organiser le traitement de la

¹¹¹⁷ V. sur ce point, A.-V. LE FUR, préc.

¹¹¹⁸ Le tirage sur masse est une « *pratique qui consistait pour un intermédiaire à prélever sur les comptes de ses clients, évidemment sans les en avertir, un certain nombre de titres dont lui, intermédiaire, avait provisoirement besoin* » : A.-V. LE FUR, préc., n° 13.

¹¹¹⁹ J. GALTIER, *La mise en gage des titres nominatifs et au porteur*, thèse Toulouse, Recueil Sirey, 1912, p. 1-2.

fiducie dans le cadre d'une liquidation judiciaire. Il en est ainsi de la poursuite des contrats en cours¹¹²⁰, ou du traitement des actifs fiduciaires dans le cadre d'un plan de cession¹¹²¹. En cas d'ouverture d'une procédure de liquidation à l'encontre du constituant d'une fiducie, le créancier-bénéficiaire peut réaliser efficacement sa fiducie-sûreté. Pour le cas d'une sauvegarde ou d'un redressement judiciaire, il convient de déterminer si les actifs sont indispensables à l'exploitation. De fait, la fiducie peut produire son plein effet uniquement dans l'hypothèse où les biens ne sont pas indispensables à l'exploitation. C'est là un trait important qui distingue la fiducie des garanties réelles financières. Pour ces dernières, l'immunité est absolue, sans distinction suivant les biens concernés, alors que l'article L. 622-23-1 du Code de commerce prévoit pour la fiducie : « aucune cession ou aucun transfert de ces biens ou droits ne peut intervenir au profit du fiduciaire ou d'un tiers du seul fait de l'ouverture de la procédure, de l'arrêté du plan ou encore d'un défaut de paiement d'une créance née antérieurement au jugement d'ouverture. Cette interdiction est prévue à peine de nullité de la cession ou du transfert ». En outre, conformément à l'article L. 626-30 *in fine* du Code de commerce, les créanciers-bénéficiaires de fiducies-sûretés ne participent pas aux comités de créanciers. Malgré la consécration d'une ségrégation entre les patrimoines, la fiducie française présente un faible caractère dérogatoire au regard des procédures collectives.

516. Primauté des garanties réelles financières par rapport aux fiducies-sûretés de droit commun. L'immunisation du mécanisme de fiducie-sûreté face aux procédures collectives a été posée comme un pré-requis pour préserver un intérêt à cette jeune institution du droit français¹¹²². La loi permet ainsi au patrimoine fiduciaire d'échapper à l'ouverture des procédures de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire¹¹²³. Certains ont vu dans la la fiducie-sûreté

¹¹²⁰ L'article L. 641-11-1, VI du Code de commerce exclut l'application des dispositions relatives à la poursuite des contrats en cours tant au contrat de fiducie qu'à la convention de mise à disposition du débiteur des biens ou droits transférés dans le patrimoine fiduciaire.

¹¹²¹ L'article L. 642-7 du Code de commerce prévoit que la convention de mise à disposition d'un bien ou de droits dans un patrimoine fiduciaire ne peut faire partie des contrats cédés judiciairement en cas de plan de cession. Le bénéficiaire du contrat de fiducie peut néanmoins donner son accord.

¹¹²² V. sur ce thème M. GRIMALDI et R. DAMMANN, « La fiducie sur ordonnances », *D.* 2009, p. 674. – Ph. PETEL, « Le nouveau droit des entreprises en difficulté, acte II », *JCP E* 2009, n° 1049.

¹¹²³ La limite à cette immunité est constituée par les « droits des créanciers du constituant, titulaires d'un droit de suite attaché à une sûreté publiée antérieurement à la conclusion du contrat de fiducie et hors les cas de fraude aux droits des créanciers du constituant, le patrimoine fiduciaire ne peut être saisi que

introduite dans le Code civil par la loi n° 2007-211 du 9 février 2007 une faveur faite aux créanciers au détriment du plan de cession « *et même d'une certaine conception du traitement des difficultés des entreprises* »¹¹²⁴. Cependant l'ordonnance du 18 décembre 2008 n'instaure qu'une immunité partielle. De fait, malgré l'adoption d'un régime de fiducie de droit commun, le maintien des régimes de droit spécial se justifie. Le traitement des créanciers munis de fiducies-sûretés et ceux munis de garanties réelles financières n'est pas identique. Ces dernières jouissent d'un régime d'immunité plus favorable. Les fiducies-sûretés dont le régime juridique a fait l'objet d'un rééquilibrage à l'issue de l'adoption de l'ordonnance du 18 décembre 2008¹¹²⁵ voient désormais leur effet paralysé pendant la période d'observation et en cas d'adoption d'un plan de sauvegarde ou de redressement lorsqu'elles sont considérées comme portant sur des biens indispensables à la continuation¹¹²⁶. La fiducie sûreté n'offre une immunité absolue que dans l'hypothèse d'une liquidation ou d'un échec du plan de sauvegarde ou de redressement¹¹²⁷. Par ailleurs, le créancier non fiduciaire dispose d'un droit personnel contre le fiduciaire, lui permettant d'exiger la remise des biens en pleine propriété ou, si le contrat le prévoit, la vente de ceux-ci et la remise de tout ou partie du prix¹¹²⁸.

par les titulaires de créances nées de la conservation ou de la gestion de ce patrimoine » : G. BERTHOLET, « Le traitement de la fiducie-sûreté dans la nouvelle ordonnance sur les procédures collectives », *Droit et patrimoine* oct. 2009, p. 89, spéc. p. 90.

¹¹²⁴ K. LUCIANO, « Fiducie-sûreté et plan de cession », *Revue proc. coll.* 2011, étude 9.

¹¹²⁵ Ph. ROUSSEL GALLE, « Premier aperçu sur l'ordonnance du 18 décembre 2008 réformant le droit des entreprises en difficulté », *PA* 2008, n° 257, p. 3 ; Ph. PETEL, « Le nouveau droit des entreprises en difficulté : acte II », *JCP E* 2009, n° 1049 ; A. LIENHARD, « Réforme du droit des entreprises en difficulté : présentation de l'ordonnance du 18 décembre 2008 », *D.* 2009, p. 110 ; P. CROCQ, « L'ordonnance du 18 décembre 2008 et le droit des sûretés », *Revue proc. coll.* 2009, p. 75.

¹¹²⁶ Un nouvel article L. 622-23-1 du Code de commerce dispose ainsi que : « *Lorsque des biens ou droits présents dans un patrimoine fiduciaire font l'objet d'une convention en exécution de laquelle le débiteur constituant en conserve l'usage ou la jouissance, aucune cession ou aucun transfert de ces biens ou droits ne peut intervenir au profit du fiduciaire ou d'un tiers du seul fait de l'ouverture de la procédure, de l'arrêt du plan ou encore d'un défaut de paiement d'une créance née antérieurement au jugement d'ouverture. Cette interdiction est prévue à peine de nullité de la cession ou du transfert* ». L'article L. 622-23-1 du Code de commerce édicte cette paralysie de la fiducie-sûreté justifiée par l'identification d'une convention conservant l'usage ou la jouissance au débiteur, soit d'une fiducie-sûreté sans dépossession. Il reviendra en ce cas à l'administrateur d'imposer la continuation d'un contrat en cours de mise à disposition des actifs fiduciaires réputé nécessaire à la continuation de l'entreprise (C. com., art. L. 622-13-VI). Mais la situation du créancier n'est pas pour autant désespérée qui pourra utilement revendiquer « *à condition qu'ils se retrouvent en nature, les biens meubles [...] transférés dans un patrimoine fiduciaire dont le débiteur conserve l'usage ou la jouissance en qualité de constituant* » (C. com., art. L. 624-16) ; surtout, il reste à l'abri de la loi de la majorité propre aux comités de créanciers dont il est avantageusement exclu (C. com., art. L. 626-30 *in fine*).

¹¹²⁷ Ph. DUPICHOT, « L'efficacité économique du droit des sûretés réelles », préc.

¹¹²⁸ Art. 2372-3, al. 2, et 2488-3 al. 2, du Code civil.

b. Les garanties financières, une notion qui contribue à la convergence des techniques

517. **La convergence entre garanties translatives et garanties non translatives de propriété.** Le droit des marchés financiers transcende le clivage traditionnel entre les garanties conférant un droit de préférence et celles qui offrent aux bénéficiaires une exclusivité sur les biens affectés en garantie. Il a été observé que « *de même que les TCN ont permis de faire la jonction entre le marché monétaire et le marché des valeurs mobilières, la création de nouvelles garanties "sui generis" et la possibilité de réutilisation des titres nantis devraient permettre de combler l'espace ouvert par la dichotomie traditionnelle entre garanties classiques sous forme de sûreté (tel que le gage) et garanties translatives de propriété (telle que la pension livrée)* »¹¹²⁹. A la question de la Commission européenne sur les retombées positives de la transposition du régime de la directive *Collateral*, la France a répondu en indiquant que la directive a permis la création d'une passerelle entre les transferts de garantie à titre de propriété et les sûretés basées sur le nantissement¹¹³⁰.

518. **La structure bicéphale des garanties réelles financières.** Traditionnellement, les couvertures sur les marchés à terme, ancêtre de la sûreté boursière, s'appuyaient sur une remise de biens. La nature d'un tel mécanisme était débattue en doctrine, mais une position dominante défendait, à raison, la thèse du transfert fiduciaire à titre de garantie. La réforme du droit des garanties sur actifs financiers qu'a emportée l'entrée en vigueur de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 dite de modernisation des activités financières a notamment eu pour conséquence de favoriser le recours aux remises en pleine propriété pour garantir les opérations de gré à gré sur produits dérivés. La loi n° 2001-420 du 15 mai 2001, sur les nouvelles régulations économiques, en modifiant l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier, a permis, du moins en théorie, le recours en toute sécurité aux mécanismes de nantissement pour la garantie des opérations sur les marchés de gré à gré. Cette loi a étendu le domaine d'application de l'ancien article L. 431-7 du Code monétaire et

¹¹²⁹ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 38.

¹¹³⁰ V. questionnaire de la Commission européenne mis en place dans le cadre de la procédure d'évaluation de la directive *Collateral*, MARKT/G2/D(2006), janvier 2006, p. 3.

financier (qui couvre aujourd'hui les articles L. 211-36 et suivants) pour couvrir les remises en pleine propriété aussi bien que les constitutions de sûretés.

Aujourd'hui, les garanties spéciales sur actifs financiers s'articulent autour des deux techniques du nantissement et de la propriété-garantie¹¹³¹. Certains auteurs défendent également la possibilité pour les couvertures de s'appuyer sur un séquestre¹¹³², même si en pratique le recours à ce mécanisme est très rare si ce n'est inexistant. Au sujet de cette dichotomie traditionnelle entre, d'une part, les garanties classiques sous forme de sûreté – le gage principalement – qu'il convient d'entendre comme les garanties non translatives de propriété et, d'autre part, les garanties translatives de propriété, la Banque de France observe, à juste titre, que « *le cloisonnement qui résulte de cette dichotomie était perçu comme de plus en plus contraignant* »¹¹³³. La doctrine appelait de ses vœux cette convergence. « *Notre législateur risque fort en effet de se trouver confronté à la bipolarisation du droit actuel, lequel peut se présenter schématiquement sous la forme de deux blocs compacts, autonomes voire antinomiques, la propriété-sûreté d'un côté, et le droit classique du gage de l'autre. Peut-on concilier ces deux blocs, ces deux approches des sûretés qui ne procèdent pas de la même philosophie ? Doit-on maintenir cette bipolarisation ou profiter de la volonté de réforme qui semble se manifester pour tenter une réunification, une rationalisation du droit des sûretés réelles mobilières ?* »¹¹³⁴

519. L'apport de l'ordonnance du 24 février 2005. La directive *Collateral* a eu sans doute un rôle important dans l'impulsion qu'elle a donnée pour le rapprochement entre les différentes techniques de garantie ainsi que leur regroupement sous une garantie-cadre unique. On retrouve d'ailleurs cette même convergence dans la directive *Collateral*, fruit du compromis entre praticiens et juristes de culture anglo-saxonne¹¹³⁵. La directive invite à une telle convergence, la notion de contrats de garantie financière qui en est le pivot étant elle-même le meilleur témoignage de son option en faveur de

¹¹³¹ Selon l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, à chaque fois que la couverture est prise en garantie d'une opération sur le marché financier au bénéfice d'un prestataire de services d'investissements, cette couverture est qualifiée par le législateur de propriété-sûreté.

¹¹³² S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 342, p. 225.

¹¹³³ *Bull. Banque Fr.*, n° 137, mai 2005, p. 38.

¹¹³⁴ J.-F. RIFFARD, « Propriété et garanties : faut-il destituer la reine des sûretés ? Ou du caractère soluble de la propriété-sûreté dans le Guide Législatif de la CNUDCI sur les opérations garanties », *in Repenser le droit des sûretés mobilières*, M.-E. ANCEL (ss dir.), LGDJ, 2005, p. 29, spéc. p. 31.

¹¹³⁵ V. à ce sujet H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., spéc. p. 83.

cette convergence¹¹³⁶ (considérant 10). Par le recours à un schéma bicéphale tel qu'on l'a présenté ci-haut, le régime des garanties sur actifs financiers offrait au bénéficiaire de la garantie, avant même l'entrée en vigueur des aménagements introduits par l'ordonnance du 24 février 2005, tous les avantages de la propriété-sûreté à travers les remises en pleine propriété. Le nantissement de compte-titres, malgré les aménagements dont il bénéficie par rapport au gage de droit commun, s'en trouvait néanmoins relégué à un plan secondaire, tant l'attrait de la propriété-sûreté au niveau de la constitution mais aussi de la gestion et la réalisation de la sûreté était prédominant. On a d'ailleurs souligné l'affection évidente de la pratique pour les propriété-sûretés, tel que le soulignent les différents rapports de l'ISDA¹¹³⁷. De fait, en introduisant le régime spécifique aux « garanties financières », l'ordonnance du 24 février 2005 a procédé à la mise en place d'un régime commun réduisant le fossé qui séparait les deux techniques. Il a certes été souligné qu'en pratique, l'innovation apportée par l'ordonnance était réduite du fait que « *le droit spécial des garanties financières existait en droit interne antérieurement à l'entrée en vigueur de la directive* »¹¹³⁸, il reste que l'intervention de l'ordonnance a permis de sceller un tel régime. « *Le régime du gage adossé à des obligations financières se rapproche de celui de l'aliénation fiduciaire, par la mise en place d'un droit d'utilisation, d'aliénation, d'exécution sur les droits et biens constitués en garantie et par la neutralisation du droit des procédures collectives* »¹¹³⁹.

¹¹³⁶ V. le considérant 10 de la directive *Collateral*.

¹¹³⁷ V. *ISDA Margin Survey* 2010 mais également les rapports des années précédentes disponibles sur www.isda.org.

¹¹³⁸ D. ROBINE, « La réforme du gage de compte d'instruments financiers par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc., spéc. p. 401.

¹¹³⁹ M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », préc.

c. Les manifestations de la convergence du point de vue du régime

520. Manifestation de la convergence dans divers aspects du régime de la garantie. Il ressort de l'étude du droit d'ajustement de l'assiette de la garantie une identité de problématique entre les différentes formes de garantie. A cette identité de problématique répond une similitude dans les solutions offertes, permettant ainsi une convergence au niveau des régimes juridiques applicables aux différentes garanties.

Au sujet du droit d'utilisation par ailleurs, on peut lire chez M. Praicheux que ce droit remettrait en question la distinction bipartite de la nature des « sûretés boursières » tant la confusion des prérogatives à laquelle il peut prêter est importante. L'auteur affirme ainsi que « *cette distinction fondamentale que remet indirectement en cause la directive européenne du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, en permettant aux parties à un contrat de garantie financière de reconnaître au profit du créancier gagiste le droit d'utiliser la chose engagée* »¹¹⁴⁰. On peut en effet voir à travers l'introduction du droit d'utilisation l'octroi au créancier gagiste d'une caractéristique essentielle du droit de propriété. La frontière entre le gage et le transfert de propriété à titre de garantie est alors si ténue qu'il est permis de se demander si le droit d'utilisation n'a pas pour effet de remettre en question l'existence même d'une telle frontière. Il est, en effet, difficile de dire en quoi le contrat de garantie financière avec constitution de sûreté assorti d'un droit d'aliénation se distingue du contrat de garantie financière avec transfert de propriété¹¹⁴¹. Il convient de se demander si cette disposition augurerait de l'orientation que prend la marche du droit des garanties mobilières, influencé par les concepts anglo-américains. Dans la reconnaissance au créancier gagiste d'un droit d'utilisation des actifs gagés, au-delà du premier degré d'analyse de la disposition elle-même, nous voyons, avec M. Michel Storck¹¹⁴², une étape franchie dans le rapprochement des régimes de la propriété-sûreté et du nantissement, placée également sous le signe de l'intégration.

Par ailleurs, l'article L. 211-38 met en échec le jeu des dispositions du Livre VI du Code de commerce. L'immunité conférée par cet article n'est pas rattachée à une

¹¹⁴⁰ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 345, p. 226.

¹¹⁴¹ F. T'KINT, W. DERIJCKE, « La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », préc., spéc. p. 51.

¹¹⁴² M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », préc.

institution ou une forme particulière : qu'elles soient ou non translatives de propriété, elles bénéficient de la même immunité, dès lors qu'elles remplissent les conditions d'application de l'article L. 211-38 et suivants¹¹⁴³.

B. Une catégorie caractérisée à la fois par la contractualisation et l'objectivation du droit des sûretés

521. Le droit des sûretés sur actifs financiers met en évidence une double tendance du droit des contrats. D'une part, la contractualisation¹¹⁴⁴, laissant aux parties une liberté importante dans la détermination des modalités de la teneur et même de la nature de leurs obligations dans une matière qui ne permettait pas traditionnellement une telle latitude aux parties. Cette sorte de retrait du législateur (1) s'inscrit dans une tendance observée plus généralement en droit des affaires¹¹⁴⁵. D'autre part, cette tendance s'accompagne d'une objectivation du contrat portant la garantie, c'est-à-dire une tendance à l'amenuisement de la possibilité de négocier, et de choisir les clauses de son contrat (2).

1. La contractualisation du droit des sûretés réelles

522. L'autonomie de la volonté gagne du terrain en matière de sûretés réelles¹¹⁴⁶. On le voit dans le recours à la propriété-garantie et la reconnaissance des effets de telles garanties, mais également dans des matières qui ne relèvent pas strictement du droit des sûretés réelles. Il en est ainsi des mécanismes préférentiels utilisés à des fins de garantie, des mesures protectrices des créanciers, ou en matière de fiducie¹¹⁴⁷.

¹¹⁴³ V. sur ce point S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 123, p. 25.

¹¹⁴⁴ Sur l'idée de contractualisation du droit, V. L. LEVENEUR, « Introduction », in *La contractualisation de la famille*, D. FENOUILLET et P. de VAREILLES-SOMMIERES (ss dir.), Economica, coll. Etudes juridiques, 2001, p. 5.

¹¹⁴⁵ V. sur ce thème A.-F. ZATTRA-GROS, « La contractualisation du droit des entreprises en difficultés », in *Mélanges en l'honneur de Daniel Tricot*, Dalloz/Litec, 2011, p. 623.

¹¹⁴⁶ « *The basic criterion is whether the local rule is free or relaxed – broadly supporting negotiated creditor protections – or whether it is restricted or not allowed. This does not mean that one is good and the other bad or that one method necessarily maximizes creditor returns overall, although in practice a free regime does tend to enhance the position of financial creditors, such as banks, who in most jurisdictions are by far the largest providers of fixed loan capital as opposed to short term credit* » : Ph. WOOD, préc., n° 1-026, p. 16.

¹¹⁴⁷ V. dans ce sens Ph. DUPICHOT, « L'efficience économique du droit des sûretés réelles », préc.

L'examen du rattachement au droit des contrats (a) trouve sa meilleure illustration dans la contractualisation du régime juridique des garanties réelles financières (b).

a. Le rattachement du rapport de garantie au droit des contrats

523. La reconnaissance d'une place importante à l'autonomie de la volonté des parties. Choisir entre un droit des sûretés complètement libre, en octroyant aux parties la libre disposition de ce qu'elles entendent faire ou restreindre leurs libertés, relève d'un choix législatif qui est essentiellement politique¹¹⁴⁸. Il semble que le législateur français, sous l'impulsion du législateur européen, a concédé aux parties au rapport de garantie une grande liberté. Le droit des sûretés réelles, du moins dans sa composante relative aux actifs financiers, s'éloigne ainsi progressivement de l'organisation stricte, de la solennité, du caractère réel et des modèles construits sur des *numerus clausus*. M. Synvet observe au sujet de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, qu'« *il n'est donc pas impossible qu'il constitue une étape dans une évolution qui ferait passer le droit français, en matière mobilière, d'une collection de sûretés à régime légal prédéterminé à un système beaucoup plus souple*¹¹⁴⁹, où il appartiendrait aux parties d'organiser leurs propres garanties à l'intérieur d'un cadre légal général »¹¹⁵⁰. En outre, cet article conforte la liberté des parties en n'imposant pas, pour les opérations de gré à gré, un passage obligé par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place ou se situant dans le cadre du règlement général de l'Autorité des marchés financiers. En effet, dans sa rédaction antérieure à la réforme opérée par l'ordonnance du 24 février 2005, l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier posait cette restriction. L'ordonnance a accordé une pleine liberté aux parties à une garantie de gré à gré donnée sous l'article

¹¹⁴⁸ MM. T'Kint et Deijcke observent à propos du choix pris par le législateur européen d'assurer, sans ambages, la sécurité des transactions financières, que « *l'hypothèse de la pertinence économique de ce choix n'est pas absurde. Elle n'a cependant pas la force de l'évidence. Or le législateur européen, s'il a soumis la Directive à une nécessaire évaluation pour le 27 décembre 2006 au plus tard, a insisté surtout sur quelques aspects techniques et non sur la pertinence même du système mis en place. Cette approche pourrait s'interpréter comme l'indice d'un certain dogmatisme en la matière* » : F. T'KINT, W. DERIJCKE, « La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », préc., spéc. p. 57.

¹¹⁴⁹ Souligné par nos soins.

¹¹⁵⁰ Introduction au dossier sur le thème « Les garanties financières », H. SYNDET (ss dir.), préc., p. 87.

L. 211-38¹¹⁵¹. Mais le fait qu'une telle tendance touche aux catégories du droit réel n'est pas sans inviter à une réflexion sur l'absence de limites aux droits conférés aux parties car, au final, ces droits vont se retrouver entre les mains des parties fortes. Mais comme il s'agit, *a priori*, d'un domaine réservé aux professionnels, cette tendance n'a que rarement été mise en cause pour le droit financier¹¹⁵².

524. **L'autonomie de la volonté et la « déréification » de la règle de conflit de lois.** La spécificité des garanties sur actifs financiers au niveau du droit international réside sans doute dans la remise en cause de la règle de la *lex rei sitae*, admise pour être impériale en matière de sûretés. Cette remise en cause passe d'abord par celle du rattachement à l'actif lui-même à travers son appréhension *via* le réceptacle du compte dans lequel il se trouve et, ensuite, par le recours à une loi d'autonomie qu'on croyait impossible en la matière du fait du rattachement réel des sûretés et des instruments financiers à la fois. Mme Kessedjian et M. Germain observent à cet effet que « *le projet de Convention fait la part belle à l'autonomie de la volonté alors que, traditionnellement, dans ces matières, elle n'avait guère de marge pour s'appliquer* »¹¹⁵³. En cela, on rejoint sans doute le mouvement de « déréification » du droit des sûretés. Or le texte de la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire fait écho à cette position en offrant une place importante à la loi d'autonomie. Mais l'innovation, si elle est entérinée par le droit français, serait de taille puisque le droit positif s'était jusque-là montré récalcitrant pour accepter les thèses, aussi brillantes qu'elles fussent, qui cherchaient à remettre en question l'impérialisme du rattachement à la *lex rei sitae*. On a d'ailleurs pu voir dans cette contractualisation, au-delà du recul du « charisme » du droit réel, « *un nouvel*

¹¹⁵¹ Pour une position favorable à cette mesure, V. S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 129, p. 38-39 ; S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc., spéc. n° 21 ; J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc., spéc. p. 27.

¹¹⁵² V. la thèse de Mme A.-C. MULLER, préc.

¹¹⁵³ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc. V. dans le même sens, A. CAILLEMER DU FERRAGE, « *Close-out netting & faillites internationales* », préc., où l'auteur évoque « *la contractualisation de notre droit international* » à travers les règles de droit international privé applicables au close-out netting et aux garanties financières.

exemple du recul de la régulation étatique, au profit d'une auto-régulation à peine encadrée »¹¹⁵⁴.

525. **La règle de conflit est née d'un contexte qui ne connaît pas la conception civiliste des droits réels.** En particulier, le cas de la législation des Etats-Unis d'Amérique a donné le ton à toutes les évolutions récentes dans les autres législations. On a remarqué l'influence des experts de culture anglo-américaine dans la rédaction de la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire¹¹⁵⁵. L'idée émanant de la législation américaine consiste à imaginer des opérations qui ne porteraient pas sur les titres mais sur un droit particulier à l'encontre de l'intermédiaire. Dans un tel système, le client n'a pas à l'encontre de l'émetteur de titres un droit direct. Un tel droit est distinct du droit de propriété au sens classique : c'est le *security entitlement* qui peut être décrit comme une titularité plutôt qu'une propriété¹¹⁵⁶. Un tel droit de titularité se distingue non seulement du droit de propriété au sens du Code civil, mais également du droit de créance.

b. La contractualisation du régime juridique des garanties sur actifs financier

526. La tendance à la contractualisation des sûretés réelles s'observe en particulier dans le droit issu de la directive *Collateral*. L'influence de l'acculturation qui a imprégné les rédacteurs de la directive *Collateral* est perceptible dans le droit issu de l'ordonnance du 24 février 2005. La contractualisation du régime touche tant la constitution que la réalisation des garanties et la gestion de la garantie.

527. **La contractualisation dans le régime de constitution des garanties.** Le paragraphe II de l'article L. 211-38 marque une contractualisation de la constitution et de l'opposabilité des garanties. Ce texte pose la condition de pouvoir prouver par un écrit l'identification des biens ou droits qui font l'objet de cette même garantie ainsi que leur transfert, leur dépossession ou le « contrôle par le bénéficiaire ou par une personne

¹¹⁵⁴ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », préc.

¹¹⁵⁵ V. Th. CREMERS, « La localisation d'un compte d'instruments financiers », préc.

¹¹⁵⁶ M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », préc., p. 375.

agissant pour son compte ». On notera que ce texte nous fait passer de l'affirmation de l'absence d'une formalité nécessaire à la validité de la constitution de la garantie (*ad validatem*) à la simple nécessité de pouvoir attester par un écrit *ad probationem* l'identification et le transfert.

528. **La contractualisation dans le régime de réalisation des garanties.** Le régime de l'article L. 211-38 prévoit « *la possibilité pour les parties de réaliser à des conditions normales de marché, par compensation, appropriation ou vente, sans mise en demeure préalable, selon les modalités d'évaluation prévues par les parties dès lors que les obligations financières couvertes sont devenues exigibles* ». La réalisation sera ainsi mise en œuvre dans les conditions initialement prévues par le contrat, sans intervention d'un quelconque ordre public de protection dès lors que la garantie respectera l'ensemble des principes énoncés. Le texte laisse par ailleurs une grande liberté aux parties quant aux mécanismes juridiques opératoires pour cette réalisation (la compensation, l'appropriation ou la vente). « *La grande liberté laissée aux parties justifie que l'on qualifie de contractuel le régime des garanties issues du paragraphe II de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier* »¹¹⁵⁷. Cette liberté a d'ailleurs ouvert la voie à un régime de réalisation « décomplexé » en matière de fiducie introduit par l'ordonnance du 30 janvier 2009, où la liberté contractuelle occupe une place primordiale¹¹⁵⁸. Lorsque la garantie financière s'appuie sur un nantissement de comptes-titres, « *les contraintes de droit commun imposées par l'article L. 431-4 du Code monétaire et financier ont été très largement supplantées par la force du régime contractuel issu des dispositions de l'ordonnance de transposition puisque la déclaration de gage n'est plus nécessaire du fait des dispositions du paragraphe II de l'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier. Tout au plus, un écrit est-il requis, à titre probatoire uniquement ; en ce qui concerne la réalisation, nous sommes dans un régime entièrement contractuel ; en ce qui concerne l'assiette, le texte issu de la directive est silencieux mais, à vrai dire, les dispositions de l'article L. 431-4 du Code*

¹¹⁵⁷ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc., p. 93.

¹¹⁵⁸ Pour ce qui est de la réalisation des fiducies-sûretés, l'ordonnance du 30 janvier 2009 a introduit des dispositions sur les modes de réalisation propres à cette institution aux articles 2372-3, 2372-4, 2488-3 et 2488-4, qui consacrent la primauté de la volonté des parties dans la détermination du régime de réalisation.

monétaire et financier sur l'assiette sont essentiellement supplétives, et il n'y a donc pas, là non plus [...] de véritable survivance d'un droit commun »¹¹⁵⁹.

529. La contractualisation des modes de gestion des actifs donnés en garantie.

Le nouveau cadre juridique introduit dans le Code monétaire et financier en transposition de la directive *Collateral* permet au bénéficiaire d'une sûreté d'utiliser les actifs affectés en garantie, qui peut y apporter des actes de disposition sans toutefois en être le propriétaire. La reconnaissance qu'une telle faculté peut être attachée à la sûreté réelle n'allait pas de soi en droit français, contrairement à certains systèmes, notamment anglo-saxons. On y a vu, à juste titre, une innovation qui ressort du cadre introduit par la directive. La doctrine a d'ailleurs pu souligner que l'attribution d'une telle faculté n'est pas habituelle en matière de sûretés¹¹⁶⁰. On retrouve d'ailleurs les traits de cette innovation dans le régime de gestion des actifs transférés en fiducie-sûreté¹¹⁶¹.

2. L'objectivation des sûretés réelles

530. Mme Muller a démontré l'existence d'un processus d'objectivation du contrat sur les marchés financiers plus poussé qu'ailleurs¹¹⁶². Le contrat sur les marchés financiers devient une valeur patrimoniale « pure » débarrassée de tout aspect personnel¹¹⁶³. Le contrat financier se détache des personnes qui lui ont donné naissance pour devenir l'élément objectif d'un ensemble, le marché ne laissant subsister de l'aspect personnel qu'un consentement entendu comme une volonté d'adhésion à des règles prédéterminées.

531. Objectivation et standardisation. L'objectivation trouve sa meilleure illustration dans la standardisation des contrats, dont le contenu est souvent établi de

¹¹⁵⁹ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc., p. 94.

¹¹⁶⁰ R. PAROLAI, Ph. STOFFEL-MUNCK et F. ARMAND, « Les sûretés en matière financière projetées dans une ère nouvelle par la directive "Collateral". L'introduction du droit d'utilisation : le re-use à la française, une "quasi-propriété" ? », *Banque & Droit* n° 103, sept.-oct. 2005, p. 3.

¹¹⁶¹ Rappelons qu'en matière de fiducie, la loi renvoie aux parties pour convenir de l'étendue et de la composition de l'assiette des actifs transférés en fiducie, de la jouissance de ces actifs, ainsi que des missions et pouvoirs du fiduciaire sur ces actifs transférés.

¹¹⁶² J. MESTRE, « L'évolution du droit du contrat en droit privé français », in *L'évolution contemporaine du droit des contrats*, Journées Savatier, PUF, 1985, p. 41.

¹¹⁶³ A.-C. MULLER, thèse préc., p. 23-24.

manière unilatérale, sans grande place à la négociation. La standardisation emporte dépersonnalisation, y compris des contrats de garanties¹¹⁶⁴. On peut se demander, dans les transactions de gré à gré, quelle est la marge de négociation dans les conventions-cadres de place et les *Master Agreements*. Elle est quasiment inexistante, à part la négociation d'éléments, très standardisés eux aussi, qu'il s'agit d'inclure dans les « confirmations » (type de lettre standardisée que les parties établissent en quelques lignes ou quelques pages, et qui opèrent un renvoi par référence aux dispositions du master agreement). Il en est de même sur les marchés réglementés, dépôts de garantie dont Mme Drummond et M. Bonneau observent, après avoir souligné qu'il s'agit d'un contrat imposé, que « *le contenu est déterminé unilatéralement comme le montrent tant les dispositions du Règlement général relatives à la couverture des ordres avec services de règlement et de livraison différés, que les règles de compensation dues à LCH.Cleernet* »¹¹⁶⁵. La standardisation signifie souvent une application des modèles que la partie forte propose, modèles où la marge de négociation sera quasiment inexistante. Le contrat s'apparente dès lors à un contrat d'adhésion. Le risque est de voir ce contrat devenir un instrument au seul profit de la partie dominante, au détriment de l'intérêt du cocontractant¹¹⁶⁶.

532. **Y a-t-il contradiction entre la contractualisation et l'objectivation ?** Dire des garanties réelles financières qu'elles font l'objet d'une objectivation après avoir évoqué leur contractualisation pourrait paraître de prime abord paradoxal. Cependant, à l'examen, les deux tendances ne sont pas plus contradictoires ici qu'elles ne le sont ailleurs.

La contractualisation vise le retrait du législateur de l'encadrement spécifique du contrat vecteur de la garantie réelle financière. Le législateur s'en remet donc aux parties pour fixer certaines règles spécifiques régissant le régime des garanties réelles financières. L'objectivation décrit pour sa part les règles contractuelles elles-mêmes, cette tendance n'est donc observée que dans un second temps du raisonnement. Elle décrit le caractère standardisé des règles fixées. Il faut noter à cet égard que la combinaison entre l'objectivation et la contractualisation est non seulement possible, mais qu'elle peut être redoutable dans les effets qu'elle peut porter au principe de

¹¹⁶⁴ *Idem*, p. 20.

¹¹⁶⁵ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 900, p. 1024.

¹¹⁶⁶ A.-C. MULLER, thèse préc., p. 25.

liberté contractuelle. En effet, le résultat de cette combinaison allie renonciation de la règle générale à régir le rapport contractuel, et normalisation des règles en consacrant les règles les plus favorables à la partie à l'origine de la normalisation. Ainsi, dans un premier temps, la contractualisation conduit à la renonciation du législateur à imposer des règles spécifiques pour encadrer le rapport contractuel, et son renvoi à la loi des parties. Or, dans un second temps, la loi des parties sera déterminée quasi de manière unilatérale, puisque l'objectivation enlève toute marge de manœuvre, remplaçant la négociation par l'adhésion de la partie faible aux modèles standardisés par la partie forte. Il est dès lors naturel que de tels modèles standardisés traduisent les conditions les plus favorables pour la partie forte, entraînant un risque sérieux de déséquilibre contractuel. Cette position devrait sans doute être nuancée du fait que les opérations concernées dans le cadre du rapport contractuel d'une garantie financière mettent en rapport des professionnels, dans un domaine réservé aux initiés. Cet argument est sans doute vrai, mais il ne nous paraît pas déterminant, car le déséquilibre contractuel n'est pas un risque propre aux relations mettant en cause un professionnel et un profane. Même dans les rapports entre établissements financiers, le déséquilibre contractuel emporte un risque réel pour la liberté du consentement des parties.

533. Conclusion du chapitre : convergence des objectifs et des moyens. Nous avons vu que les garanties sur les marchés visent principalement à couvrir un risque de crédit. Qu'il soit, dans un premier temps, un risque de contrepartie ou risque d'intermédiaire, ou, ensuite, un risque de marché ou risque systémique, le point de départ est toujours le risque de contrepartie né de la défaillance du cocontractant. L'identification de l'objectif final reflète davantage la spécificité de chaque matière.

M. Agbayissah observe, qu'« à la lecture des travaux parlementaires, c'est à l'effet d'assurer en toutes circonstances le bon fonctionnement du mécanisme de compensation que les articles 49, alinéa 2, et 50 de la loi du 2 juillet 1996 prévoient énergiquement que les dépôts de garantie ne peuvent être appréhendés en cas de procédure collective à l'encontre d'un adhérent, d'une chambre de compensation ou même d'un donneur d'ordre »¹¹⁶⁷. L'objectif final des deux textes était donc à l'origine

¹¹⁶⁷ S. AGBAYISSAH, « Le transfert de propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés - Une sûreté fiduciaire (Articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) », *JCP E* 1996, 603, n° 11.

identique. La disposition contenue à l'article 49 n'a pas subi de modification substantielle, elle se trouve aujourd'hui à l'article L. 440-7. Cependant, des changements considérables ont affecté l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996. Les plus importants sont l'extension du domaine de cette disposition pour s'appliquer aux sûretés, et non seulement aux transferts de propriété à titre de garantie et la transformation apportée par l'ordonnance du 24 février 2005 qui a consacré une disposition spécifique à la garantie des obligations financières sous les articles L. 431-7-3 et suivants (devenus L. 211-38 et suivants). Rappelons que la distinction entre la garantie de l'article L. 211-38 et celle de l'article L. 440-7 provient d'une distinction historique, au sein du dispositif introduit par la loi MAF, entre les deux applications du transfert de propriété à fin de garantie originellement introduites, d'une part, la garantie de l'article 49 concernant les marchés réglementés, et, d'autre part, la garantie de l'article 52 concernant les marchés de gré à gré¹¹⁶⁸. De fait, la distinction ne tient pas à une différence entre les objectifs des institutions.

La bipolarisation des garanties réelles financières que nous avons vue entre les couvertures en bourse et les garanties des obligations financières pourrait s'estomper. Les traits fonctionnels confirment une convergence qui autorise d'examiner la structure afin d'établir l'unité des différentes garanties réelles financières au sein d'une catégorie commune.

¹¹⁶⁸ La loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, *JCP (E)* 1996, III, 68046. V. également, S. AGBAYISSAH, préc., n° 2.

CHAPITRE II

LES CARACTERISTIQUES STRUCTURELLES DES GARANTIES REELLES FINANCIERES

534. **Multiplicité des institutions et absence de structuration de la matière.**

M. Ghazi a souligné la difficulté de mener une étude structurée des garanties boursières. Il observe que « *la matière est délicate en raison du foisonnement des mécanismes de protection. Tel un poème à la Prévert...* »¹¹⁶⁹. Au-delà des garanties strictement boursières, cette réflexion vaut pour toutes les garanties sur actifs financiers. Les mécanismes de garantie que nous désignons par « garanties réelles financières » sont multiples et leurs champs d'application ne sont pas toujours aisés à délimiter. Le caractère éclaté des régimes de garantie et l'absence de structuration rendent nécessaire une clarification du champ d'application de chacune des garanties traitées.

535. **Démarcation entre les différentes garanties et circonscription de la matière.** Les spécificités des éléments de définition de la structure des garanties réelles financières se déclinent tout d'abord dans la délimitation entre les différentes garanties, et ensuite dans la limite à poser au droit dérogatoire. L'ambiguïté dans le tracé de la ligne de démarcation entre les champs d'application des différentes garanties, du fait de la construction de l'édifice par petites touches, rend nécessaire l'examen des frontières entre celles-là (section 2). La logique du droit spécial des garanties sur actifs financiers est construite autour d'une définition à trois facettes. La logique d'un droit spécifique à une catégorie d'actifs, les instruments financiers (ce qui est par exemple le cas du nantissement de compte-titres) n'est plus suffisante pour rendre compte de toutes les dimensions de la matière. Or, la nécessaire conjonction des trois éléments dans la définition des garanties réelles financières, conduit, *de facto*, à une circonscription du champ d'application du droit dérogatoire et participe à sa définition (section 1).

¹¹⁶⁹ V. M. Ghazi dans la préface de cette thèse, S. PRAICHEUX, p. 19.

SECTION 1 : LES CARACTÉRISTIQUES STRUCTURELLES DES ÉLÉMENTS DE DÉFINITION DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES

536. Malgré la diversité des garanties réelles financières, il existe de nombreux points communs entre la structure intrinsèque de chacune de ces garanties. D'abord dans leur construction, les garanties réelles financières sont bipolarisées entre deux types de marché principalement (§ 1). Elles présentent des caractéristiques structurelles similaires. Elles sont plurales et se composent de deux niveaux (§ 2). Dans leurs champs d'application ensuite, les garanties réelles financières ont en commun de ne pas se définir par référence simplement à la nature des actifs qui en constituent l'objet, mais sont des garanties triplement spéciales (§ 3).

§ 1 Des garanties réparties sur deux marchés principalement

537. Aussi multiples que les situations dans lesquelles les garanties réelles financières sont appelées à jouer un rôle peuvent être (A), il existe une dualité des risques pour lesquels les garanties réelles financières peuvent être prévues. Une telle dualité des risques est principalement due à un clivage essentiel des garanties réelles financières entre deux familles (B).

A. La diversité des opérations couvertes par les garanties réelles financières

538. **Le large spectre des opérations impliquant les garanties réelles financières.** Dans les systèmes financiers contemporains, les garanties réelles financières sont souvent sollicitées. Elles sont amenées à jouer des rôles très variés, allant de la couverture du risque relatif aux opérations sur produits dérivés, à la sécurisation du risque résultant des opérations dans les systèmes de règlement livraison ou dans les rapports avec les banques centrales voire aussi dans les opérations de prêt bancaire¹¹⁷⁰. Comme nous l'avons évoqué précédemment, à cette multiplicité des

¹¹⁷⁰ « *In sophisticated financial systems, collateral is used to support financial transactions and to assist companies in managing and reducing their credit risks arising from all kinds of financial transactions, from derivatives to general bank lending. Banks also use financial instruments as collateral on the money markets where the participants balance the overall amount of liquidity provided by central banks*

utilisations des garanties réelles financières correspond une multiplicité des risques qu'elles couvrent. Pour comprendre l'importance du traitement du risque pour les garanties réelles financières, il convient de revenir à l'origine de la matière. Or, malgré son essor qui l'a portée au-delà du cadre strict des marchés financiers, la matière a été pensée par et pour les marchés¹¹⁷¹. Sur les marchés financiers, « *les intervenants acceptent un risque économique inhérent à l'opération, mais refusent de subir un risque juridique tenant aux difficultés pour obtenir paiement de leur débiteur* »¹¹⁷². Les situations dans lesquelles il est fait recours aux sûretés sur actifs financiers sont multiples. Quelle que soit leur nature ou le marché sur lequel elles sont prises, la majorité des opérations financières sont aujourd'hui assorties de garanties réelles financières¹¹⁷³. Si la notion de risque est inhérente aux opérations de marché, la sécurité des marchés financiers est un impératif. Elle impose, en toutes circonstances, d'assurer le dénouement des opérations qui y sont conclues¹¹⁷⁴.

B. La bipolarisation des garanties réelles financières

539. L'influence du marché sur le régime des biens financiers et des garanties financières. Les caractéristiques des garanties réelles financières décrivent indéniablement un droit spécial pour les marchés qu'il faut entendre au sens large. Cela couvre autant les marchés organisés que les marchés de gré à gré. Malgré les

against transactions amongst themselves that match individual surpluses to shortages of liquidity » : K. ALEXANDER, *A Uniform Choice of Law Rule for the Taking of Collateral Interests in Securities: Using Private Law Approaches to Reduce Credit and Legal Risk in Financial systems*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 211.

¹¹⁷¹ Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil, COM (2006) 833 final, *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, p. 3.

¹¹⁷² D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, préc., n°1, p. 1.

¹¹⁷³ M. Terret observe à cet effet : « *La plupart des opérations financières sont aujourd'hui assorties de garanties réelles qui en assurent la sécurité et la bonne fin. La pratique des garanties est très ancienne : le gage remonte à l'époque romaine et la banque est née avec les monts de piété et le réescompte. Certes, les crédits aux particuliers connaissent encore assez peu la pratique des garanties, à l'exception du crédit immobilier qui bénéficie de deux garanties propres : l'hypothèque et le privilège du prêteur de deniers. Les banques préfèrent assurer elles-mêmes leurs crédits aux particuliers, moyennant une augmentation de la marge. Il en va différemment des crédits aux petites et moyennes entreprises, pratiquement tous assortis de garanties personnelles (cautions des associés, lettres d'intention des maisons mères) ou réelles (nantissement sur l'outillage, sur des titres de filiales, prise en pension, clauses de réserve de propriété, cessions Dailly, warrant et crédits documentaires, etc.)* » : M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 39.

¹¹⁷⁴ « *Comme la nature a horreur du vide, le monde des affaires a horreur du doute* », et le doute se traduit sur les marchés par un risque économique : V. M.-J. CAMPANA, « Le doute et la confiance en droit des affaires », in *Le doute et le droit*, Dalloz, 1994, p. 79.

différences qui peuvent exister entre ces deux types de marchés, ils ont cela de commun que « *le bien financier est identifié et classé davantage en fonction de sa soumission à une réglementation, qu'en fonction de son caractère physique (dématérialisé, titre...) ou juridique* »¹¹⁷⁵. Deux catégories importantes d'opérations sont concernées par les garanties réelles financières, auxquelles s'ajoutent diverses situations ponctuelles auxquelles le législateur a voulu étendre le régime dérogatoire.

540. **Les transactions sur les marchés organisés.** Les marchés réglementés bénéficient d'une sécurité assurée par des instruments légaux distincts des sûretés. Outre l'interposition d'une chambre de compensation qu'on a déjà pu évoquer, et les garanties qu'elle emporte, ils bénéficient du régime des garanties offertes par les articles L. 431-2 et L. 431-3 du Code monétaire et financier. Ces textes permettent respectivement la rétention et l'attribution en pleine propriété et offrent une garantie importante lors du transfert des titres qui ne trouvera à s'appliquer que si l'opération est une opération de marché, ce qui exclut leur application aux opérations de gré à gré. En somme, les droits nationaux ont été dessaisis de la question de la réglementation de certaines opérations de marché, et en particulier des opérations *post-trading*, au profit du droit européen. Les initiatives prises en application des rapports Giovannini de 2001¹¹⁷⁶ et 2003¹¹⁷⁷ ont pris la relève. Les travaux du groupe et les textes européens qui ont concrétisé les initiatives Giovannini ont porté sur trois aspects des opérations *post-trading* : l'amélioration des techniques de marché, la levée des frottements fiscaux pour les opérations de marché, et l'amélioration de la sécurité juridique. C'est dans ce dernier volet que s'inscrivent les initiatives qui visent les opérations de garantie. Ces initiatives se sont concrétisées par les textes qui fondent aujourd'hui les garanties réelles financières en Europe, et qui ont reçu une attention particulière du législateur européen. Les acquisitions et dispositions d'actifs admis en compte ont fait l'objet d'initiatives visant à améliorer leur sécurité juridique et l'efficacité du système. Il en est ainsi des opérations de règlement et de livraison de titres, visées par la directive 1998/26/CE et 2009/44. La directive *Collateral* a été présentée par la Commission européenne comme constituant une mesure prioritaire dans le cadre du plan d'action

¹¹⁷⁵ A.-V. LE FUR, préc., § 25.

¹¹⁷⁶ *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, The Giovannini Group, novembre 2001.

¹¹⁷⁷ *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, The Giovannini Group, avril 2003.

pour les services financiers. Elle a reçu des applications très larges et variées dans les pays européens.

541. **Les garanties réelles financières sur les marchés de gré à gré.** La particularité des sûretés prises en garantie de l'exécution des contrats financiers réside dans la conjonction d'une inscription de la sûreté dans la durée – élément commun à toutes les sûretés¹¹⁷⁸ – en même temps qu'elle est rattachée à une obligation principale à caractère aléatoire. En l'absence d'une chambre de compensation¹¹⁷⁹, le risque de contrepartie sur les marchés de gré à gré conduit, afin d'assurer la sécurité des intervenants, à recourir de manière quasi systématique aux garanties financières. En effet, les marchés non réglementés se caractérisent par la libre détermination des conditions contractuelles des opérations¹¹⁸⁰, ils constituent une catégorie résiduelle se définissant par opposition aux marchés réglementés. Sur les marchés de gré à gré, l'usage des garanties financières est fondamental dans toutes les opérations de prêt ou de pension de titres ainsi que les opérations sur instruments dérivés. Ainsi, les marchés sur lesquels le risque est traité sont aussi variés que le marché des dérivés (*privately negotiated derivatives*), le marché des mises en pension (*repo market*), le marché du prêt de titres (*securities lending markets*). Sur ces marchés, on retrouve le *collateral* en ses deux formes, la sûreté du type nantissement, et le transfert de propriété à titre de garantie¹¹⁸¹. Sur les marchés de gré à gré, les systèmes de couverture sont communément désignés par le néologisme collatéral¹¹⁸².

¹¹⁷⁸ « Il n'est pas de sûreté sans durée : pas de sûreté qui ne s'inscrive dans la durée » : M. GRIMALDI et Ph. DUPICHOT, « Durée et sûreté », préc.

¹¹⁷⁹ Rappelons que l'intervention d'une chambre de compensation reste possible sur les marchés de gré à gré organisés, lorsqu'une telle intervention est prévue et encadrée par un renvoi aux règles de marché. Sur l'importance du rôle joué par les chambres de compensation en tant que contrepartie centrale dans la crise récente, V. Y. LUCAS, « L'impact de la crise financière sur les systèmes d'échange », *Bull. Banque Fr.*, 1^{er} trimestre 2009, p. 3.

¹¹⁸⁰ Pour une présentation des marchés de gré à gré, V. H. de VAUPLANE, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 688.

¹¹⁸¹ M. C. CLARKE et D. NAUMOWICZ, « *An Introduction to the Legal Aspects of Collateralization* », publication électronique de JPMorgan en date du 9 septembre 1999, disponible sur le site : www.collateral.jpmorgan.com.

¹¹⁸² Les intervenants sur les marchés français ont principalement recours aux conventions-cadres élaborées par la FBF et l'ISDA. La FBF propose une annexe à la Convention-cadre relative aux opérations de marché à terme, l'ISDA a élaboré plusieurs *Support annexes*, dont le *Support credit annex*. L'ISDA propose ainsi des convention-types d'opérations sur instruments financiers à terme, ainsi que des garanties de ces opérations. On notera que la documentation de l'ISDA renvoie souvent pour les garanties des opérations sur instruments financiers à terme aux droit de l'Etat de New York ou au droit anglais. Sur le rôle des conventions-cadres dans les opérations sur instruments financiers à terme, V. S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc. ; S. PRAICHEUX, « Sûretés financières »,

§ 2 Des garanties-cadre, globalisantes

542. Les garanties cadres se caractérisent par une nature plurale globalisante, où le texte ne se réfère pas à une technique mais plutôt à une institution qui peut adopter des techniques différentes, et ainsi avoir une facette différente selon la garantie sur laquelle elle se greffe (A). L'approche des textes européens a institué cette pluralité pour permettre d'englober toutes les formes de garantie. Il en est ainsi de la directive *Collateral*, qui associe le caractère globalisant à la généralité d'une institution polysémique : une seule institution de référence, appelée garantie financière, peut se décliner en garantie translatrice de propriété, ou en garantie non-translatrice. Mais le droit français a manqué à consacrer cette généralité. Il en résulte des notions globalisantes, amputée du pendant naturel au caractère globalisant qu'est la généralité (B).

A. Le caractère globalisant

543. **La couverture : une notion plurale, globalisante, à deux étages.** Le droit des marchés financiers a développé des notions décrivant des finalités de garantie sans pour autant correspondre à une technique connue du droit commun des sûretés ou avoir un lien de filiation avec les sûretés connues en droit français. Le contrat de garantie financière, tout comme les couvertures, est un contrat plural¹¹⁸³ en cela qu'il peut recouvrir plusieurs formes du fait de la pluralité des garanties sur lesquelles il prend appui. Mais les techniques sous-jacentes peuvent être multiples à leur tour. De fait, les techniques de sûretés que le vecteur épouse peuvent varier. La notion française de contrats de garantie financière ne recoupe pas celles des droits belge et luxembourgeois. Elle est pourtant également issue de la transposition de la directive *Collateral*. Le législateur français, par une approche innovante et unique parmi les

préc., n° 3 à 10, p. 2-3. V. également, G. KOLIFRATH, « L'annexe AFB remise en garantie, un outil de gestion des instruments financiers à terme », préc., spéc. p. 144 ; « L'annexe AFB "Remises en garantie" : un outil permettant de réduire le risque de contrepartie lors de la conclusion d'opérations sur produits dérivés », *Banque & Droit* n° 55, sept.-oct. 1997, p. 18.

¹¹⁸³ La pluralité étant ce « qui contient plusieurs unités, plusieurs éléments » : *Le nouveau Petit Robert de la langue française 2007*, p. 1937.

législations européennes – du moins pour ce qui est des sûretés financières –, a mis en place une garantie composée, à deux étages. Le texte de l'article L. 211-38 ne fournit qu'un régime dérogatoire qui vient se greffer sur une garantie. Or, ce régime dérogatoire doit pouvoir se greffer sur une garantie sous-jacente pour pouvoir exister. Cette approche n'était pas connue en droit des sûretés français. Il y a lieu cependant de rapprocher cette approche de celle suivie en matière de couvertures en bourse. En effet, comme pour l'article L. 211-38, l'article L. 440-7 ne se soucie pas de définir les formes de garantie qu'il couvre. Il se réfère simplement aux « *dépôts effectués par les donneurs d'ordre auprès des prestataires de service d'investissement [...] en garantie ou couverture* » sans donner plus de précision sur les techniques qui peuvent bénéficier du régime dérogatoire qu'il établit. A propos de la notion de couverture de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, M. Praicheux écrit que « *la couverture est donc une "notion-cadre", par le fait que la seule évocation de son nom ne suffit pas à dresser l'inventaire de l'ensemble des caractéristiques juridiques qu'elle possède : tout dépend de l'espèce de sûreté spécifique, nommée ou innommée, qui lui est rattachée* »¹¹⁸⁴. Pourtant, il s'agit en matière de couverture moins d'un appui sur différentes formes de garanties, ainsi que le fait l'article L. 211-38, que d'un appui sur une notion unique de dépôt de garantie, qui dans certains cas, peut également être étendu aux appels de marges ou fonds complémentaires. La couverture en bourse a longtemps été une appellation générique, renseignant davantage sur la finalité de l'opération que sur sa nature juridique. La couverture, dans son rôle de garantie, ne recouvre qu'une seule réalité, celle du dépôt de garantie ou *deposit*. Elle puise son régime dans les textes professionnels et les pratiques de place, même si l'évolution a permis d'inclure, plus rarement, sous l'appellation de couverture des mécanismes aussi variés que le dépôt de garantie, le nantissement, voire même pour certains, le séquestre¹¹⁸⁵.

544. **La garantie des obligations financières : une notion plurale.** Plus récemment, la directive 2002/47/CE, sensible aux préoccupations des praticiens du secteur de la banque d'investissement¹¹⁸⁶, a été construite autour de la notion unique de « *contrats de garantie financière* » qui correspond à la traduction française du *Collateral Arrangement* connu des systèmes anglo-américains. Plutôt que de

¹¹⁸⁴ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 126, p. 37.

¹¹⁸⁵ V. S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc.

¹¹⁸⁶ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., p. 84.

bouleverser les conceptions nationales, l'ordonnance de transposition de cette directive en droit français a introduit cette notion en modifiant considérablement sa teneur par rapport à la conception qu'en donnait la directive *Collateral*. Cette notion emporte une garantie, qui peut être du type « transfert de propriété en garantie » ou de celui de « constitution de sûreté » ainsi que l'indique l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Le dualisme de cette notion et son caractère globalisant tire ses racines du droit anglo-saxon, la notion n'ayant pas proprement d'équivalent français. Le « *collateral* » désigne l'avoir sur lequel un droit est créé. Le vecteur de création de ce droit est le « *collateral arrangement* ». Les deux catégories principales de « *collateral arrangement* » sont le « *pledge* » et le « *title transfer* »¹¹⁸⁷. Les deux notions de couverture et de garantie financière, qui embrassent des réalités juridiques différentes, de par la souplesse qu'elles autorisent au niveau du choix du régime juridique applicable aux garanties, permettent un fonctionnement optimisé et mieux adapté des mécanismes de garantie sur les marchés financiers. Mais au-delà de l'apport fonctionnel, non négligeable, l'approche globalisante ouvre la voie à la liberté des parties de déterminer elles-mêmes les caractéristiques de la sûreté qu'elles choisissent au sein d'une même catégorie.

B. Une généralité restreinte

545. **La généralité malgré le caractère de droit spécial.** Comme on l'a démontré précédemment, les garanties réelles financières ont un champ d'application bien spécifique, qui est limité à certains actifs financiers, certaines personnes, et certaines obligations dites financières. Nous ne reviendrons pas ici sur le détail de ce champ d'application particulier déjà étudié, mais rappelons simplement que la limitation du champ est une caractéristique importante des garanties réelles financières

¹¹⁸⁷ K. ALEXANDER, *A Uniform Choice of Law Rule for the Taking of Collateral Interests in Securities: Using Private Law Approaches to Reduce Credit and Legal Risk in Financial systems*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 211, p. 7. Le glossaire de la Banque des règlements internationaux confirme cette vision dualiste. Il donne deux définitions du *collateral* : « *an asset that is delivered by the collateral provider to secure an obligation to the collateral taker. Collateral arrangements may take different legal forms; collateral may be obtained using the method of title transfer or pledge* » et « *an asset or third-party commitment that is accepted by the collateral taker to secure an obligation of the collateral provider vis-à-vis the collateral taker* », *Bank for International Settlements, Committee on Payment and Settlement Systems, A glossary of terms used in payments and settlement systems*, mars 2003, p. 14.

qui a pour effet, notamment de contrebalancer l'application du régime dérogatoire. La généralité est une vocation à rassembler¹¹⁸⁸, le caractère d'une notion ouverte. Or, la technique du renvoi que le Code monétaire et financier adopte, en permettant à des textes sectoriels de renvoyer à l'article L. 211-38, renforce le caractère général de cet article. Cette garantie n'est pas réservée à une opération financière en particulier ou à un secteur spécifique. De fait, même si cette garantie n'a pas consacré une notion claire et lisible, elle joue cependant, en dehors de toute conceptualisation, d'ores et déjà, un rôle général au sein du droit spécial, ce que M. Holleaux désignait comme « *une certaine normalité du spécial* »¹¹⁸⁹.

546. **Une généralité relative.** L'ordonnance de transposition de la directive *Collateral* n'a pas cherché à constituer des catégories générales et claires autour des deux techniques de gage et de transfert de propriété à l'instar de ce que la directive *Collateral* préconise. Elle a laissé subsister le gage de compte d'instruments financier (aujourd'hui nantissement de compte-titres), le dépôt de garantie de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, ainsi que d'autres textes portant garantie, en dehors du giron de la notion générale. De fait, malgré la portée de l'article L. 211-38 et malgré les différents renvois à cet article que font les textes sectoriels dans le Code monétaire et financier, la matière est privée de la généralité voulue par la directive *Collateral*. Le caractère triplement spécial de ces garanties conduit à exclure leur généralité. Le législateur n'a pas voulu confier à la garantie de l'article L. 211-38 de jouer un rôle centralisateur des garanties réelles dérogatoires du Code monétaire et financier. La portée du caractère général de cette garantie reste donc limitée. Elle est réduite à la garantie des obligations financières dans certains rapports bien délimités.

§ 3 Des garanties triplement spéciales

547. **La délimitation du champ d'application, un critère de définition du droit dérogatoire.** La manière dont les garanties réelles financières sont circonscrites suivant

¹¹⁸⁸ Le Petit Robert définit le général comme ce « *qui s'applique, se réfère à un ensemble de cas ou d'individus (opposé à particulier)* », et « *qui s'applique à l'ensemble ou à la majorité des individus d'une classe* » : *Le nouveau Petit Robert de la langue française 2007*, p. 1142.

¹¹⁸⁹ A. HOLLEAUX, « La fin des règles générales », *Bull. Inst. Int. d'Adm. Pub.* n° 39, juill.-sept. 1976, p. 7.

trois dimensions – les actifs, les parties et les opérations garanties – constitue un élément de définition de ces garanties. La logique même de ce qui est dérogatoire et la teneur exorbitante qui est la sienne conduisent nécessairement à circonscrire son domaine (A). Le besoin de confiner le champ des garanties dérogatoires vient du risque qu'une généralisation de ses dispositions pourrait emporter. Peut-on encore parler d'un droit des garanties sur instruments financiers (B) ?

A. D'un droit des sûretés sur instruments financiers à un droit triplement spécial

548. **L'ouverture du droit spécial à des actifs autres que les instruments financiers.** Si par le passé, le droit des garanties sur actifs financiers a pu relever d'une branche du droit des instruments financiers, deux arguments plaident aujourd'hui en faveur d'une émancipation de la matière par rapport au droit des instruments financiers. La transposition de cette directive, comme nous avons pu le constater, a été partielle et les concepts qu'elle portait ont été amputés. Le premier argument est tiré de la transposition de la directive *Collateral*. Cette directive a manqué de constituer des catégories générales autour des deux techniques de gage et de transfert de propriété. De fait, la matière est privée de la généralité voulue par la directive. Ce manque de généralité prive le droit construit autour de la notion centrale d'instruments financiers d'une assise en droit français des sûretés. Le second argument relève à son tour tant du droit interne que du droit européen. Aussi bien le premier que le second semblaient un temps prendre un cap en faveur d'un rattachement de la matière au droit des instruments financiers. Au final, le droit interne, aussi bien que le droit européen, a effectué un virage en faveur d'une meilleure autonomie de la matière. En témoigne le recours, tant du droit interne que du droit européen, à un élargissement de la catégorie des garanties spéciales à d'autres actifs dont principalement les créances. Le cap pris par le droit français dans la référence à un ensemble large d'actifs a été maintenu et le champ matériel élargi avec l'ordonnance du 24 février 2005. La modification de la directive *Collateral* par la directive 2009/44/CE du 6 mai 2009¹¹⁹⁰ qui introduit

¹¹⁹⁰ Directive 2009/44/CE du 6 mai 2009, modifiant la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, en ce qui concerne les systèmes liés et les créances privées.

désormais les créances privées dans le champ matériel de la directive *Collateral* et de la directive sur le caractère définitif du règlement a confirmé cette orientation (1). On a ainsi assisté dans cette matière à un passage d'un droit des garanties sur instruments financiers à une dualité entre un droit des garanties sur actifs financiers d'application large et un droit dérogatoire réservé (2).

1. Le passage d'un droit des garanties sur instruments financiers à un droit des garanties sur actifs financiers

549. **Le droit spécial défini par référence aux actifs.** Tout bien mobilier qui est dans le commerce juridique peut, en principe, faire l'objet d'une sûreté mobilière en droit commun. Quelle que soit la nature du bien, le régime général prévu par le Code civil trouvera à s'appliquer pour régir la sûreté mobilière donnée sur un tel bien. Les meubles étant une catégorie résiduelle, il est toutefois impossible de dresser une liste de ce qui est éligible pour la constitution de l'assiette de la garantie mobilière de droit commun. Le schéma est tout autre lorsqu'il s'agit de droit spécial. Le droit spécial tente par définition de déterminer son champ d'application par une différenciation par rapport au domaine du droit commun, et, en matière de sûreté plus qu'ailleurs, cette définition se fait principalement en fonction des biens constituant l'assiette. Il est d'ailleurs important de souligner avec M. Legeais que le droit des actifs financiers a précédé le droit des sûretés réelles financières¹¹⁹¹. Mais aujourd'hui la matière a gagné son autonomie notamment par le biais de consécutions législatives tant au niveau européen qu'au niveau national. Si l'évocation des garanties sur actifs financiers ou des garanties sur les marchés financiers pouvait être considérée comme relevant d'une branche du droit des instruments financiers, cette orientation a cependant été progressivement abandonnée. La première brèche était apportée par l'article 52 de la loi de modernisation des activités financières, bien avant la transposition de la directive *Collateral*. Cet article faisait référence à la possibilité d'effectuer des remises, en pleine propriété, à titre de garantie, ainsi opposables aux tiers sans formalités, de valeurs, titres, effets ou de sommes d'argent. L'ordonnance du 24 février 2005 a ensuite permis d'élargir cette brèche pour inclure dans le champ de ce droit spécial, les contrats et les

¹¹⁹¹ D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties des garanties réelles », préc.

créances. En principe tous les actifs cités par l'article 2(e) de la directive *Collateral* modifiée devraient pouvoir faire l'objet de garanties sur actifs financiers.

550. **L'évolution en droit européen.** Le droit qui s'était construit autour des instruments financiers a pu progressivement et par besoin étendre son domaine à d'autres formes de richesses mobilières qui sont somme toute nécessaires aux activités financières. Le cap pris par le droit français dans la référence à un ensemble large d'actifs a été maintenu et le champ matériel élargi avec l'ordonnance du 24 février 2005 et la modification de la directive *Collateral* par la directive 2009/44/CE du 6 mai 2009¹¹⁹² qui introduit désormais les créances privées dans le champ matériel de la directive *Collateral* et de la directive sur le caractère définitif du règlement. L'article 1^{er}, § 4 a) de la directive *Collateral* se trouve ainsi modifié de la manière suivante : « *La garantie financière doit être constituée par des espèces, des instruments financiers ou des créances privées admissibles pour la constitution de garanties pour les opérations de crédit des banques centrales* ». Ainsi, le droit européen a consacré le triptyque instruments financiers/espèces/créances comme faisant partie d'un seul et même panier, suivant en cela nombre de législations qui avaient déjà étendu d'office le champ d'application des législations nationales transposant la directive *Collateral* à ces actifs¹¹⁹³. Outre la France, la République tchèque et la Suède avaient déjà étendu la liste des actifs pouvant être fournis en garantie en vertu de la directive à certaines catégories spécifiques de créances, telles que les créances privées. Ils ont ainsi élargi le champ d'application matériel de la directive dans leur ressort territorial¹¹⁹⁴. Le Conseil des gouverneurs de la BCE avait déjà décidé en 2004 de reconnaître les créances privées comme une catégorie de garanties éligibles pour les opérations de crédit de l'Eurosystème à compter du 1^{er} janvier 2007. Cela soulevait déjà la question de savoir si, du point de vue de la directive, les créances privées utilisées aux fins d'opérations

¹¹⁹² Cf. *supra*, note n° 1190.

¹¹⁹³ A titre d'exemple, la BCE a estimé, pour les créances sur les seules administrations publiques, à 800 milliards d'euros le montants des créances qui devraient être reconnues éligibles et pourraient être utilisées par des contreparties à des opérations de crédit de l'Eurosystème.

¹¹⁹⁴ Le rapport d'évaluation de la directive 2002/47/CE souligne à propos de l'admission des créances privées au titre des actifs éligibles que : « *la République tchèque a inclus les créances privées dans ses mesures nationales de transposition. En Suède, ce sont les prêts monétaires qui ont été inclus dans les mesures nationales de transposition. Dans d'autres Etats membres aussi, les créances privées peuvent être fournies en garantie, mais sous réserve du respect de certaines conditions légales* » : *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 7, disponible sur le portail de la Commission européenne : <http://ec.europa.eu>.

des banques centrales pouvaient bénéficier du régime des garanties financières. Or dans une conception stricte, les créances privées, sauf dans les législations nationales listées ci-haut, n'étaient pas éligibles au régime des garanties financières¹¹⁹⁵.

Le dispositif national a été complété par le biais de l'admission des créances au bénéfice de la directive *Collateral* par l'ordonnance n° 2011-398 du 14 avril 2011 portant transposition de la directive n° 2009/44/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 mai 2009 modifiant la directive n° 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la directive n° 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière.

551. **Le droit comparé.** La directive *Collateral* a établi des règles *a minima*, laissant ainsi aux Etats membres la possibilité d'étendre leur champ d'application. L'article 4, § 1^{er} de la loi belge du 15 décembre 2004 prévoit qu'elle s'applique aux conventions constitutives de sûreté réelle portant sur des instruments financiers ou sur des espèces. Or, pour ce qui est des créances, cette loi assimile, en son article 3, 1° les créances relatives aux instruments financiers tels que ces instruments sont définis par une loi du 2 août 2002, aux instruments financiers au sens de la loi du 15 décembre 2004. Pour ce qui est de la loi luxembourgeoise du 5 août 2005, elle énonce clairement en son article 1^{er}, qu'elle entend par les « avoirs » auxquels elle s'applique, les instruments financiers et les créances¹¹⁹⁶.

Comme on l'a vu pour le Luxembourg, les créances de sommes d'argent sont, avec les instruments financiers, couverts par la définition d'avoirs financiers. Les avoirs financiers sont alors le champ matériel d'application de la législation luxembourgeoise de transposition de la directive *Collateral*. Cette démarche était en quelque sorte avant-gardiste. Aujourd'hui, comme on vient de l'exposer, l'Eurosystème a admis les créances privées en tant qu'actif éligible au titres des garanties financières, et la Commission européenne a finalisé sa proposition de directive modificative de la directive *Collateral* et de la directive sur le caractère définitive des paiements de sorte à ce que dans ces deux textes, les créances privées puissent figurer en tant qu'actif éligible pour les garanties financières.

¹¹⁹⁵ Les critères d'éligibilité des créances privées selon la BCE sont notamment les suivants : le lieu d'établissement du débiteur (ou du garant) doit obligatoirement se situer dans un Etat membre de la zone euro ; le contrat de crédit doit être régi par la législation d'un Etat membre de la zone euro ; et la liste des débiteurs éligibles est limitée aux sociétés non financières et aux organisations du secteur public.

¹¹⁹⁶ Loi luxembourgeoise du 5 août 2005, *Memorial A*, n° 128, 16 août 2005.

2. *Le passage d'un droit des garanties sur instruments financiers à une dualité entre un droit des garanties sur actifs financiers et un droit dérogatoire réservé*

552. **Extension du domaine du droit dérogatoire.** Au fil des réformes, les régimes dérogatoires initialement prévus pour les marchés financiers ont connu une éclosion leur permettant de dépasser le strict cadre des marchés financiers. La directive *Collateral* étend le champ du droit dérogatoire au-delà des instruments financiers et couvre également les espèces. Les garanties réelles financières comprennent les garanties sur espèces, que ce soit par le biais des couvertures sur les marchés financiers ou du gage de compte d'instruments financiers. Aujourd'hui plus de 80 % des garanties dans les opérations sur produits dérivés sont constituées d'espèces¹¹⁹⁷. De plus, les textes professionnels et réglementaires (LCH.Clearnet, Règlement AMF, etc.) ont adopté la même approche et couvrent indistinctement les instruments financiers et les espèces. Ces textes ont déjà étendu le domaine sur certains aspects aux créances contrats et effets. Or, récemment, les travaux de la Commission européenne ont abouti à une extension du champ de la directive *Collateral* aux créances professionnelles¹¹⁹⁸. Le domaine du droit dérogatoire se trouve ainsi considérablement élargi tant dans son champ *ratione materiae* que dans les situations économiques auxquelles il peut s'appliquer. On retrouve dans la sphère large, le droit spécial non restreint et non dérogatoire, qui est le droit des actifs financiers et, au sein de ce droit, le droit spécial réservé et dérogatoire, qui est composé par les garanties réelles financières, le tronc

¹¹⁹⁷ « The results reflect a continuation of the gradual trend toward increased use of cash collateral. This year's results show that the use of both cash and government securities as collateral grew relative to other instruments such as corporate bonds and equities » : 2009 ISDA Margin Survey, disponible sur le site : www.isda.org.

¹¹⁹⁸ Il faut noter que le droit français permettait déjà, par le biais des cessions de créance dites « cessions Dailly » de réaliser des mobilisations de créances. M. Goffinet observe à propos des créances mobilisées en faveur de la Banque de France : « Le transfert des créances privées de droit français (ou de droits étrangers compatibles avec le droit français) est réalisé sous forme d'une cession en pleine propriété autorisée par les articles L. 313-23 et suivants du Code monétaire et financier ("cession Dailly"). Cette cession s'opère par le biais de l'application automatisée TRICP (Traitement informatique des créances privées) gérée par la Banque de France. Ce mécanisme n'a pas été impacté par la mise en œuvre du projet 3G. Pour le transfert des créances de droits étrangers non compatibles avec la cession Dailly, le CCBM reste actuellement le seul moyen de mobilisation transfrontière. Il permet aux contreparties de mobiliser les créances étrangères en fonction des modalités opérationnelles et juridiques mises en place par les banques centrales nationales concernées » : G. GOFFINET, « La gestion globale des garanties (3G) », *Bull. Banque Fr.*, n° 172, Avril 2008, p. 29. Le régime ne bénéficiait cependant pas des avantages du droit issu de la directive *Collateral*.

commun étant la référence aux actifs financiers comme critère de spécialité pour l'un et comme premier degré de spécialité pour l'autre (le droit dérogatoire). La matière couvre ainsi aujourd'hui un domaine matériel beaucoup plus large, qui comprend l'ensemble de ce que nous avons défini comme les actifs financiers. Ceci s'est par ailleurs accompagné, ainsi que nous l'avons démontré dans la première partie de cette étude, d'une ouverture de la matière à des obligations autres que celles résultant d'opérations de marché ou sur instruments financiers, ce qui a fait dire à certains auteurs qu'une telle innovation législative risquait de « *briser l'unité d'une matière figée tant bien que mal autour du concept d'instruments financiers* »¹¹⁹⁹.

553. Difficile rattachement de la matière au droit commun. Le groupe de travail relatif à la réforme du droit des sûretés (connu sous le nom de « Commission Grimaldi »), avait proposé d'introduire une classification logique des sûretés sur meubles incorporels, en incluant sous un même chapitre, le gage d'actifs scripturaux, d'une part, le gage de monnaie scripturale et de l'autre, le gage de compte d'instruments financiers, ou celui portant sur les instruments financiers eux-mêmes selon l'alternative qu'aurait pu choisir le gouvernement. En effet, le gage de compte d'instruments financiers (aujourd'hui devenu nantissement de compte-titres), aurait pu, en l'état actuel des textes, être « rapatrié » dans le Code civil. Le Code monétaire et financier contient des garanties parsemées ici et là, qui ont en commun leur champ d'application très spécifique et doublement spécial, puisque défini par rapport aux obligations garanties (directement ou indirectement liées à des opérations financières) et par rapport aux acteurs (il s'agit strictement de professionnels de secteurs réglementés). Or, le nantissement de compte-titres n'a rien de tout cela. Même s'il a été dessiné afin de satisfaire des exigences propres à certains acteurs des marchés financiers, il n'en reste pas moins un contrat qui peut être passé par toute personne et pour garantir toute sorte d'opérations, ce qui explique l'essor important que cette institution connaît dans la vie courante des ménages. Elle n'est pas restreinte à une catégorie, et s'appuie sur une forme de richesse qui a été considérablement démocratisée¹²⁰⁰. De la même manière mais à une échelle bien différente, dans les

¹¹⁹⁹ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc.

¹²⁰⁰ Il est commun aujourd'hui que le patrimoine de « Monsieur-tout-le-monde » contienne des instruments financiers. La banalisation de ce phénomène dans les patrimoines des français leur permet un

financements structurés des groupes de sociétés¹²⁰¹, il revient souvent à la société mère d'affecter en gage les instruments financiers et principalement les actions représentant la part de capital qu'elle détient dans ses filiales, afin de garantir la souscription de crédits par elle-même, ou, plus souvent, par ses propres filiales. Dans les deux cas de figure, on ne se trouve ni dans le cadre d'opérations de marché, ni dans une figure où l'on garantirait ce que l'ordonnance du 24 février 2005 et, par conséquent, le Code monétaire et financier, entendent par « obligations financières ». En refusant de souscrire à la vision proposée par la commission Grimaldi, le législateur a manqué une occasion d'insuffler une logique, une systématisation du droit des sûretés sur actifs financiers¹²⁰². Le droit spécial n'a pas attendu la consécration, il s'est construit par petites touches.

meilleur accès au crédit. V. à cet effet M. Legeais, qui observait au lendemain de l'entrée en vigueur de la loi de modernisation des activités financières que « *les nantissements de comptes d'instruments financiers tout comme les nantissements de valeurs mobilières qu'ils remplacent sont des garanties souvent utilisées [...]. Les valeurs mobilières ont aujourd'hui dans les patrimoines une place considérable et elles ont donc vocation à être source de crédit. Cette sûreté vient ainsi régulièrement garantir les avances sur titres qu'une banque peut consentir au portefeuille de valeurs mobilières. Un crédit à court terme renouvelable est alors consenti à un particulier ou un commerçant. Ces garanties sont aussi utilisées dans les groupes de sociétés qui mobilisent ainsi leurs participations internes* » : D. LEGAIS, « Gage de comptes d'instruments financiers », préc.

¹²⁰¹ V. à ce titre, au sujet du recours au gage de compte d'instruments financiers dans les financements de type LBO, F. JULIEN et E. GROS, « Financements LBO, gage de compte d'instruments financiers et banque de couverture », préc.

¹²⁰² Le groupe de travail sur le projet de réforme des sûretés avait justifié sa proposition de regrouper le nantissement de monnaie avec le nantissement d'instruments financiers (terminologie adoptée par le groupe) comme suit : « *Ce serait une innovation fort importante que d'introduire dans le Code civil ces deux nantissements : l'un totalement nouveau, le nantissement de monnaie scripturale ; l'autre "rapatrié" depuis le Code monétaire et financier, le nantissement d'instruments financiers.*

Le nantissement de monnaie scripturale serait défini comme la convention par laquelle le constituant affecte en garantie des fonds inscrits sur un compte bloqué ouvert à son nom auprès d'un établissement habilité à les recevoir (article 2357).

Son efficacité serait très grande puisqu'il est proposé, d'une part, que nul ne puisse retirer les fonds nantis aussi longtemps qu'une créance garantie subsiste, et, d'autre part, que le créancier puisse se les faire remettre en paiement dans la limite du montant des créances impayées (articles 2362 et 2363). L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité serait ici sans incidence (article 2364).

Quant au nantissement d'instruments financiers, certains points de son régime seraient précisés. On mentionnera : la date d'opposabilité du nantissement, qui serait celle de la réception par le teneur du compte de la déclaration du constituant (article 2367, alinéa 3) ; la possibilité reconnue au constituant de constituer plusieurs nantissements successifs sur les mêmes instruments financiers, à condition toutefois d'avoir obtenu l'accord du créancier antérieurement nanti (article 2371) ; enfin, la confirmation que les instruments financiers supplémentaires, inscrits au crédit du compte en exécution d'une clause d'ajustement de la garantie en fonction de l'évolution de la valeur des instruments nantis, sont réputés nantis à la date de la déclaration de nantissement (article 2374).

Sur ce nantissement, les représentants des banques ont souhaité que soit proposé à la Chancellerie un texte alternatif. Ils estiment, en effet, que la sûreté doit rester définie comme celle qui porte sur un compte d'instruments financiers, et non sur ces instruments directement : d'où les nombreuses différences de rédaction entre les deux textes soumis à la Chancellerie, mais qui ne touchent pas au fond des choses. Ils considèrent également la date d'opposabilité du nantissement devrait être celle de la

554. **La nature monétaire des actifs comme nouveau critère.** Les garanties réelles financières visent, tout à la fois, à protéger les marchés et leurs acteurs contre un risque de défaut de paiement, et à permettre au créancier de se refinancer grâce à l'objet de la garantie¹²⁰³. De fait, seuls des instruments liquides peuvent faire l'objet d'une garantie financière, car ils sont seuls à permettre un refinancement. M. Praicheux parle de la double nature monétaire de la garantie financière¹²⁰⁴ : une nature monétaire de l'objet de la garantie et une nature monétaire de la dette garantie. Il convient donc d'entendre par garanties sur actifs financiers, *largo sensu*, les garanties sur instruments financiers, sur espèces et sur créances.

B. La teneur du droit triplement spécial

555. **Au-delà des instruments financiers, le droit triplement spécial.** Si la directive *Collateral* n'a pas cherché à instituer un droit commun des garanties sur espèces et instruments financiers, elle a néanmoins voulu instituer un droit spécial à trois dimensions¹²⁰⁵. L'article 1^{er} de la directive *Collateral* délimite son champ d'application de trois façons. L'ordonnance du 24 février 2005 a apporté une approche nouvelle fondée sur un double critère de l'obligation garantie et des personnes concernées¹²⁰⁶. Mais cette approche n'a pas remplacé l'approche traditionnelle, elle est simplement venue s'y rajouter, proposant une notion nouvelle qui englobe certes des mécanismes de garantie de nature différente – preuve d'un enrichissement de notre droit des sûretés et d'une évolution notionnelle importante que nous avons soulignée – mais elle a également rendu le paysage des sûretés sur actifs financiers encore plus difficile à déchiffrer. Le lien entre la nature de l'obligation et la qualité des parties est

déclaration du constituant, et non celle, évidemment plus tardive, de la réception de cette déclaration par le teneur du compte ».

¹²⁰³ S. PRAICHEUX, « La garantie financière, esquisse d'une sûreté européenne », préc., spéc. n° 14.

¹²⁰⁴ *Ibid.*

¹²⁰⁵ Cela a été d'ailleurs souligné en doctrine : V. à ce titre D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly* 2005, p. 525, spéc. p. 526.

¹²⁰⁶ « *Le régime mis en place est dicté par la nature "financière" des obligations garanties et le statut bancaire ou financier du bénéficiaire. L'approche est nouvelle dans la mesure où le droit des sûretés réelles est traditionnellement façonné par la nature du bien assiette de la garantie et non par celle de l'obligation principale* » : J.-J. DAIGRE et M. ROUSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », préc.

présent dans la définition même que les textes donnent des garanties réelles financières. La directive 98/26/CE entend par le terme garantie, « *tout moyen fourni par un participant aux autres participants aux systèmes de paiement et/ou de règlement des opérations sur titres, pour garantir les droits et obligations découlant de ce système* ». La spécialité est mise dans un critère double qui vient compléter le rattachement traditionnel aux actifs constituant la garantie. La spécialité est ainsi au cœur de la définition de ces garanties. Elle résulte de la nécessité de circonscrire le droit dérogatoire. Elle délimite le champ d'application des garanties et contribue à les définir.

556. Un domaine qui se définit par rapport à la qualité des parties et à la nature de l'obligation. Les garanties financières sous la directive *Collateral* peuvent mettre en jeu toute personne morale pourvu que l'une au moins des parties contractantes appartienne à une catégorie réglementée. La directive a cependant laissé aux Etats membre la liberté d'écarter les entités non financières du champ d'application du droit issu de la directive¹²⁰⁷. Rappelons que la transposition en France de la directive *Collateral* est intervenue dans le contexte de la préparation de la réforme du droit des procédures collectives. Il était dès lors d'autant plus difficile d'accorder des concessions importantes au domaine financier, qui n'eussent été reconnues à d'autres catégories de créanciers. Il était délicat, dans le contexte de la préparation de la réforme du droit français des procédures collectives, de consacrer un champ dérogatoire très étendu. C'est sans doute là l'une des explications du champ limité reconnu par l'ordonnance de transposition du 24 février 2005 au droit dérogatoire. En pratique, on peut dire qu'il s'agit d'un droit spécifique à certains acteurs de la finance, ne devant pas comprendre les sociétés commerciales né sous l'impulsion des travaux des organisations professionnelles, du comité de Bâle, de l'ISDA, de l'ICMA, etc.

557. Un domaine qui se définit par référence à des obligations spécifiques. Or, parler d'attractivité vise en premier lieu les créanciers, en particulier aujourd'hui les créanciers-investisseurs. C'est vers eux que la politique législative semble être le plus orientée, du moins au niveau du droit spécial des marchés financiers. On cherche à les convaincre des avantages de la place, à les rassurer et à les garder. Un régime attractif

¹²⁰⁷ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., spéc. p. 84.

en matière de sûretés, comme il a été indiqué en introduction, serait celui qui parviendrait donc à rassurer l'investisseur sur la question cruciale de l'efficacité de sa sûreté. Une sûreté sûre, immunisée contre les procédures collectives et présentant les éléments d'efficacité internationale est aujourd'hui un élément clé dans les choix d'investissements autant dans la structuration des opérations de financements que dans le choix de la commercialisation d'instruments financiers sur un marché financier¹²⁰⁸. L'absence de l'un des trois critères entraîne le reclassement de la sûreté en sûreté de droit commun, lui faisant ainsi perdre le bénéfice du régime dérogatoire que lui offre le droit spécial. Ainsi, par exemple, si les parties ou en tout cas, l'une d'elles au moins, ne sont pas des professionnels du secteur financier, on se retrouve devant l'hypothèse d'une simple sûreté sur actifs financiers, sans autres critères distinctifs. Différentes formes de sûretés sont alors possibles, qui pourraient même présenter les avantages d'un droit spécial, tels que la gestion souple du nantissement de compte titres ou la facilité de constitution et la sécurité offertes par les cessions de créances professionnelles Dailly, etc. Mais ces techniques ne présentent pas l'avantage de bénéficier d'un droit dérogatoire.

558. La marque des marchés financiers. Ce triple rattachement n'est pas spécifique aux garanties réelles financières mais semble être une caractéristique des marchés financiers. Mme Drummond et M. Bonneau voient dans le droit des marchés financiers « *un droit des biens tout autant qu'un droit des personnes ou des activités ; il est le droit de certains biens spéciaux* »¹²⁰⁹. Le passage d'une définition de la sûreté par référence aux actifs à une définition par une triple référence comme on vient de le voir marque le rattachement de cette sûreté au droit des marchés financiers et la confirmation de ses caractères spécial d'un côté et dérogatoire de l'autre. Au demeurant, si la catégorie des garanties réelles financières se caractérise de manière positive par la spécificité des éléments qui composent sa définition, elle se caractérise, de manière négative, par les éléments qui contribuent à cantonner son domaine.

¹²⁰⁸ M. Dammann observait dans le sillage de la réforme du droit français des sûretés, à propos de ce phénomène : « *De nos jours, le law shopping est devenu une réalité. Les acteurs économiques localisent leurs actifs et leurs activités en fonction de l'efficacité des règles matérielles nationales qui sont les mieux adaptées à leurs besoins* » : R. DAMMANN, « La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée », préc.

¹²⁰⁹ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc.

SECTION 2 : FAIBLESSES DANS LE DISPOSITIF : LA DIFFICILE DÉLIMITATION DES CHAMPS D'APPLICATION DES DIFFÉRENTES GARANTIES

559. **La garantie de l'article L. 211-38 comme institution de référence pour la délimitation des champs d'application.** Si les problèmes d'interprétation des champs d'application ont toujours existé, notamment entre les articles 49 et 52 de la loi de modernisation des activités financières¹²¹⁰, l'entrée en vigueur de l'article L. 211-38 a multiplié ces risques. L'adoption de cet article s'est faite sans refonte du système de garanties réelles en place mais par une superposition de dispositions avec toutes les difficultés qu'elle peut entraîner. Cette superposition, ainsi que la vocation à la généralité qui peut être attribuée à l'article L. 211-38 nous poussent à examiner les cas de chevauchement en prenant pour repère l'article L. 211-38. L'examen des cas de chevauchements possibles entre les champs d'application des différentes garanties (A) ouvrira la voie à la recherche de solutions aux conflits potentiels qu'ils soulèvent (B).

A. Champs d'application de plusieurs textes qui se chevauchent

560. Quelle règle de conflit pourrait-on appliquer pour résoudre le conflit entre les différentes garanties réelles financières ? Faut-il admettre le cumul dans toutes les situations où il y a risque de chevauchement, en offrant ainsi aux parties le choix des armes ? Afin de délimiter les champs d'application des différentes garanties réelles financières (3), il convient d'examiner tout d'abord la problématique soulevée (1) ainsi que les hypothèses de chevauchement des différents champs d'application (2).

1. La problématique

561. **L'absence de règles d'interprétation.** Le régime des articles L. 211-38 et suivants du Code monétaire et financier est décrit par la doctrine comme instituant un régime général de garanties dérogatoires. A côté de ce régime général, un certain nombre de régimes spéciaux continuent à subsister et se sont vu consacrés et même

¹²¹⁰ V. à cet égard, H. de VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », préc., p. 198.

enrichis d'une nouvelle disposition¹²¹¹ par l'ordonnance du 24 février 2005¹²¹². Or, la problématique de la délimitation du champ d'application du texte de l'article L. 211-38 vis-à-vis des autres garanties réelles financières pourrait se poser à chaque fois que ces dernières se rapportent à des obligations financières. En effet, du fait de la superposition des réformes et de l'absence d'un cadre ordonné qui organise les différentes garanties, plusieurs régimes de garanties peuvent avoir vocation à s'appliquer à une même situation. Aucune réforme n'a emporté refonte du système, ce qui rend incohérente l'architecture des garanties réelles financières dans le Code monétaire et financier¹²¹³.

Le Code monétaire et financier prévoit d'une part des régimes de garanties obligatoires et de l'autre, des régimes facultatifs. Pour ce qui est des régimes qu'on qualifie d'obligatoires, la qualification s'impose aux parties, pour des formes de contrats spéciaux, il en est ainsi, par exemple des remises en pleine propriété prévues par l'article L. 440-7. L'opération garantie dicte alors le régime de la garantie applicable, « *dans certains cas, la qualification de la sûreté boursière ne dépend pas tant de l'économie de la convention des parties que des caractéristiques de l'opération qu'elle garantit* »¹²¹⁴. La dualité ainsi décrite ainsi que l'absence de règles de délimitation sont créatrices de difficultés dans la détermination de la règle qui a vocation à régir les rapports de garantie. La difficulté vient de la coexistence de différentes dispositions, non coordonnées, qui organisent des régimes de garanties. Comme le souligne M. Bonneau à propos des valeurs mobilières, la multiplication des strates, et l'ajout de nouvelles institutions sans suppression ni refonte de l'ensemble conduit à un schéma où les risques de chevauchement des champs d'application des

¹²¹¹ En l'occurrence, l'article L.141-4 du Code monétaire et financier.

¹²¹² On l'a souligné précédemment, parmi ces régimes spécifiques, on retrouve, en premier lieu, des dispositions décrivant des techniques de transfert de propriété à titre de garantie. Il en est ainsi du dépôt de garantie de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, des cessions de créances professionnelles dites *Dailly*, ainsi que des opérations de mise en pension. En second lieu, nous retrouvons certaines dispositions sectorielles, instituant des garanties propres à des relations interbancaires jugées sensibles. Il en est ainsi de l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier, concernant les systèmes interbancaires et les systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers de l'article L. 141-4 du même Code, concernant les garanties constituées au profit des banques centrales nationales membres du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.

¹²¹³ A rapprocher avec le propos de Bruno Oppetit qui estime que « *du fait de la méthode de codification retenue (la codification à droit constant), il ne s'ensuit aucune contraction du volume normatif, et c'est l'inflation des codes qui relaye l'inflation des lois...* » : B. OPPETIT, *Philosophie du droit*, Dalloz, 1999, n° 77, p. 100.

¹²¹⁴ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 392, p. 258.

textes sont fréquents. En outre, entre les différents régimes de garantie, il n'existe dans les textes que très rarement des règles d'interprétation et d'hierarchie. En 2003, M. Bouillot remarquait au sujet des rapports entre droit bancaire et financier et droit des procédures collectives que « *les adaptations ont eu lieu par touches successives, sans que la question de l'incidence de ces mesures sur les autres branches du droit ait fait l'objet d'une étude d'ensemble. Ainsi, pas moins de sept interventions législatives en dix ans ont pu être dénombrées* »¹²¹⁵. Antérieurement à l'adoption de l'ordonnance du 24 février 2005 qui a introduit le régime des garanties des obligations financières, le droit français connaissait déjà un certain nombre de régimes et de bulles spéciales régissant des situations de transfert de propriété à titre de garantie ou de prise de sûretés différentes. Certains auteurs n'ont d'ailleurs pas manqué de souligner que l'existence de ces régimes faisait que la directive *Collateral* se trouvait déjà quasiment implémentée en droit français avant même l'adoption de l'ordonnance du 24 février 2005. Cependant, l'adoption de l'ordonnance transposant la directive *Collateral* n'a pas été faite de manière à introduire un régime unifié, elle n'a pas non plus contribué à clarifier les frontières entre les champs d'application des différents régimes existants, tant du point de vue de leurs rapports entre eux, que de celui de leurs rapports avec les notions nouvelles introduites par la directive.

2. Les cas de chevauchement possibles

562. L'absence de coordination dans les textes pourrait engendrer deux types de difficultés : d'une part, les conflits potentiels pourraient opposer les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier aux garanties réelles financières qui décrivent une technique de transfert de propriété à titre de garantie, en ce compris les dépôts de garantie et les opérations de pension (a) ; d'autre part, des conflits potentiels pourraient également opposer les garanties de l'article L. 211-38 aux garanties réelles financières constitutives de garanties sectorielles, en ce compris les garanties de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier et celle de l'article L. 330-2 du même code (b).

¹²¹⁵ Ch. BOILLLOT, « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : Exceptions ou contradiction ? », préc.

a. Les conflits potentiels de l'article L. 211-38 avec les garanties réelles financières qui décrivent des remises en pleine propriété

563. Au sein de ce que nous avons identifié comme les garanties réelles financières, deux garanties décrivent des transferts de propriété à titre de garanties : les dépôts de garantie constitutifs de couvertures (i) ainsi que les opérations de pensions livrées (ii). Or il n'est pas exclu que ces deux techniques puissent potentiellement venir en concurrence avec les garanties de l'article L. 211-38.

i. Les conflits potentiels entre les articles L. 440-7 et L. 211-38 du Code monétaire et financier

564. **Mise en perspective des deux dispositions.** Sur la base de l'article L. 440-7, les « dépôts » de titres en garantie des positions prises sur des opérations à terme sur un marché réglementé, ou certains dépôts même effectués sur des marchés non réglementés¹²¹⁶ mais soumis à l'intervention d'une chambre de compensation, sont acquis dès leur constitution à la chambre de compensation ou à l'adhérent. L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, prévoit de son côté la possibilité pour ce qu'il qualifie d'« obligations financières » au sens de l'article L. 211-36 du même code, d'être garanties par des remises en propriété et pose une règle de portée générale. Or nous avons constaté que les « obligations financières » englobent les obligations pouvant naître sur un marché réglementé, ce qui signifie que le champ d'application de l'article L. 211-38 englobe largement le champ spécial de l'article L. 440-7. Est-ce à dire que les dépôts effectués sur des marchés réglementés, correspondant à l'hypothèse de l'article L. 440-7, peuvent bénéficier du régime des contrats de garantie financière de l'article L. 211-38 ? L'ordonnance du 24 février 2005 aurait pu être l'occasion de remettre de l'ordre dans cette matière. Les auteurs, depuis la loi du 2 juillet 1996 soulignaient les méfaits de la coexistence de deux régimes. M. de Vauplane relevait à propos des régimes des articles 49 et 52 de la loi de modernisation des activités financières, aujourd'hui devenus respectivement les articles L. 440-7 et L. 211-38 du

¹²¹⁶ Notons que les marchés non réglementés sont organisés sur une base contractuelle, ce qui permet de dire qu'ils sont librement organisés par les responsables : N. RONTCHEVSKY, J.-P. STORCK et M. STORCK, « Le réalisme du droit des marchés financiers », in *Liber amicorum Dominique Schmidt*, éd. Joly, 2005, p. 425, spéc. p. 432. Les auteurs citent également, Ph. NEAU-LEDUC, « A propos de la réglementation des marchés financiers », in *Mélanges Michel Cabrillac*, Dalloz/Litec, 1999, p. 499.

Code monétaire et financier : « *il reste que d'un point de vue méthodologique, on peut s'interroger sur la cohérence d'un mécanisme qui, dans deux articles différents, prévoit une technique similaire. La coexistence de l'article 49 et de l'article 52 de la loi MAF ne vont pas d'ailleurs sans poser quelques difficultés* »¹²¹⁷. On aurait, en effet, pu penser que l'une des raisons de cette confusion résidait dans le fait que les deux articles s'inscrivaient sous la même section du Code monétaire et financier, dont l'intitulé « *Dispositions relatives aux chambres de compensation d'un marché réglementé* » pouvait contribuer à la confusion. Ensuite, était désignée comme autre source possible de confusion la référence que faisait l'article 52 de la loi MAF devenu l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier au Règlement du conseil des marchés financiers. Il était dès lors très difficile de trancher la question du champ d'application de chacun de ces textes tant ils pouvaient indistinctement se rattacher aux marchés réglementés. La particularité des garanties de l'article L. 431-7 était qu'elles devaient être prévues par une convention-cadre de place nationale ou internationale. La référence au règlement de l'Autorité des marchés financiers a été abandonnée par ce texte dans sa nouvelle rédaction résultant de l'ordonnance du 24 février 2005. Cependant, la généralité du texte de l'article L. 211-38 n'est pas suffisante pour lever le doute.

ii. Les conflits potentiels entre les articles L. 211-27 et L. 211-38 du Code monétaire et financier

565. Contrairement à la directive *Collateral* qui avait inclus dans la notion de garantie financière les opérations de mise en pension, l'ordonnance de transposition ne les a pas assimilées à des garanties financières. Cette institution antérieure au droit issu de la directive *Collateral* continue à être régie par des dispositions qui leur sont propres, prévues aux articles L. 211-27 à L. 211-34 du Code monétaire et financier. Nous avons vu que les opérations de pension pouvaient exister en tant que garanties réelles financières autonomes, ou intervenir dans le cadre de l'article L. 211-38, hypothèse dans laquelle le régime de cet article viendra se greffer sur une opération de pension.

¹²¹⁷ H. de VAUPLANE, « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », préc.

566. **La pension livrée : un transfert de propriété à titre de garantie.** Nous avons souligné précédemment que, dans sa réponse au questionnaire d'évaluation de la transposition de la directive *Collateral* préparé par la Commission européenne¹²¹⁸, la France a confirmé la nature de transferts de propriété à titre de garantie des opérations de pension livrée¹²¹⁹. L'hypothèse de concurrence entre le régime de l'article L. 211-38 et suivants et celui de l'article L. 211-27 et suivants ne peut être exclue. En sus de la coexistence des deux régimes, se pose la question de savoir si, malgré cette coexistence, les pensions livrées des articles L. 211-27 à L. 211-34 du Code monétaire et financier étaient éligibles au titre de la « constitution de sûreté » à laquelle se réfère l'article L. 211-38. Pour y répondre il faut, au préalable, se poser la question de savoir si ces opérations peuvent être considérées comme constitutives de sûretés. Or, même si les motifs de maintien du régime de la pension livrée en dehors du champ de celui de l'article L. 211-38 ne relèvent pas d'impératifs du droit des sûretés¹²²⁰, il est cependant incontestable que les opérations de pension livrée constituent des remises de titres financiers. Il est dès lors naturel qu'à ce titre, et lorsqu'elles répondent aux conditions d'éligibilité posées par l'article L. 211-38, notamment pour ce qui est des obligations financières garanties, ces opérations puissent bénéficier du régime dérogatoire de l'article L. 211-38. De surplus, à suivre la logique de la directive *Collateral*, les opérations de pension devraient pouvoir bénéficier du régime des contrats de garantie financière de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. En droit comparé, les droits belge et luxembourgeois, fidèles à la directive *Collateral*, incluent expressément les opérations de pension au nombre de leurs institutions nationales issues de la transposition la notion de contrats de garantie financière de la directive *Collateral*. Cela permet aux opérations de pension de bénéficier du régime dérogatoire au même titre

¹²¹⁸ V. questionnaire de la Commission européenne mis en place dans le cadre de la procédure d'évaluation de la directive *Collateral*, MARKT/G2/D(2006), janvier 2006

¹²¹⁹ « *Yes, title transfer collateral arrangements, whether under the form of collateral defined by law (cash pledge as defined by case law, securities lending and repurchase agreements as defined by articles L. 432-6 and L. 432-12 of the MFC) or under the form of a sui-generis collateral (which may take the form of securities lending and repurchase agreements but not governed by the above-mentioned Articles of the MFC) can all be defined as arrangements under which a collateral provider transfers full ownership of financial collateral to a collateral taker for the purpose of securing or otherwise covering the performance of relevant financial obligations* ».

¹²²⁰ Ainsi que le relève M. Auckenthaler, la justification du maintien d'un régime spécial pour les mises en pension relève, d'une part, du fait que la pension bénéficie d'un régime juridique et fiscal précis, et, d'autre part, la pension s'analyse surtout en une cession avec engagement réciproque de rétrocession au terme : F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc., spéc. n° 29.

que les autres contrats de garanties financières. Mais le rapport ne serait plus alors de l'ordre de la concurrence des régimes mais une simple absorption par le régime de l'article L. 211-38.

b. Les conflits entre les garanties de l'article L. 211-38 et les garanties réelles financières constitutives de garanties sectorielles

567. **L'inutilité du cumul de textes.** L'article L. 330-2 du Code monétaire et financier sur les garanties éligibles dans le cadre des systèmes de règlement et de livraison a été modifié par l'ordonnance du 24 février 2005¹²²¹, il renvoie aux garanties de l'article L. 211-38. Mais, il prévoit également, et à titre alternatif, « *l'affectation spéciale des valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent, pour satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un tel système* ». A ce sujet, M. Auckenthaler observe que « *ces "affectations spéciales" sont présentées comme distinctes de celles réalisées dans le cadre de l'article L. 431-7-3 [l'article L. 211-38 actuel]. Il est permis de s'interroger sur l'opportunité de maintenir un régime distinct pour de telles affectations spéciales* »¹²²².

L'article L. 141-4 du Code monétaire et financier traite des garanties constituées au profit des banques centrales des Etats membres de l'Eurosystème et de la Banque centrale européenne, et ne cherche pas à instituer une sûreté nouvelle. Il s'agit simplement pour cet article de mettre en place une garantie efficace au profit d'un secteur professionnel bien défini et limité. Le deuxième alinéa de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier, relatif à la protection des garanties constituées au profit des banques centrales des Etats membres de l'Eurosystème, a été modifié de manière à étendre cette protection non seulement aux faillites, mais aussi aux procédures civiles d'exécution. Là encore, la multiplication des régimes spéciaux a fait l'objet de critiques doctrinales. Ainsi, M. Auckenthaler a pu observer qu'« *à l'instar des "affectations spéciales" de l'article L. 330-2, l'on ne voit pas très bien pourquoi ce texte n'a pas été amendé pour renvoyer au seul régime de l'article L. 431-7-3 [l'article L. 211-38*

¹²²¹ Le renvoi qu'opère cet article à la disposition sur les contrats de garanties financières a également fait l'objet de modification pour conformité à la nouvelle numérotation par la loi n° 2009-526 du 12 mai 2009 *de simplification et de clarification du droit et d'allègement des procédures*, suite à laquelle la référence à l'article L. 431-7-3 a été remplacée par la référence à l'article L. 211-38.

¹²²² F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc., spéc. n° 31.

actuel] »¹²²³. Il convient dès lors de tenter de définir la nature du rapport que le régime des garanties des obligations financières entretient avec les autres garanties sur actifs financiers.

B. Tentative de délimitation des champs d'application entre les différents textes

568. Nature du rapport des garanties de l'article L. 211-38 avec les autres garanties sur actifs financiers. Il a été souligné que la qualification de la sûreté boursière dépendra en principe des stipulations de l'acte qui l'institue¹²²⁴. Quelle méthode d'interprétation faut-il suivre pour départager les champs d'application et résoudre les conflits entre ces différentes dispositions¹²²⁵ ? L'opération protégée, et indirectement le rattachement à des obligations financières, peuvent-ils fournir le critère de distinction ? Nous ne le pensons pas. Les obligations financières caractérisent les garanties de l'article L. 211-38 mais elles n'en sont pas une spécificité. D'autres garanties peuvent garantir des obligations financières sans pour autant s'inscrire sous l'article L. 211-38. Cela peut relever de la spécificité de certains articles qui imposent un rattachement, tel que c'est le cas de l'article L. 440-7. Y a-t-il exclusivité ? Y a-t-il hiérarchie ? Ou un rapport de général à spécial/subsidiarité ?

1. L'application cumulative des textes

569. Un cumul de régimes est-il possible ? Carbonnier observait au sujet de la multiplicité des actions possibles : « *Lorsque le droit positif met deux moyens à la disposition du même individu, le sens le plus élémentaire de ce double don est le cumul.* »

¹²²³ *Idem*, spéc. n° 32.

¹²²⁴ *Ibid.*

¹²²⁵ L'emploi en droit financier de la méthode téléologique, à l'instar du droit européen de la régulation impliquant une approche téléologique de son interprète, a été souligné par M. J.-J. DAIGRE à propos de la *ratio legis* de l'article L. 431-7 dans sa version issue de la réforme introduite par la loi NRE, quand il écrit : « *S'il faut commencer par l'interprétation exégétique face à des textes nouveaux, l'interprétation téléologique, qui prend en compte le but visé par le législateur et donc la raison des textes doit également être exploitée, spécialement dans le domaine du droit des marchés financiers* » : J.-J. DAIGRE, « Le domaine matériel de la compensation des dettes et créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers (article L. 431-7, alinéa 1^{er}, du Code monétaire et financier) », in *Mélanges en l'honneur de Yves Guyon, Aspects actuels du droit des affaires*, Dalloz, 2003, p. 271. V. aussi, citée par J.-J. DAIGRE, M.-A. FRISON-ROCHE, « Le droit de la régulation », *D.* 2001, chron., p. 610.

Si le législateur a agi délibérément, que sa volonté soit faite. Si c'est par inadvertance, ce n'est pas un mal qu'un peu de désordre vienne dénoncer la surabondance des lois »¹²²⁶. Au final la question qui se pose est de savoir si l'on peut tirer profit des régimes de plusieurs textes à la fois. Les garanties qui adoptent le régime de l'article L. 211-38 sont-elles encore éligibles à tirer les bénéfices de leur régime d'origine ? Le texte du Code monétaire et financier et de l'ordonnance n° 2005-171 qui a transposé la directive Collateral ne donnent pas d'indications utiles pour fournir une réponse à cette interrogation. La directive Collateral n'en contient pas non plus, car une telle problématique lui est étrangère. En effet, elle a cherché à instituer une garantie à double visage qui pourrait prendre tant la forme d'un nantissement que celle d'un transfert de propriété à titre de garantie. N'étant pas de « pleine harmonisation »¹²²⁷, la directive a laissé aux Etats membres la liberté de choisir la manière par laquelle ces dispositions allaient s'insérer dans leur droit et la forme qu'elles pourraient prendre. L'articulation avec les règles nationales, notamment celles des autres garanties, reste donc une question dont la réponse relève des droits nationaux.

570. Pour une application cumulative. En doctrine, certains auteurs se sont prononcés pour une application cumulative des régimes des deux articles. Ainsi, il a pu être observé que « *le seul fait pour l'article L. 442-6 (aujourd'hui L. 440-7) de prévoir que la chambre de compensation assure les appels de marge et la description d'un régime minimaliste à l'article L. 442-6 ne sauraient exclure l'application de l'article L. 431-7-3. En effet, non seulement les conditions posées par l'article L. 442-6 entrent dans le régime de l'article L. 431-7-3 (constitution par simple remise, transfert de propriété, pacte commissoire), mais de plus, si l'article L. 442-6 n'envisage les appels de marge sous forme de gage sans transfert de propriété, il n'interdit pas aux parties d'aménager les modalités de leurs remises, tant qu'elles ne vont pas à l'encontre de dispositions de ces deux articles* »¹²²⁸.

¹²²⁶ J. CARBONNIER, « Notations sur le pouvoir créateur de la jurisprudence civile », *RTD civ.* 1961, p. 333.

¹²²⁷ V. le dernier Considérant de la directive 2002/47/CE.

¹²²⁸ Th. CREMERS, « Réhypothécatation et substitution des garanties financières », préc., spéc. p. 6.

2. L'application de la règle *specialia generalibus derogant*

571. **Pour l'application de la règle *specialia generalibus derogant*.** Pour certains auteurs, le régime de l'article L. 440-7 devrait continuer à exister indépendamment de celui de l'article L. 211-38. M. Auckenthaler observe au sujet du dépôt de garantie de l'article L. 440-7, qu'« *en raison de son caractère spécial par rapport au caractère général du dispositif envisagé par l'ordonnance, ces dispositions continueront de régir les dépôts de garantie, des opérations sur instruments financiers à terme admis aux négociations d'un marché réglementé* »¹²²⁹.

572. **Un domaine qui se partage entre règles spéciales et règles générales.** Il convient d'admettre, avec M. Praicheux, que « *chaque fois que le législateur impose une qualification précise à une garantie sans faire dépendre celle-ci du choix de la convention des parties, seule cette qualification devrait s'imposer* »¹²³⁰. Si cette règle est énoncée pour le dépôt de garantie de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, pour lequel un régime spécifique s'impose à chaque fois qu'une telle garantie est donnée sur un marché réglementé¹²³¹, elle devrait pouvoir régir, de la même manière, toutes les situations où se pose la question de la concurrence entre plusieurs textes. Il s'agit du seul régime obligatoire. Les autres garanties réelles financières, en dehors des couvertures ainsi que des opérations de pension, n'imposent pas un régime spécifique, mais peuvent prendre corps dans des techniques de garantie différentes. Finalement, M. Praicheux observe que « *chaque fois que le législateur impose une qualification précise à une garantie sans faire dépendre celle-ci du choix de la convention des parties, seule cette qualification devrait s'imposer : c'est en particulier le cas à l'article L. 442-6 du Code monétaire et financier qui institue un régime de propriété à titre de garantie des dépôts effectués en couverture des opérations sur les marchés d'instruments financiers munis d'une chambre de compensation, que ces dépôts bénéficient à la chambre concernée ou à un prestataire de services d'investissement...* »¹²³².

¹²²⁹ F. AUCKENTHALER, préc., spéc. n° 30.

¹²³⁰ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc., spéc. n° 11.

¹²³¹ S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 101, p. 2.

¹²³² S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc., spéc. n° 11.

573. **La règle *specialia generalibus derogant* comme solution possible.** Le recours à cette règle pourrait fournir un élément d'interprétation pour régler le conflit entre les différents régimes. Cette règle a d'ailleurs été invoquée au lendemain de la réforme du droit des sûretés pour régler le conflit entre le régime de droit commun du gage et celui du droit spécial du gage automobile. En matière de gage et de nantissement, la réforme du droit des sûretés opérée par l'ordonnance du 23 mars 2006 a levé la condition de dépossession du constituant lors de la constitution du gage, ce qui ouvre la voie à la remise en gage d'un véhicule automobile selon le droit commun¹²³³. La question de savoir s'il est possible de constituer un tel gage sur la base de l'institution du gage de droit commun n'a pas manqué d'être soulevée alors qu'il est prévu un régime de gage de droit spécial pour régir l'affectation en garantie d'un véhicule automobile. Ce point a fait l'objet d'une question ministérielle à laquelle la garde des Sceaux a répondu le 9 octobre 2007¹²³⁴ en invitant à appliquer l'adage *specialia generalibus derogant*. Elle énonce ainsi que si le droit commun du gage « *a vocation à s'appliquer à tout meuble corporel* », ce n'est qu'« *à défaut de législation spéciale* »¹²³⁵. Tentons de transposer la solution donnée par la réponse ministérielle¹²³⁶ dans un autre gage spécial, le gage de véhicule automobile, au sujet de son rapport avec les règles de droit commun.

M. Robine a souligné que chaque fois que les dispositions du régime d'origine de la garantie vont à l'encontre des dispositions de l'article L. 211-38, ces dernières devraient prévaloir¹²³⁷. La philosophie dérogatoire de l'article L. 211-38 invite à souscrire à cette position. Toutes les fois où un trait de la garantie sous-jacente se trouve en conflit avec les dispositions de l'article L. 211-38, celles-ci devraient prévaloir. Mais cette règle ne nous renseigne que pour la partie concernant un conflit vertical entre l'article L. 211-38 et une garantie sous-jacente. La question de la solution à donner à une situation de concurrence entre l'article L. 211-38 et les autres garanties

¹²³³ D. ROBINE, Commentaire d'une réponse ministérielle du 9 octobre 2007, intitulé « *Domaines du gage de droit commun et du gage de véhicule automobile : specialia generalibus derogant* », *Lexbase hebdo*, n° 285.

¹²³⁴ QE n° 1055 de M. Philippe Houillon, *JOAN Q* 17 juillet 2007, p. 4892, Justice, réponse publ. 9 octobre 2007 p. 6172, 13^e législature.

¹²³⁵ D. ROBINE, préc.

¹²³⁶ QE n° 1055 de M. Houillon Philippe, préc.

¹²³⁷ D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », préc.

réelles financières qui sont, en quelque sorte, des garanties du même niveau reste posée. Concernant l'étendue du domaine d'application de cette règle, la réponse ministérielle nous fournit une indication non pas sur le principe d'application de la règle, mais sur l'étendue cette fois-ci de son champ d'application. En effet, contrairement aux autres dispositions de l'ordonnance de réforme du droit des sûretés, les dispositions relatives au gage de véhicules automobiles a fait l'objet d'un report d'application, et de la mise en place d'une période transitoire. *« Au cours de la période transitoire, la portée de la solution retenue par la réponse ministérielle sera relativement réduite. En effet, le gage de véhicule automobile régi par le décret du 30 septembre 1953 a un domaine bien circonscrit. Cette sûreté ne peut garantir que la créance : du vendeur à crédit de véhicules terrestres à moteur, du prêteur de deniers pour l'achat de tels véhicules, du cessionnaire de la créance dont disposaient ce vendeur ou ce prêteur, ou bien encore de l'escompteur d'un effet de commerce créé pour le règlement de l'achat ou de l'emprunt. Par conséquent, comme le souligne la réponse ministérielle, en dehors de ces cas particuliers, un véhicule terrestre à moteur pourra, au cours de la période transitoire, faire l'objet d'un gage sans dépossession de droit commun qui sera, on l'a dit, soumis à un régime différent »*. De fait, si l'on transposait ces solutions qui sont, au final, des règles d'interprétation susceptibles d'une application par analogie, à d'autres relations entre des sûretés spéciales et des sûretés générales.

574. **Conclusion du chapitre.** A l'issue de l'exposé des difficultés de délimitation entre les textes relatifs aux garanties réelles financières, on peut remarquer que les conflits verticaux sont souvent réglés en faveur du texte spécial, mais uniquement en ce qui concerne la règle qu'il pose. Pour tous les autres points, la règle générale continue à s'appliquer. L'étude des champs d'application confirme l'impression de désordre dans la structure des garanties réelles financières. Le législateur n'a pas permis aux garanties des obligations financières de jouer un rôle centralisateur des garanties réelles dérogatoires du Code monétaire et financier. Evoquant les analogies biologiques, Carbonnier faisait remarquer que, *« les sciences naturelles observent que, dans l'évolution des espèces, il arrive que la nature se fourvoie : les incohérences abondent, et les impasses, et les complications gratuites ou malfaisantes ; combien aussi, malgré la sélection naturelle, de survivances nuisibles (telle la ramure de certains cervidés, tel*

l'appendice dans le corps de l'homme). L'évolution des sociétés, ainsi que des systèmes juridiques, provoque des réflexions semblables : elle ne se fait ni sans heurts ni sans contradictions. On aperçoit dès lors la matière d'un art rationnel. Puisque l'évolution est bonne en général, s'identifie a priori au progrès, le devoir est de l'aider... »¹²³⁸. Après avoir brossé les traits de la catégorie des garanties réelles financières et après avoir identifié les difficultés et les incohérences que nous pensons être des obstacles à son développement, peut-on l'« aider » au sens qu'entendait Carbonnier ?

Si nous avons constaté dans ce chapitre que le regroupement des garanties réelles financières devrait favoriser la sécurité et améliorer la lisibilité du droit, il convient de procéder à l'examen d'une possible unification de ces garanties sous une notion unique. La notion unique qui a vocation à regrouper les garanties réelles financières pourrait, à la lumière des développements précédents, être le fruit d'un élargissement de la notion actuelle de garantie des obligations financières de l'article L. 211-38. En définitive, trois éléments militent pour un tel regroupement : la clarification de la matière en la rendant lisible, un besoin qui se pose même pour les spécialistes ; la création d'un *corpus* de règles cohérents et aussi simple que la matière le permet ; et enfin, la contribution à la levée des incertitudes, de manière à renforcer la prévisibilité tant du point de vue de la règle de droit matériel qu'en ce qui est de la règle de droit international privé.

¹²³⁸ J. CARBONNIER, *Sociologie juridique*, préc., p. 290.

CONCLUSION DU TITRE

575. **L'unité d'une catégorie.** Deux grandes familles se distinguent le long de l'étude. Les garanties réelles financiers sur les marchés réglementés et celles hors marchés réglementés. L'intensité du risque n'est pas identique pour les deux situations, du fait de l'interposition d'une chambre de compensation qui absorbe le plus gros du risque sur les marchés organisés. Le risque d'inexécution ou risque de contrepartie existe cependant, quel que soit le marché concerné. L'agrégat des risques d'inexécution entraîne sur les deux marchés un même résultat : le risque systémique. Pour y remédier, les moyens sont également similaires, que l'on soit sur un marché de gré à gré ou sur le marché organisé. La logique de marché impose la recherche d'une finalité double. Toute garantie vise à protéger le marché aussi bien que l'opérateur qui en est le bénéficiaire¹²³⁹. Le caractère dérogatoire ne se justifie pas seulement par l'intérêt du bénéficiaire de la garantie. S'il n'existe pas de catégorie consacrée de droit des garanties réelles financières, n'y aurait-il pas cependant une catégorie qui, sans être expressément consacrée, est en quelque sorte « *en suspension* »¹²⁴⁰ ? Les caractéristiques de la définition confirment la convergence entre les garanties réelles financières. Elles confirment l'harmonie au sein de la catégorie et confirment l'intérêt d'une approche unitaire. Cette matière n'est pas proprement française. Partout dans le monde des catégories spécifiques aux garanties interprofessionnelles et dérogatoires ont été consacrées : dans les pays dont les systèmes juridiques sont les plus proches, aussi bien qu'aux Etats-Unis¹²⁴¹. Il y a bien une catégorie nouvelle de garanties qui est née. Née des besoins de la pratique et des tâtonnements juridiques, une catégorie qui se définit simultanément par référence à des acteurs particuliers, à des actifs particuliers et

¹²³⁹ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 126, p. 37.

¹²⁴⁰ La réflexion est de M. Bergel à propose des principes de droit non expressément énoncés. L'auteur souligne qu'il emprunte l'expression « en suspension » à Carbonnier : J.-L. BERGEL, *Méthodologie juridique*, PUF, 2001, p. 141.

¹²⁴¹ « *U.C.C. Article 4A covers money payments by wire transfer, while part 5 of revised Article 8 deals with securities accounts. These two bodies of law, like the old body of law, are based on a common paradigm. The new paradigm is not negotiability, but rather a highly specialized law of account relationships* » : J. H. SOMMER, « *A Law of Financial Accounts: Modern Payment and Securities Transfer* », préc.

à des opérations particulières¹²⁴². Ces restrictions autorisent un régime des plus spécifiques, dérogatoires même aux règles gouvernant les procédures collectives.

576. **Une autre construction.** Il résulte de l'étude des caractéristiques de la catégorie des garanties réelles financières que ces garanties présentent des traits qui se rapprochent considérablement de ceux de la catégorie des garanties financières que la directive *Collateral* aborde. Cela se vérifie tant pour le champ d'application que pour le régime. Il reste à voir si la notion peut être rapprochée de celle de contrats de garantie financière de la directive *Collateral*. Les spécificités structurelles que nous avons identifiées soulignent, d'une part, des incohérences dans l'articulation des différents champs d'application et, de l'autre, l'illisibilité de la matière. Ces incohérences rendent nécessaire de remodeler la structure d'ensemble des garanties réelles financières. Serait-il dès lors possible de fournir un modèle revisité de la structure présentant une meilleure clarté et une sécurité juridique renforcée ? Une telle construction pourrait du reste purger la structure des garanties réelles financières de la complexité et la redondance de certaines dispositions. Nous avons pu voir en effet que le texte de l'article L. 330-2 ne présentait pas d'intérêt particulier dans la structure et le fonctionnement des garanties réelles financières mais portait plutôt une confusion du fait de la référence qu'il effectue à l'affectation spéciale de certains biens. L'objectif que poursuivent les différents textes établissant des garanties réelles financières ne pourrait-il pas être atteint par l'application simple de l'article L. 211-38 ?

¹²⁴² « As banking practice evolved from paper to electronics, the law followed. In response to practice, lawyers have created new commercial statutes (especially the Uniform Commercial Code (U.C.C.)), new insolvency law, and even new institutions (e.g., the Clearing House Interbank Payment System (CHIPS) or The Depository Trust Company (DTC)) », J. H. SOMMER, « A Law of Financial Accounts: Modern Payment and Securities Transfer », *The Business Lawyer*, Vol. 53, No. 2, 1998, p. 1182.

TITRE II

UNE CATÉGORIE EN QUÊTE DE STRUCTURE

577. **La recherche d'une construction rationnelle.** En sus des traits que nous avons dégagés précédemment, les garanties réelles financières souffrent d'une absence de structuration et d'un manque de clarté entre les domaines des différentes garanties qui les composent, en l'absence de toute construction rationnelle. Faut-il pour autant admettre que la notion de contrat de garantie financière est impropre à la systématisation théorique ?

Pour Géný, « *il faut concevoir le droit comme un ensemble cohérent d'éléments indépendants, c'est-à-dire comme un système. L'idée même de méthodologie juridique est liée à celle d'une construction rationnelle du droit et à celle de système juridique* »¹²⁴³. Une construction rationnelle serait-elle possible pour les garanties réelles financières au sein de la catégorie qu'elles constituent ? La directive *Collateral* avait pour vocation de créer un cadre général pour les garanties spéciales sur actifs financiers, elle est construite autour d'une notion centrale de « contrats de garantie financière ». Les systèmes belge et luxembourgeois en ont fait de même. Ils ont eu recours respectivement aux notions de « sûretés financières » et aux « contrats de garantie financière » qui, du reste, expriment des techniques similaires. Ces notions qui nous viennent du droit comparé, sans être identiques à la notion de contrat de garantie financière de la directive *Collateral*, lui sont restées largement fidèles. Il convient alors de se demander si une consécration de la notion de contrat de garantie financière qui serait fidèle à l'esprit de l'institution portée par la directive *Collateral* ne serait pas appropriée pour jouer le rôle d'une notion générale et globalisante pour l'ensemble des garanties de cette catégorie. Si les garanties réelles financières présentent suffisamment de caractères communs pour justifier l'évocation d'une catégorie, et si une telle catégorie se rapproche, de par ses traits, de la catégorie des garanties financières telles que définies par la directive *Collateral*, il pourrait alors être utile de tenter de pousser le raisonnement un pas plus loin, de sorte à voir si la consécration d'une notion de contrat

¹²⁴³ F. GENY, *Etudes sur la fiducie*, thèse Nancy, 1885, p. 22.

de garantie financière, qui est le pivot de la catégorie définie par la directive *Collateral*, ne saurait pas jouer également le rôle de pivot de notre matière.

578. **La sécurité juridique.** La transposition française de la notion européenne de contrat de garantie financière, nous l'avons souligné, a été faite de manière partielle et pour le moins singulière¹²⁴⁴. Elle trouve son centre de gravité dans l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Ses avantages sont multiples, mais elle souffre d'un manque de lisibilité. Pothier définit la sûreté comme l'effet de sécurité procuré¹²⁴⁵. La sûreté est synonyme de sécurité ; lorsqu'elle se trouve au cœur d'un dispositif qui manque de lisibilité, faute d'assurer la sécurité juridique, elle peine à assurer la sécurité des parties. Certes le volume monétaire ou le nombre de transactions concernées par une technique juridique fournissent rarement un fondement suffisant pour une action législative. Pour autant, le dispositif de garantie en question emporte incontestablement la garantie la plus importante en volume¹²⁴⁶. Si cela n'apparaît pas urgent, il est du moins utile d'envisager un remodelage du dispositif actuel. Avant de broser les traits de ce que pourrait être la garantie unique (chapitre II), il convient d'examiner les arguments en faveur d'un remodelage des garanties réelles financières dans une garantie unique (chapitre I).

¹²⁴⁴ L'examen en droit comparé de quelques législations européennes issues de la directive *Collateral* confirme la singularité de la transposition de la notion de contrat de garantie financière à la française, sur laquelle nous reviendrons en détail, ultérieurement, dans le présent chapitre.

¹²⁴⁵ R.-J. POTHIER, *Traité des obligations*, in *Traité de droit civil et de jurisprudence française*, t. I, Œuvres de Pothier, Jean Debure, 1773, n° 365, p. 175. Egalement, R.-J. POTHIER, *Traité du nantissement*, in *Traité de droit civil et de jurisprudence française*, t. II, Œuvres de Pothier, Jean Debure, p. 945.

¹²⁴⁶ Pour ne prendre que l'exemple de garanties des opérations sur dérivés de crédit : l'ISDA a estimé en 2009 que 66 % de l'exposition sur les dérivés de crédit dans les marchés de gré à gré était désormais couverte par des garanties financières. Or, la Banque des règlements internationaux estime l'encours notionnel des dérivés de gré à gré à 707 569 milliards de dollars en juin 2011. Certes, le chiffre ne se rapporte pas aux opérations passées par des opérateurs français exclusivement, il donne cependant une idée du marché important concerné par les garanties réelles financières.

CHAPITRE I

LE REMODELAGE DES GARANTIES REELLES FINANCIERES DANS UNE SEULE GARANTIE CADRE

579. **Une catégorie à remodeler.** Nous avons démontré que les garanties réelles financières souffraient d'une dispersion et d'un manque de lisibilité qui sont dus, d'une part, à la superposition de différents textes¹²⁴⁷ et aux chevauchements dans leurs champs d'application respectifs, et, d'autre part, à l'imprécision terminologique, qui découle tantôt d'une méconnaissance de concepts étrangers à notre droit, tantôt de traductions approximatives de concepts techniques issus de la terminologie juridique anglaise. La dispersion et le manque de clarté de ces dispositions pourraient avoir pour conséquence une imprévisibilité et une insécurité juridiques¹²⁴⁸, tant du point de vue des règles de droit interne, que du point de vue du droit international privé. Il convient de rechercher une construction qui permette de limiter l'insécurité juridique en offrant une structure simple et rationnelle¹²⁴⁹.

580. **Le contrat de garantie financière, une notion centrale dans le remodelage de la catégorie.** La notion de contrat de garantie financière, au sens où l'entend le droit européen, n'a pas été transposée en tant que telle dans le droit positif français. Il existe cependant une notion en filigrane de l'article L. 211-38 du Code

¹²⁴⁷ M. Bonneau a ainsi remarqué au sujet de la réforme des valeurs mobilières et titres financiers apportée par l'ordonnance du 8 janvier 2009 que « *la réforme conduit ainsi à multiplier les strates : on rajoute sans supprimer. Il est vrai que la suppression de la catégorie des valeurs mobilières aurait sans doute été difficile car c'est un concept traditionnel. Mais les traditions sont faites pour évoluer, rien n'étant immuable, le droit, les concepts, pas plus que les fondements de la société tels que le mariage ou la filiation, ne l'étant. Aussi, parce que la catégorie des valeurs mobilières est maintenue, peut-on se demander si finalement la réforme va assez loin* » : Th. BONNEAU, « Valeurs mobilières et titres financiers en droit français », préc.

¹²⁴⁸ M. Aynès estime que l'éparpillement et la complexité des garanties mobilières crée l'incertitude, laquelle rejaillit sur le coût du crédit et sa distribution : L. AYNES, « L'évolution des garanties financières », préc.

¹²⁴⁹ On peut se poser la question de l'utilité de la multiplication des régimes spéciaux, alors qu'un tel éclatement prive de prévisibilité et de sécurité juridique les rapports concernés par cette matière. Il s'agit donc à travers une approche unique, de chercher à assurer une meilleure sécurité juridique et d'éviter les chevauchements entre les régimes des différents textes. Eviter l'inutile dans la règle de droit dont M. Gautier, évoquant l'idée de lutte contre l'inutilité, dit que le « *droit fourmille de situations inutiles et partant, négatives* » (il est intéressant à cet égard de se reporter à la définition de l'utilité de Bentham citée par M. Gautier : « *l'utilité exprime la propriété ou la tendance d'une chose à préserver de quelque mal ou à procurer quelque bien* » : P.-Y. GAUTIER, « Contre Bentham : l'inutile et le droit », *RTD civ.* 1995, p. 797).

monétaire et financier qui, par sa filiation¹²⁵⁰, sa généralité et la dualité des formes qu'elle peut recouvrir, ressemble à la notion européenne de « contrat de garantie financière ». Le texte de l'article L. 211-38 ne se réfère à cette notion que par l'appellation générique de « garantie ». Et, contrairement à la notion contenue dans la directive *Collateral*, la notion française, elle, est, comme nous l'avons vu, circonscrite à la « garantie des obligations financières ». Sa nature n'est pas aisée à déterminer et son domaine vis-à-vis des autres garanties réelles financières reste largement expérimental.

Si une refonte complète du système des garanties réelles financières paraît nécessaire au vu des considérations de sécurité et de clarté exposées précédemment, une telle refonte n'emporte pas nécessairement une révision des caractéristiques communes des régimes juridiques de ces garanties. Une normalisation devrait permettre d'établir un « ensemble de règles techniques visant à unifier et simplifier en vue d'un meilleur rendement, tout en éliminant les complications et les variétés superflues »¹²⁵¹. L'entreprise de structuration commencerait par la reconnaissance de la matière et sa construction autour d'un élément fondateur, une notion rénovée d'un « contrat de garantie financière ». L'examen du droit comparé offre un exemple de système rationnel pour les garanties réelles financières. Sans prêcher pour une réplique du modèle suivi par les pays voisins, il convient d'en étudier certaines caractéristiques avant de revenir au texte de la directive. La nécessité d'un remodelage dicté par les lacunes du dispositif actuel (section 2) vient confirmer l'opportunité d'un remodelage autour d'une notion qui peut s'inspirer du droit comparé (section 1).

SECTION 1 : L'OPPORTUNITÉ D'UN REMODELAGE DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES DANS UNE GARANTIE UNIQUE

581. La recherche d'un critère de construction des garanties réelles financières. La structure actuelle des garanties réelles financières est une composition inachevée. Elle trouve son point de départ dans une distribution historique qui s'articule autour des garanties sur les marchés réglementés (les couvertures ou dépôts de garantie) et les garanties reconnues pour les opérations de gré à gré. Or, après 2005,

¹²⁵⁰ Rappelons que cet article est issu du texte de transposition de la directive *Collateral*.

¹²⁵¹ *Petit Larousse*, 1989.

cette distribution a évolué, et ce qui était un partage entre marchés¹²⁵² s'est transformé en un partage entre général et particulier, où les dispositions relatives aux garanties sur les marchés de gré à gré ont été étendues et renforcées pour devenir le siège d'une garantie générale, que certains n'ont pas hésité à qualifier de garantie financière de droit commun. A côté de cette garantie générale subsistent des textes spéciaux. Parmi ces textes, certains sont sans aucun intérêt conceptuel, puisqu'ils ne font que renvoyer au régime général. D'autres continuent à régir des opérations particulières, telles les opérations avec les banques centrales, ou les couvertures sur les marchés réglementés. Elles sont alors considérées comme imposant des régimes obligatoires. Mais ce système porte toujours l'empreinte de la distinction historique entre les marchés. Les spécificités de chacun des marchés jouent un rôle déterminant dans la manière dont les régimes juridiques des garanties réelles financières sont façonnés. De fait, un changement dans les spécificités des marchés, tel qu'il est annoncé actuellement, devrait avoir pour conséquence un changement dans le régime de la garantie (§ 1). Nous avons vu que cette distribution que suit le droit français ne correspond pas à l'approche unitaire voulue par la directive *Collateral*. Il est utile dès lors de rapprocher le dispositif français des dispositifs de garanties financières tels que transposés respectivement en droits belge et luxembourgeois (§ 2).

§ 1 L'argument tiré du droit comparé

582. **L'approche unitaire en droit comparé.** Il convient de déterminer la dimension de généralité dont il s'agit. Il existe deux modèles au moins : celui de la directive *Collateral* qui a cherché à créer un cadre général pour les garanties des opérations de marché (A), et les droits belge et luxembourgeois qui ont établi un cadre général pour les garanties sur actifs financiers (B).

A. Le modèle de garantie proposé par la directive *Collateral*

583. **Disparités importantes entre l'approche française et l'approche européenne de la matière.** La directive *Collateral* n'a imposé qu'une harmonisation *a*

¹²⁵² Il en était ainsi du partage entre l'article L. 442-6 et L. 431-7, al. 5 du Code monétaire et financier.

minima. Elle a suivi une approche unitaire construite autour d'une seule garantie-cadre qui se décline en deux techniques différentes. Le Professeur H. Synvet, avant la transposition de la directive *Collateral*, affirmait que dans le dyptique de la directive, entre transferts de propriété à titre de garantie et sûretés, ces dernières « *correspondent, en droit français, au gage de compte d'instruments financiers* »¹²⁵³. Il a été également observé : « *La directive sur les garanties financières était déjà largement transposée en France avant son adoption, au travers notamment de dispositions régissant la pension livrée et le prêt de titres, le gage de compte d'instruments financiers (ou gage CIF) et le gage-espèces. Si on excepte le gage CIF, tous ces mécanismes correspondaient à la grande catégorie des "contrats de garantie financière avec transferts de propriété" définie par l'article 2.1.b de la directive finalité. Le gage CIF était la version française du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté, décrit à l'article 2.1.c de la directive* »¹²⁵⁴. Cette lecture aurait pu logiquement conduire à construire, lors de la transposition de la directive *Collateral*, un dispositif qui se serait articulé autour d'une notion cadre, le contrat de garantie financière, qui recouvre deux techniques, le transfert de propriété à titre de garantie et le gage de compte d'instruments financiers (aujourd'hui nantissement de compte-titres).

584. **Une approche unitaire pour tout type de transactions.** Il n'y pas d'argument valable qui justifie le maintien de deux catégories distinctes : une catégorie de couvertures, constituée de remises en pleine propriété et autres formes de sûreté d'une part, et de l'autre, une catégorie de contrats de garanties financières constituées par des transferts en pleine propriété et des sûretés, d'autant que les deux catégories présentent des caractéristiques quasiment identiques s'agissant de leurs régimes. Il faut admettre que cette révolution a eu lieu lors de l'acceptation de mécanismes fiduciaires et de la consécration de la notion cadre de couverture. Cette orientation a été confirmée avec la transposition de la directive *Collateral*. La directive *Collateral* s'est voulue générale. Elle ne connaît pas de distinction suivant les obligations ou les marchés concernés. Les garanties réelles financières ont vocation à s'appliquer dans des situations très diverses. Le rapport d'évaluation de la directive *Collateral* qui a introduit un cadre général pour le droit spécial dérogatoire des sûretés sur actifs financiers relève

¹²⁵³ H. SYNDET, « L'objet du gage de compte d'instruments financiers », in *Droit et actualité, Etudes offertes à Jacques Béguin*, Litec, 2005, p. 719.

¹²⁵⁴ *Bull. Banque Fr.* n° 137, mai 2005, p. 49.

à cet effet que « *les garanties sont de plus en plus utilisées pour tout type de transaction, et notamment sur les marchés des capitaux, pour la trésorerie et le financement bancaires, dans le cadre des systèmes de paiement et de compensation et pour les prêts bancaires en général. Elles prennent le plus souvent la forme d'espèces ou de valeurs mobilières* »¹²⁵⁵.

B. Le modèle de garantie consacré en droits belge et luxembourgeois

585. L'approche des droits belge et luxembourgeois. Rappelons que les droits belge et luxembourgeois, du moins pour ce qui est du droit civil et du droit commercial, présentent une grande proximité avec le droit français. Par ailleurs, le droit luxembourgeois, en matière civile et commerciale du moins, est particulièrement proche du droit belge dans les textes, la jurisprudence et la doctrine. Ces deux législations sont basées sur le Code Napoléon et ont, par le passé, souvent emboîté le pas au législateur français dans de nombreux domaines. Une influence dans le sens inverse ne devrait pourtant pas être exclue. Et il est des exemples où la tendance a été inversée. Tel est le cas de la loi luxembourgeoise sur le contrat de fiducie du 18 juillet 2003 qui a inspiré le législateur français dans l'adoption du texte de la loi du 19 février 2007, ou la loi luxembourgeoise sur la titrisation du 22 mars 2004, dont on a encore récemment vanté les mérites dans la doctrine française¹²⁵⁶. En matière de garanties sur actifs financiers, le cadre législatif luxembourgeois a été réaménagé à l'occasion de la

¹²⁵⁵ Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil, COM (2006) 833 final, *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, p. 3. V. également, M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », préc. : l'auteur souligne que « *les opérateurs du marché ont recours à des garanties avec ou sans transfert de propriété (nantissement ou mise en pension de titres, remises fiduciaires, gage de compte d'instruments financiers) pour gérer et réduire le risque de crédit auquel ils sont exposés par des opérations aussi diverses que les contrats dérivés ou les emprunts bancaires les plus courants* ».

¹²⁵⁶ M. Praicheux fait remarquer à propos de la loi sur la titrisation luxembourgeoise : « *On peut cependant regretter que le droit français de la titrisation ne soit pas aussi large que le droit luxembourgeois, qui est susceptible de permettre directement un transfert de risques de défaut de paiement à un organisme de titrisation, sans la conclusion préalable et nécessaire de conventions d'assurance, d'acquisition de créances ou de souscriptions d'instruments financiers à terme. A cet égard, on ne se lasse pas de citer en exemple la loi luxembourgeoise du 22 mars 2004 qui définit la titrisation comme : "... l'opération par laquelle un organisme de titrisation acquiert ou assume, directement ou par l'intermédiaire d'un autre organisme, les risques liés à des créances, à d'autres biens, ou à des engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers en émettant des valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement dépendent de ces risques"* » : S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 11, p. 4.

transposition de la directive *Collateral*¹²⁵⁷ pour permettre la mise en place d'un instrument efficace, prévisible et irréprochable dans sa construction. Il est dès lors intéressant d'examiner la transposition qui a été faite de la notion communautaire de « contrat de garantie financière » issue de la directive *Collateral*.

En outre, il convient de remarquer qu'en matière de garanties financières, aussi bien dans le droit luxembourgeois que le droit belge, les textes de transposition de la directive *Collateral* ont été l'occasion de mettre de l'ordre dans les droits respectifs afférant aux garanties spéciales sur actifs financiers. Cela s'est produit par l'abrogation et l'incorporation de différents textes, ainsi que par le biais d'adaptation de régimes rapatriés au sein des lois respectives de transposition de la directive *Collateral* devenue le texte de référence pour la matière des garanties spéciales sur actifs financiers. Or, cette unification des textes n'aurait pas pu se produire sans un recours à une notion unifiée, générale et globalisante de contrat de garantie financière au sens de la directive, qui s'est matérialisé en « contrat de garantie financière » en droit luxembourgeois et en « convention constitutive de sûreté réelle » en droit belge. Il convient dès lors d'examiner les notions belge et luxembourgeoise du contrat de garantie financière issu de la directive *Collateral* (1), avant d'en apprécier l'étendue (2).

1. La notion de « contrat de garantie financière » telle que transposée dans les droits belge et luxembourgeois

586. Les législations belge et luxembourgeoise consacrent une approche des garanties financières qui est construite autour de l'instrument, par opposition à l'approche construite autour du marché ou des opérations de marché¹²⁵⁸. La notion de sûreté financière du droit belge (a) peut à différents égards être rapprochée de celle de contrat de garantie financière du droit luxembourgeois (b).

¹²⁵⁷ La loi luxembourgeoise de transposition de la directive *Collateral* a centralisé l'ensemble des dispositions pouvant toucher au domaine des garanties financières. Elle a ainsi absorbé les législations existantes en matière de transfert de propriété à titre de garantie et de pension de titres.

¹²⁵⁸ Sous réserve de son admission des créances (pour le droit luxembourgeois) et des espèces (pour le droit belge) cette approche s'identifie en partie avec ce que Mme Drummond et M. Bonneau désignent comme « un droit des marchés d'instruments financiers, au-delà du droit boursier, dans le sens d'une discipline juridique dont l'objet est la réglementation des opérations portant sur des instruments financiers » : Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 78 et s., p. 84.

a. La notion de « sûreté financière » en droit belge

587. Le droit belge des sûretés financières, un régime dérogatoire restreint.

Le droit belge suit la structure duale décrite ci-haut. La loi belge du 15 décembre 2004 propose pour les sûretés financières un *corpus* unique de règles pour la mise en œuvre des garanties sur actifs financiers indépendamment du type de convention utilisée, de la nature de l'assiette et de la catégorie d'instruments financiers¹²⁵⁹. Le caractère englobant de la notion en droit belge est mis en évidence à l'article 4 de la loi du 15 décembre 2004. Suivant cet article, cette loi s'applique à toutes les conventions constitutives de sûretés réelles portant sur des instruments financiers ou espèces et, d'autre part, à toutes les conventions de *netting*. La généralité de la formule employée, qui se réfère à « *toutes les conventions constitutives de sûretés réelles* » porte à croire à la mise en place d'une institution englobante qui organise désormais un tronc commun pour toutes les sûretés sur les instruments financiers et sur les espèces en droit belge¹²⁶⁰, dans la limite bien entendu du champ d'application que la loi s'est assigné. La première catégorie de contrats visée réunit toutes les sûretés conventionnelles qui ont pour effet de transférer la possession ou le contrôle d'avoirs financiers remis au bénéficiaire de la garantie (ou à la personne agissant pour son compte).

588. La notion de « sûreté financière » en droit belge. Le droit belge adopte une structure bicéphale pour la notion de contrat de garantie financière. Ainsi, l'article 3, 3^e de la loi belge du 15 décembre 2004 définit les « conventions constitutives de sûreté réelle » comme étant les conventions de gage, les conventions de transfert de propriété à titre de garantie, en ce compris les conventions de cession rétrocession (« repos »), ainsi que les conventions similaires conclues sous un droit étranger.

Le droit belge a été moins clair que le droit luxembourgeois dans l'entreprise de consécration de la notion de contrat de garantie financière telle que prévue par la directive *Collateral*. En effet, alors que le droit luxembourgeois consacre la notion en tant que telle dans une définition de la loi luxembourgeoise du 5 août 2005, le droit belge ne fait que définir, pour les besoins du texte de la loi belge du 15 décembre 2004, les « conventions constitutives de sûreté réelle ». La terminologie est générique et ne

¹²⁵⁹ C. POULLET, « Les garanties financières : une efficacité renforcée au détriment des droits des autres créanciers? », *RPS* (revue belge), 3/2005, p. 245, et spéc. p. 246-247.

¹²⁶⁰ V. l'article 4 § 1 de la loi du 15 décembre 2004.

contribue pas à la constitution d'une notion, même si la loi du 15 décembre 2004 énonce qu'elle peut être citée comme la « loi relative aux sûretés financières ». Le terme « sûretés financières » pourrait ainsi désigner cette notion, mais il reste vague et générique.

589. **L'étendue du champ d'application de la notion de « sûreté financière » en droit belge.** Au niveau de la définition du champ d'application, le droit belge se réfère aux trois critères que nous avons identifiés pour les garanties réelles mobilières en droit français, à savoir, la référence à des actifs spécifiques, à des opérations spécifiques et à des personnes spécifiques. Pour ce qui est des actifs tout d'abord, la loi du 15 décembre 2004 s'applique aux sûretés réelles portant sur des instruments financiers ou des espèces. Cette loi devrait bientôt faire l'objet d'une adaptation afin d'être mise en conformité avec la directive 2009/44/CE. Finalement, pour ce qui est de la définition du champ d'application quant aux parties, la loi belge du 15 décembre 2004 ne contenait à l'origine pas de restrictions. Une proposition de loi vise cependant à réduire son champ d'application, elle a été présentée au Sénat belge le 14 mai 2009¹²⁶¹. La proposition de modification de cette loi fait remarquer que la loi trouve toujours à s'appliquer « *lorsque les deux parties aux conventions constitutives de sûreté réelle sont des personnes morales, sans qu'il soit requis qu'une des parties au moins appartienne à une catégorie spécifique. En outre, à une exception près, la loi est également applicable aux conventions constitutives de sûreté réelle auxquelles une ou plusieurs personnes physiques sont parties* ». La proposition de loi vise à aligner le champ d'application personnel de la loi belge du 15 décembre 2004 sur celui de la directive *Collateral*. Cette directive limite en effet son champ aux conventions constitutives de sûreté réelle qui sont conclues entre un constituant de garantie et un preneur de garantie qui appartiennent tous deux à l'une des catégories spécifiques de professionnels, qu'elle énumère à l'article 1.2.

b. La notion de « contrat de garantie financière » en droit luxembourgeois

590. **Le droit luxembourgeois, un régime dérogatoire extensif.** Le droit luxembourgeois a étendu au-delà du champ de la directive le champ d'application des

¹²⁶¹ A notre connaissance, cette proposition n'a pas encore été adoptée

contrats de garantie financière, cependant, le principal aspect qui nous intéresse ici est la généralisation du champ du droit dérogatoire qu'il a permis. De par son champ d'application, le droit dérogatoire s'étend à l'ensemble des techniques, y compris au gage. Ainsi, les contrats de gage qui tombent dans le champ d'application de la loi du 5 août 2005 bénéficient des mêmes immunités que les autres garanties.

591. **La notion *stricto sensu*.** Le droit luxembourgeois adopte la structure bicéphale pour la notion de contrat de garantie financière. Cette notion couvre à la fois les mécanismes de sûreté par affectation en garantie de certains actifs, ou par transfert en pleine propriété de ces actifs (sous ses différentes formes connues en droit luxembourgeois, le transfert de propriété à titre de garantie, la mise en pension, et la fiducie-sûreté)¹²⁶². Le droit luxembourgeois a saisi l'occasion de la transposition de la directive *Collateral* pour refonder le droit spécial des garanties sur actifs financiers. Ainsi, la loi luxembourgeoise du 5 août 2005 a emporté abrogation des régimes spéciaux existant tant pour les opérations de mise en pension que pour les opérations de transferts de propriété à titre de garantie qui avaient un régime propre¹²⁶³. Cette loi a ainsi créé un « contrat de garantie financière » qui se décline sous quatre formes différentes : le contrat de gage, le transfert de propriété à titre de garantie, la mise en pension et la fiducie-sûreté. Il ne s'agit pas comme en droit français d'un simple régime qui s'appuie sur d'autres garanties. Le « contrat de garantie financière » luxembourgeois est lui-même une garantie, plurale, qui peut revêtir trois formes différentes qui sont des déclinaisons de la garantie elle-même. Tout comme la notion en droit belge, il ne s'agit pas de se greffer sur une sûreté, pour peu qu'elle soit recevable, mais c'est le « contrat de garantie financière » en tant que sûreté spéciale lui-même qui se décline en un gage, un transfert de propriété à titre de garantie, une mise en pension ou une fiducie-sûreté. Ces quatre formes du « contrat de garantie financière » ont chacune leurs caractéristiques propres. Elles n'empruntent pas d'éléments d'une autre sûreté. La notion luxembourgeoise de « contrat de garantie financière » est très proche du texte de la directive *Collateral*.

¹²⁶² L'article 1^{er} paragraphe 4 définit le contrat de garantie financière comme étant « *un contrat de gage, de transfert de propriété à titre de garantie, de mise en pension ou de fiducie-sûreté régi par la présente loi* ».

¹²⁶³ Ainsi la loi luxembourgeoise du 5 août 2005 a emporté, entre autre mesure, abrogation des textes suivants : la loi luxembourgeoise du 21 décembre 1994 *relative aux opérations de mise en pension* et la loi luxembourgeoise du 1^{er} août 2001 *relative au transfert de propriété à titre de garantie*.

592. **L'étendue du champ d'application de la notion de contrat de garantie financière.** La généralité de la notion de contrat de garantie financière en droit luxembourgeois s'exprime quant à son champ d'application. Le droit luxembourgeois se réfère à cet égard aux trois critères que nous avons identifiés pour les garanties réelles mobilières en droit français, à savoir : la référence à des actifs spécifiques, à des opérations spécifiques et à des personnes spécifiques. Pour les actifs tout d'abord, l'article 1^{er} de la loi luxembourgeoise du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière définit les « avoirs » comme étant les instruments financiers et les créances. Ensuite, le paragraphe 10 de l'article 1^{er} de cette loi définit les obligations financières couvertes comme étant « *les obligations qui sont garanties par un contrat de garantie financière et qui donnent droit à un règlement en espèces ou à la livraison d'instruments financiers ou à des biens sous-jacents à de tels instruments financiers. Elles peuvent consister totalement ou partiellement :*

i) en obligations présentes, qu'elles soient assorties d'un terme ou d'une condition, ainsi qu'en obligations futures, sans qu'il soit besoin de les spécifier ;

ii) en obligations envers le preneur de la garantie incombant à une personne autre que le constituant de la garantie, ou

iii) en obligations occasionnelles d'une catégorie ou d'un type déterminé ».

Enfin, pour ce qui est des parties éligibles, la loi luxembourgeoise permet une application des plus larges, puisqu'elle ne pose pas de conditions d'éligibilité particulières. Ainsi, toute personne physique ou morale (entité réglementée ou pas, y compris toute société commerciale) peut contracter une garantie financière. La seule condition est que ce contrat se rapporte à la garantie d'obligations financières. Or, les obligations financières sont définies de la manière la plus large et pratiquement sans véritable restriction à part le fait que l'obligation garantie doit être une obligation de paiement¹²⁶⁴.

¹²⁶⁴ Ainsi le paragraphe 10) de l'article 1^{er} de la loi luxembourgeoise du 5 août 2005 définit les obligations financières couvertes. Il s'agit des « *obligations qui sont garanties par un contrat de garantie financière et qui donnent droit à un règlement en espèces ou à la livraison d'instruments financiers ou à des biens sous-jacents à de tels instruments financiers. Elles peuvent consister totalement ou partiellement:*

i) en obligations présentes, qu'elles soient assorties d'un terme ou d'une condition, ainsi qu'en obligations futures, sans qu'il soit besoin de les spécifier; ii) en obligations envers le preneur de la garantie incombant à une personne autre que le constituant de la garantie, ou iii) en obligations occasionnelles d'une catégorie ou d'un type déterminé ».

2. L'étendue du droit dérogatoire : l'exemple donné par le droit comparé

593. **Faut-il généraliser le régime dérogatoire ?** Nous ne le pensons pas. A quoi ressemblerait une généralisation du régime dérogatoire ? Cela reviendrait à reconnaître le régime dérogatoire sur tous les marchés, pour tous les acteurs et en couverture de tous les risques, tant sur les marchés de capitaux que pour les marchés interbancaires (jusque-là cela ne nous paraît pas choquant), mais également pour le marché du crédit. Là encore le droit comparé, sans aller dans des systèmes lointains, mais celui du Grand Duché de Luxembourg nous fournit un bel exemple de régime dérogatoire généralisé.

Le régime dérogatoire dont le droit luxembourgeois assortit les garanties financières s'applique à l'ensemble des contrats de garantie financière. Ce régime dérogatoire n'est pas l'apanage des techniques de transfert de propriété à titre de garantie, mais s'applique indistinctement à toutes les formes de contrats de garantie financière, y compris les contrats de garantie financière qui prennent la forme de gage, contrairement au droit français qui ne donne au gage de compte-titres une immunité dérogatoire que lorsqu'un tel contrat entre dans le champ de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Le gage luxembourgeois sous la loi du 5 août 2005 jouit d'une immunité totale, emportant tous les attributs que nous avons déterminés comme définissant les traits du régime dérogatoire. Les contrats de garantie financière de droit luxembourgeois présentent un niveau d'immunité équivalent quelle que soit la technique choisie. Lors de la constitution des contrats de garantie financière de droit luxembourgeois, la non-application de la règle de l'« heure zéro », la non-application des règles de nullité du Livre III du Code de commerce luxembourgeois, en ce compris les régimes de nullité de la période suspecte, tant obligatoires que facultatifs, se voient également mis en échec en matière de contrats de garantie financière¹²⁶⁵. Il en est de

¹²⁶⁵ En effet l'article 20 paragraphe (4) de la loi luxembourgeoise du 5 août 2005 prévoit une immunité très large tant vis-à-vis des procédures nationales, que vis-à-vis des procédures étrangères : « A l'exception des dispositions de la loi du 8 décembre 2000 sur le surendettement, les dispositions du Livre III, Titre XVII du Code Civil, du Livre 1er Titre VIII et du Livre III du Code de commerce ainsi que les dispositions nationales ou étrangères régissant les mesures d'assainissement, les procédures de liquidation, les autres situations de concours et les saisies ou autres mesures visées au point b) de l'article 19 ne sont pas applicables aux contrats de garantie financière et aux contrats de compensation et ne font pas obstacle à l'exécution de ces contrats et à l'exécution par les parties de leurs obligations notamment de retransfert ou de rétrocession ».

même des voies d'exécution civiles¹²⁶⁶. Lors de la réalisation, les garanties financières sont réalisables nonobstant l'ouverture d'une procédure collective luxembourgeoise ou étrangère. En effet, et là encore toutes les garanties financières sans distinction de la forme qu'elles prennent, sont d'une réalisation simplifiée avec recours possible à la compensation et à la résiliation-compensation emportant déchéance de terme, et ce, nonobstant l'ouverture d'une procédure collective de droit luxembourgeois ou de droit étranger. L'immunité se trouve ainsi renforcée pour les gages comme pour les transferts de propriété à titre de garantie couverts par cette loi (les contrats de fiducie, les transferts de propriété à titre de garantie et les mises en pension).

594. **Le droit comparé : une consécration d'un corps de règles claires.** Le droit comparé nous montre un exemple de consécration de corps de règles cohérent en matière de garanties financières. Cette consécration a eu lieu dans des systèmes qui présentent une grande proximité dans les concepts et même dans les textes¹²⁶⁷. Cette construction s'est faite en s'appuyant sur une garantie-cadre. Le droit comparé, toujours, nous montre qu'une même sûreté peut recouvrir des formes différentes et elle-même être un régime cadre (ce que l'on a déjà expérimenté en droit français avec les notions de contrats de garanties financières et de couverture – et de ce point de vue l'expérience semble plutôt réussie).

§ 2 L'argument tiré de l'influence du marché sur le régime de la garantie

595. **La détermination de la sûreté en fonction des caractéristiques du marché.** Le régime actuel continue à porter les stigmates de la séparation entre marchés réglementés et marchés de gré à gré. La disparité dans l'intensité du risque sur chacun de ces marchés continue à dicter le régime de la garantie. Il convient d'examiner le lien entre le type de marché et le type de garantie prise, tant la dialectique entre le risque et la garantie financière paraît déterminante dans la définition des critères des garanties sur les marchés de gré à gré (A). Ce lien permet de conclure

¹²⁶⁶ V. article 20 paragraphe (2) de la loi luxembourgeoise du 5 août 2005.

¹²⁶⁷ Il convient de rappeler à ce titre que le Code Napoléon continue à s'appliquer tant au Luxembourg qu'en Belgique.

qu'un changement dans les caractéristiques du marché devrait avoir pour conséquence un changement dans la construction des garanties (B).

A. La détermination de la sûreté sur le marché de gré à gré

596. La sûreté sur les marchés de gré à gré a pour rôle de prémunir contre un risque jugé plus élevé que sur d'autres marchés. Là encore, la spécificité du risque (1) dicte les caractéristiques de la sûreté réelle requise (2).

1. La spécificité du risque sur les marchés de gré à gré

597. **Les marchés de produits dérivés.** Suivant la conception anglo-saxonne, le terme « dérivés » (« *derivatives* » en anglais) est employé de manière restrictive pour désigner les opérations sur les marchés OTC, considérés comme « dérivant » des marchés réglementés regroupés sous le terme « *futures* »¹²⁶⁸. Parmi les dérivés sur les marchés de gré à gré, l'ISDA référence notamment les produits dérivés à revenus fixes (*Fixed Income Derivatives*), les produits dérivés relatifs au risque de change (*FX Derivatives*), les dérivés actions (*Equity Derivatives*), les dérivés de métaux (*Precious and Metals Derivatives*), les dérivés énergétiques (*Energy Derivatives*), les dérivés de matières premières (*Commodities Derivatives*) et les dérivés de crédit (*Credit Derivatives*)¹²⁶⁹. Or, parmi ces produits, ce sont les dérivés actions et les dérivés de crédit qui présentent le risque le plus élevé¹²⁷⁰. Ce risque est d'autant plus important en période de crise.

L'ISDA a estimé la croissance du montant de *Collateral* utilisé en relation avec les opérations sur dérivés de gré-à-gré à un taux de 86 % en 2008, portant le montant des actifs affectés en garantie de 2 100 milliards de dollars à 4 000 milliards de dollars¹²⁷¹. Le recours au *Collateral* dans les opérations sur les marchés de gré à gré a littéralement explosé durant les années 2008 et 2009. La tendance au recours aux garanties financières est en augmentation continue sur les marchés de gré à gré. L'ISDA a estimé

¹²⁶⁸ P. STEPHAN, « Marchés dérivés et gestion de risques financiers : compétence et devoir des dirigeants sociaux », *Bull. Joly Bourse* 1995, p. 95.

¹²⁶⁹ 2010 ISDA Margin Survey, p. 10, disponible sur le site : www.isda.org.

¹²⁷⁰ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », préc.

¹²⁷¹ 2009 ISDA Margin Survey, p. 6, disponible sur le site : www.isda.org.

en 2009 que 66 % de l'exposition sur les dérivés de crédit dans les marchés de gré à gré était désormais couverte par des garanties financières, ce qui présente une avancée d'un point par rapport à 2007, mais surtout une avancée spectaculaire quand on sait que le chiffre n'était que de 29 % en 2003¹²⁷². La Banque des règlements internationaux a estimé l'encours notionnel des dérivés de gré à gré à 582 655 milliards de dollars en juin 2010 et à 707 569 milliards de dollars en juin 2011. Leur valeur de marché est estimée à 24 673 milliards de dollars en juin 2010 et à 19 518 milliards de dollars en juin 2011¹²⁷³.

598. **Les produits à terme et le risque élevé.** Pour les produits dérivés, la question centrale est celle de la gestion des risques : « *la globalisation et l'interconnexion des marchés financiers mais aussi l'interdépendance des établissements financiers contribuent à une exposition croissante des marchés mondiaux aux risques de crédit, davantage qu'aux risques de taux de change ou de taux d'intérêt* »¹²⁷⁴. Les garanties financières sont des méthodes de couverture des risques. Le risque est un élément clé dans la compréhension du champ d'application et du régime de la garantie. La gestion du risque financier par le recours aux instruments dérivés est une technique très courante dans le monde des affaires. Quel que soit le domaine d'investissement concerné, il est généralement possible de recourir à un *hedging* en prenant des positions sur des contrats financiers auparavant connus sous l'appellation de contrats à termes ou de produits dérivés. Ces positions, du fait de l'écart dans le temps entre le moment où elles sont prises et le moment de leur dénouement, emportent un risque élevé de non-exécution¹²⁷⁵. Ce risque donne lieu à des prises de sûretés réelles qui portent généralement sur des formes différentes d'instruments financiers. Ainsi, les produits à terme sont à la fois des produits de gestion du risque et des produits générateurs de risque qui nécessitent la prise de sûretés pour garantir le risque qu'elles génèrent. Bien avant la crise actuelle, les accusations portaient déjà à la fois sur la conduite des intermédiaires financiers, la

¹²⁷² *Ibid.*

¹²⁷³ *Bank of International Settlements*, « *Semi-annual OTC derivatives statistics at end-June 2011* », Table 9. Disponible sur www.bis.org/statistics/derstats.htm

¹²⁷⁴ J.-H. LORENZI, avant-propos à l'ouvrage d'A. GAUVIN, *Droit des dérivés de crédit*, Revue Banque Edition, 2003.

¹²⁷⁵ J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, « La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré », *Banque & Droit* n° 54, juill.-août 1997, p. 3.

sophistication des produits dérivés et la complexité de la structure même des marchés¹²⁷⁶.

2. Les caractéristiques de la garantie réelle requise

599. **Le collatéral sur les marchés non réglementés.** Nous l'avons évoqué précédemment, l'exposition au risque de contrepartie est plus élevée sur les marchés de gré à gré, du fait, d'une part, de l'absence de contrepartie centrale (une chambre de compensation) et de l'autre, du caractère aléatoire des contrats sur instruments financiers à terme¹²⁷⁷, rendant difficile l'évaluation des pertes¹²⁷⁸. De plus, il faut noter que sur ces marchés, il est remédié à l'absence de la garantie qu'offrirait normalement une chambre de compensation¹²⁷⁹ sur un marché réglementé¹²⁸⁰ par le recours au mécanisme de compensation contractuelle et à la prise de garanties assorties d'appels de marges. Ces marges sont alors calculées en fonction de la valeur liquidative des opérations¹²⁸¹.

600. **Les garanties réelles financières dans les conventions-cadres.** Les opérations de gré à gré se partagent entre des opérations qui obéissent à des conditions juridiques négociées au cas par cas entre les contreparties à une transaction, et des opérations prises dans le cadre de contrats-cadres standardisés que proposent les associations professionnelles. Mme Drummond et M. Bonneau soulignent que « *les*

¹²⁷⁶ *Ibid.*

¹²⁷⁷ M. AMADOU, *La réglementation des marchés à terme*, thèse Clermont-Ferrand, 1994. – F. AUCKENTHALER, « Instruments financiers à terme », *JurisClasseur Banque Crédit Bourse*, fasc. 2050. – D. LEFRANC, « La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré », *Banque & Droit* juillet-août 1997, p. 11. – J.-P. MATTOU, « La sécurité et la responsabilité sur les marchés de produits dérivés de gré à gré », *PA* 1996, n° 56, p. 24. – Kh. MEDJAOUI, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers, Etude juridique*, thèse Paris I, préf. C. GAVALDA, LGDJ, 1996, coll. Bibliothèque de droit privé, t. 262. – I. NAJJAR, « La "couverture" du marché à terme », *D.* 1993, chron., p. 45. – I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse Strasbourg, 1999. – S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », *Rép. sociétés Dalloz*, 2009.

¹²⁷⁸ V. M. Kolifrath qui souligne que l'inversion de la courbe des taux rend encore plus difficile cette évaluation : G. KOLIFRATH, « L'annexe AFB remise en garantie, un outil de gestion des instruments financiers à terme », préc., p. 143.

¹²⁷⁹ Etant entendu, que même sur un marché non-réglementé, l'opération peut être soumise à l'intervention d'une chambre de compensation.

¹²⁸⁰ V. L. RUET, « La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse à terme », *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 521.

¹²⁸¹ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 650.

opérations de gré à gré portant sur des instruments financiers à terme, qui font l'objet de contrats ad hoc dès lors qu'elles présentent une grande particularité, s'inscrivent le plus souvent dans des conventions-cadres qui ont vocation à régir l'ensemble des transactions conclues par les parties et qui sont généralement conformes à des conventions-cadre dites de place, émanant en fait d'associations professionnelles telles que l'ISDA ou l'AFB, devenue depuis le 1^{er} février 2001, la FBF »¹²⁸². Ce qu'il est commun d'appeler le collatéral, la garantie financière, est devenue un élément central de toutes les opérations de gré à gré. Toutes les conventions-cadres s'y réfèrent : les *master agreements* (conventions-cadres) de l'ISDA, celles du *New York Foreign Exchange Committee and the British Bankers' Association (IFEMA et ICOM agreements)*, la *Public Securities Association*, l'*International Securities Market Association*, la *Bond Market Association* (le *PSA agreement* et le *BMA/ISMA agreement*), et l'*International Stock Lending Association (OSLA agreement)*. Les dispositions sur le collatéral sont soit intégrées dans le *master agreement*, soit contenues dans des annexes spécifiques¹²⁸³. En pratique, les conventions-cadres contiennent des annexes relatives à des mécanismes de garantie. Ainsi, l'Annexe Remise en Garantie à la Convention-Cadre FBF se réfère dans son préambule à la remise en pleine propriété telle que prévue à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier¹²⁸⁴. L'article 2 de l'Annexe Remise en Garantie définit l'objet de la convention comme suit : « 2.1 En couverture et garantie de ses obligations, quelles

¹²⁸² Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 966, p. 742.

¹²⁸³ L'intérêt du recours à ces mécanismes est souligné par le rapport de l'ISDA. Ce rapport précise : « In the majority of cases, it is beneficial to use industry standard collateral agreements for the following reasons:

- Negotiation time is reduced because of the acceptance of standard terms.
- Industry standard documents may be regarded as more objective than proprietary documents provided by one party or the other.
- On enforcement, different national judicial and/or bankruptcy officials may more readily accept the standard set-off provisions in calculating a net position on default of either party, since such provisions have been the subject of reviews by local counsel, academics and regulators.
- Typically, the breadth of judicial and operational experience is greater with industry standard documents.

Cross-product collateralisation refers to the practice of integrating collateral support for both derivatives and non-derivatives transactions. The trend in the OTC derivatives markets in recent years has been to collateralize entire counterparty relationships, rather than specific products. This development has been driven by the desire to achieve greater operational capital efficiencies. This desire has resulted in market participants attempting to net credit exposure for multiple and economically similar products » : 2009 ISDA Margin Survey, p. 6, disponible sur le site : www.isda.org.

¹²⁸⁴ « Conformément aux dispositions de l'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier, les Parties souhaitent, par la présente annexe ("Annexe"), convenir des modalités de remise en pleine propriété de sommes d'argent, de valeurs, d'instruments financiers, créances, contrats ou d'effets pour tenir compte de l'évolution de la Valeur des Transactions de Référence ».

qu'elles soient, résultant de la Convention, notamment du complet règlement du Solde de Résiliation, chacune des Parties s'engage à effectuer des Remises en faveur de l'autre Partie, selon les modalités et conditions de l'Annexe.

2.2 Le montant des Remises est déterminé à chaque Date de Calcul en fonction de la Valeur de l'ensemble des Transactions de Référence en cours et des Garanties, conformément aux dispositions des articles 4 et 5.

2.3 Le Bénéficiaire s'oblige à restituer les actifs financiers constituant la Garantie selon les modalités et conditions de l'Annexe, sous réserve de la bonne exécution des obligations de l'autre Partie au titre de la Convention et de la non-survenance d'un Cas de Défaillance la concernant ».

La convergence dans les caractéristiques des marchés ne devrait-elle pas conduire à la convergence voire à la fusion des garanties employées ?

B. La convergence

601. **Les limites des garanties financières.** Dans un scénario de crise des marchés, sur un plan macro-économique, le risque de contrepartie venant à se réaliser à travers la défaillance d'un acteur sur ses dérivés entraîne *de facto* une impossibilité de compenser les différentes positions du fait de la taille importante des positions prises sur les dérivés. Il en a été ainsi pour AIG, pour Freddie Mac et Fannie Mae. Les sûretés peuvent alors paraître impuissantes, la mise en œuvre des compensations n'aura pour effet que de propager l'onde de choc des défaillances dans un mouvement systémique. Seule une solution de concert, entre Etats, banques centrales et de fonds de sauvetage peut alors apporter une solution. Or une telle solution s'efforcera de sauver le système en place mais elle ne permettra pas nécessairement d'éviter les défaillances. Nous l'avons vu outre-Atlantique lors des défaillances des sociétés citées ci-haut ; le même schéma s'est reproduit en Europe plus récemment avec la dette grecque et la crise du système bancaire. Les garanties financières, aussi puissantes qu'elles soient, connaissent des limites. Aux difficultés des marchés, elles peuvent offrir des réponses techniques ponctuelles en forme de constructions juridiques. Aussi parfaites qu'elles soient, les constructions juridiques ne résistent pas aux crises systémiques, aux problèmes financiers structurels. Les sûretés financières sont sûres mais ne peuvent

résoudre des problèmes de marché, de tout un système. La lutte contre le risque systémique, qui passe nécessairement par une rationalisation du fonctionnement des marchés (1), ouvre la voie à la consécration d'un système de garanties réelles financières rationnel et unitaire (2).

1. La convergence dans le fonctionnement des marchés

602. Pour saisir toutes les dimensions de la rationalisation du fonctionnement des marchés et son impact sur le risque systémique (b), il convient de rappeler l'expérience récente dans la propagation de la crise par effet systémique (a).

a. Le risque systémique

603. **Crises systémiques successives et mondialisation des marchés.** Crise de la dette russe, effondrement des marchés émergents en Asie, crack argentin, bulle internet, faillite du *hedge fund* LTCM, crise des *subprimes*¹²⁸⁵ – ainsi que ses conséquences directes ou indirectes sur la faillite de Lehman Brothers, la semi-faillite de Bear Sterns, le sauvetage de AIG, le renflouement de Freddie Mac¹²⁸⁶ et de Fannie Mae¹²⁸⁷ –, affaire Madoff, crise grecque, risque sur les pays de la zone Euro, renflouement du système bancaire européen, etc. : les chocs des crises financières systémiques ne font que se succéder depuis l'ouverture à la mondialisation des marchés. Depuis la déréglementation, le système financier cherche ses garde-fous dans un environnement dominé par l'instabilité et la spéculation. Seule l'intervention étatique a prouvé être déterminante – nous l'espérons du moins – pour éviter qu'instabilité et spéculation n'entraînent un crash du système.

¹²⁸⁵ R. DODD, « *Subprimes* : topographie d'une crise », in *Retour sur la crise financière de 2007, Problèmes économiques* du 9 avril 2008, Doc. fr., 2008, p. 3.

¹²⁸⁶ La *Federal National Mortgage Corporation*, dite « Freddie Mac », a été établie en 1970 pour permettre la titrisation des crédits hypothécaires.

¹²⁸⁷ La *Federal National Mortgage Association*, dite « Fannie Mae », a été établie en 1938 pour refinancer les banques à travers le rachat de leurs crédits.

Les réponses réglementaires n'ont pas tardé des deux côtés de l'Atlantique¹²⁸⁸. Du point de vue de l'encadrement de l'activité de marché, la réglementation proposée pour les dérivés sur les marchés de gré à gré en est une illustration. Engagée lors du sommet du G20 à Pittsburgh, elle vise à encadrer et réglementer le recours aux dérivés *via* l'intervention d'une chambre de compensation et des obligations de *reporting* renforcées. Les dérivés sont désignés par les autorités comme responsables de la prorogation de la crise financière récente¹²⁸⁹.

b. Mesures pour lutter contre le risque systémique

604. Convergence entre les marchés réglementés et de gré à gré. Nous avons évoqué précédemment le rôle joué par les garanties réelles financières parmi les mesures visant à lutter contre le risque systémique¹²⁹⁰. Pour les produits dérivés sur les marchés de gré à gré, le G 20 d'avril 2010 s'est fixé comme objectifs d'accélérer la standardisation des produits et d'adopter un traitement dissuasif en matière de réserves réglementaires, afin de permettre leur migration vers une chambre de compensation et de renforcer les exigences en matière de garanties financières et d'imposer un régime déclaratif¹²⁹¹. Aujourd'hui certains aspects du fonctionnement des marchés de gré à gré évoluent vers la convergence avec les marchés organisés. Les marchés de gré à gré pourraient être prochainement dotés de chambres de compensation. Un règlement destiné à améliorer la sécurité et la transparence du marché des produits dérivés de gré à gré (OTC) est sur le point d'être adopté¹²⁹². La Commission européenne a présenté une proposition de règlement destiné à améliorer la sécurité et la transparence du

¹²⁸⁸ Aux Etats-Unis, une loi fédérale connue sous le nom de *Dodd-Franck Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, signée par le président le 21 juillet 2010 comporte dans un titre VII intitulé « *Wall Street Transparency and Accountability* ».

¹²⁸⁹ V. *National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, « *The Financial Crisis Inquiry Report* », janv. 2011. V. également pour une étude sur ce thème : A. GAUDEMET et H. BOUCHETA, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux Etats-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 339.

¹²⁹⁰ Ch. BORDES, « Les banques et le filet de sécurité contre le risque systémique », in *Les banques entre droit et économie*, M.-A. FRISON-ROCHE (ss dir.), LGDJ, 2006, coll. Droit et Economie, p. 215.

¹²⁹¹ G. PASQUIER, « Produits dérivés et ventes à découvert : extension du domaine de la régulation », *PA* 2010, n° 250, p. 37.

¹²⁹² La Commission avait mis sur la table une proposition dès le mois de septembre 2010 et le Parlement européen avait pris position en juillet 2011. Les négociations se sont poursuivies et la présidence danoise avait proposé un compromis en vue du Conseil du 24 janvier 2012. Après dix-huit mois de négociations, un accord a été trouvé le 12 février 2012 entre le Parlement européen, les vingt-sept Etats membres et la Commission.

marché des produits dérivés, en particulier les produits négociés sur les marchés de gré à gré¹²⁹³. Cette proposition qui est désignée par « EMIR » (*European Market Infrastructure Regulation*) s'inscrit dans le cadre des travaux visant à mettre en place un système financier plus sûr à la suite de la dernière crise. Elle devrait permettre d'étendre la protection fournie par les chambres de compensation contre le risque de contrepartie à l'ensemble des produits dérivés¹²⁹⁴. Elle rejoint ainsi la position prise par le législateur outre-Atlantique¹²⁹⁵. La proposition de règlement introduira notamment une obligation de compensation pour les produits dérivés négociés de gré à gré éligibles, avec des mesures pour réduire le risque de crédit de contrepartie et le risque opérationnel pour les produits dérivés négociés de gré à gré compensés bilatéralement. Il prévoit aussi des règles communes pour les contreparties centrales (CCP), une obligation de *reporting* pour les produits dérivés négociés de gré à gré, des règles concernant le développement de l'interopérabilité entre les CCP et introduit le concept de référentiels centraux de données. A défaut de remplir ces conditions, les parties seront tenues d'immobiliser davantage de capital réglementaire en garantie de leur engagement, et pourraient faire l'objet de sanctions.

2. La convergence des garanties réelles financières

605. **Les nouvelles règles « EMIR » : facteur de rapprochement des deux grandes familles de garanties.** Les problèmes de sécurité des marchés se posent ainsi essentiellement en matière d'opérations sur les marchés de gré à gré. Traditionnellement, le risque de contrepartie est plus élevé sur les marchés de gré à gré. Ceci a justifié de reconnaître aux garanties un caractère dérogatoire¹²⁹⁶. Il est dès lors permis de se demander si l'interposition d'une chambre de compensation dans les

¹²⁹³ Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil, concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [EMIR sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux], Bruxelles, 20 oct. 2011, COM(2011) 652 final.

¹²⁹⁴ Cela devrait comprendre l'ensemble des marchés sur lesquels les produits dérivés sont négociés, « *OTC mais aussi négociés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation (plateformes et autres dark pools)* », S. SAINT-PE, « Les gérants d'actifs et la compensation des produits dérivés », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 164.

¹²⁹⁵ *Dodd-Franck Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, signée par le président le 21 juillet 2010 comporte dans un titre VII intitulé « Wall Street Transparency and Accountability ».

¹²⁹⁶ « *Conçue pour permettre la liquidité et la sécurité des transactions, l'intervention de la chambre [de compensation], opérant une compensation en net, influe considérablement sur l'exécution des obligations* » : A.-C. MULLER, thèse préc., p. 607.

opérations sur les marchés de gré à gré ne devrait pas avoir pour conséquence l'allègement du dispositif spécial des sûretés sur actifs financiers, ou du moins sa refonte avec le dispositif relatif aux couvertures sur les marchés financiers. Dès lors, les deux familles de garanties peuvent converger. Le rapprochement des modes de fonctionnement des marchés, du fait de l'interposition d'une chambre de compensation dans les opérations de gré à gré, devrait avoir pour conséquences de rendre caduque l'argumentation qui se fonde sur les différences de traitement entre ces deux types de marchés pour justifier le maintien d'une différence dans les sûretés comme partie d'un traitement du risque différent sur chacun des marchés. Rappelons que sur les marchés réglementés, un nombre de dispositifs permettent de maintenir la sécurité et la transparence du marché, contrairement aux marchés de gré à gré où il revient principalement à la volonté des parties d'organiser la sécurité des opérations, en prenant appui sur des garanties financières, d'où l'importance de disposer de garanties financières solides. Le rapprochement des marchés devrait donc entraîner un rapprochement des régimes des droits réels. Du point de vue du droit des biens, il existe certaines différences de traitement entre les deux marchés. Alors que les marchés de gré à gré se voient appliquer le droit commun des biens, les marchés organisés bénéficient d'une inopposabilité des exceptions qui leur confère une efficacité accrue. L'effet acquisitif de l'inscription est immédiat. Le sous-acquéreur se trouve directement investi du droit de propriété, il n'y a pas de revendication possible à son encontre¹²⁹⁷. Ces différences pourraient être amenées à s'estomper. Il en sera de même des différences entre les régimes des sûretés financières.

606. Absence de fondement de la distinction en cas de convergence des marchés. Les couvertures, tant dans leur champ d'application, que dans leurs régimes, ne sont donc qu'une variante des contrats de garanties financières. Il s'agit d'une variante spécifique aux marchés réglementés, qui fonctionnent donc par interposition d'une chambre de compensation entre les parties à une transaction. La généralisation de l'intervention de la chambre de compensation et son extension aux opérations de gré à gré priverait de fondement la distinction entre le particulier (la garantie spécifique aux

¹²⁹⁷ A.-V. LE FUR, « La protection de l'investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier », préc.

marchés réglementés) et le général (la garantie sur les marchés non dotés de chambre de compensation).

SECTION 2 : NÉCESSITÉ D'UN REMODELAGE DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES

607. La transposition de la directive *Collateral* ne s'est pas faite, on l'a dit, de manière structurée. Il s'en est suivi un droit des sûretés sur actifs financiers très complexe. On a pu souligner que la théorie du droit des sûretés¹²⁹⁸ et celle du droit des biens ont été malmenées. En réalité, si l'on était fondé, jusqu'à la veille des trois grandes réformes du droit des sûretés mobilières – par l'ordonnance du 24 février 2005, celle du 23 mars 2006, et la loi sur la fiducie – à critiquer le droit français des sûretés mobilières pour son archaïsme son inadaptation aux besoins de la pratique, et pour l'absence d'offre d'institutions appropriées pouvant accompagner une activité économique moderne, ce constat n'est sans doute plus vrai aujourd'hui. Pour autant le dispositif en place, notamment pour les garanties réelles financières, est loin d'être satisfaisant. Les garanties réelles financières manquent de lisibilité (§ 2), elles présentent des disparités dans leurs régimes juridiques qu'il est difficile d'expliquer (§ 1).

§ 1 Intérêt de la consécration d'une garantie unique du point de vue fonctionnel

608. Si la généralisation du régime du droit dérogatoire ne semble ni souhaitable ni techniquement possible au niveau des sûretés réelles de droit commun, ne serait-il pas possible néanmoins d'étendre les solutions du droit dérogatoire du moins à d'autres domaines du droit spécial des garanties sur actifs financiers, par le biais de l'élargissement de la notion de contrats de garantie financière ? Le nivellement des règles dérogatoires dans l'ensemble des garanties réelles financières permettrait de

¹²⁹⁸ V. S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », préc., qui émet une réserve sur le fait que le droit positif et la théorie générale du droit des sûretés ressortent simplifiés après cette transposition.

généraliser le bénéfice du régime d'exception lorsqu'il n'existe pas de considérations de principe qui s'y oppose (A). Les conséquences pratiques laissent croire qu'une telle approche pourrait contribuer à améliorer la prévisibilité des parties et la sécurité juridique (B).

A. Intérêt du fait de la généralisation des règles dérogatoires à l'ensemble des garanties réelles financières

609. **Le nivellement.** Il convient de souligner d'emblée certaines incohérences auxquelles conduit la multiplicité des régimes en ce que certaines garanties se trouvent, sans fondement, privées du bénéfice du régime favorable qui reste l'apanage de certaines autres. Pourquoi les couvertures ne bénéficient-elles pas du droit d'utilisation dont profitent les garanties financières, ainsi que du régime de droit international reconnu aux garanties des obligations financières ? En outre, le nivellement du degré d'immunité face aux procédures collectives devrait également apporter une harmonisation, même si les régimes applicables aux différentes garanties réelles financières sont relativement proches.

610. **Application des nouvelles règles de conflit de lois à toutes les garanties réelles financières.** Dans le dispositif relatif aux règles de conflit de lois introduites par les instruments internationaux, il convient de constater deux éléments : d'une part, ces règles ne permettent pas de lever toute incertitude relative à la loi applicable aux garanties réelles financières, même s'il faut reconnaître qu'elles peuvent contribuer à améliorer la sécurité juridique en la matière. D'ailleurs la directive 2009/44/CE ainsi que l'étude d'impact menée par la Commission européenne à propos de la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire soulignent ce point¹²⁹⁹. De plus, l'absence de coordination entre la règle prônée par la Conférence de La Haye de droit international, et les différentes directives déjà en vigueur dans l'ensemble des pays de l'Union européenne n'est pas un facteur

¹²⁹⁹ La Commission européenne constate la persistance de l'insécurité juridique. Elle observe dans l'étude d'impact consacrée à la Convention de La Haye : « *In other cases, essentially those that concern rights in securities that do not relate to the use of those securities as collateral, there is no common approach across the EU, and the requisite level of legal certainty has not yet been achieved. This legal uncertainty is a current problem for the EU, which needs to be solved. The question is how* » : *Commission Staff Working Document, Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention*, SEC(2006)910, Bruxelles, 03.07.2006, p. 5.

de sécurité, et joue de toute évidence à l'encontre des objectifs affichés. Si les règles relatives à la loi applicable que nous avons examinées précédemment constituent des règles dérogatoires à la règle traditionnelle de la *lex rei sitae*, règle admise comme étant d'application générale en matière de droits réels, il reste que de telles règles continuent à être réservées aux seules garanties qualifiées de « contrats de garanties financières ». Il serait judicieux de se demander, dans la mesure où ces règles semblent recevoir l'approbation des praticiens, pourquoi leur champ d'application ne s'étendrait pas aux autres garanties réelles financières, aux couvertures de l'article L. 440-7, et aux garanties des articles L. 141-4 et L. 330-2 du Code monétaire et financier.

Si les garanties de l'article L. 330-2, issues, rappelons-le, de la transposition de la directive 98/26/CE – qui contenait la première règle de conflit nouvelle dans la législation européenne –, peuvent en bénéficier au titre du renvoi qu'elles opèrent à l'article L. 211-36 auquel renvoie l'article L. 211-38 (qui bénéficie lui des règles de l'article L. 211-39 du même Code monétaire et financier, donc de la règle dérogatoire qui s'appuie sur la détermination du compte pertinent !), l'application des règles dérogatoires aux autres types de garanties reste incertaine. Nous pensons que rien dans le régime des garanties réelles financières ne justifierait une différenciation au niveau de la règle de droit applicable. De plus, une différenciation nous paraît incompatible avec l'objectif de prévisibilité et de sécurité juridique que les directives européennes 98/26/CE et 2002/47/CE, ainsi que la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire, ont assigné aux nouvelles règles de conflit de lois. L'oubli ou le collage que le législateur français a effectué lors de la transposition de la directive *Collateral* ne peut être un argument acceptable pour maintenir une telle application différenciée de la règle de choix de loi.

L'étude d'impact réalisée par la Commission européenne présente d'ailleurs les trois options disponibles¹³⁰⁰ au cas où l'Union européenne et ses Etats membres décideraient de ratifier la convention de La Haye du 5 juillet 2006. L'avantage principal de l'adoption par la Commission et les Etats membres de la convention de La Haye du 5 juillet 2006 réside dans l'amélioration du niveau de sécurité juridique qu'elle permettrait. L'objectif est, en effet, de permettre une reconnaissance et une harmonisation qui vont au-delà des frontières de l'Union européenne, ce qui va dans le

¹³⁰⁰ *Commission Staff Working Document, Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention*, préc., spéc. p. 20-22.

sens de l'objectif fixé¹³⁰¹. L'application, sans ambages, de la règle de conflit de la convention de La Haye à l'article L. 211-38 permettrait à toutes les opérations qui sont aujourd'hui régies par les garanties réelles financières de bénéficier de la règle de conflit améliorée prévue par la Convention. Un dispositif harmonisé de règles de droit international privé pourra ainsi s'étendre à l'ensemble des garanties réelles financières. Il faudra également le compléter afin qu'il puisse couvrir les garanties qui portent sur des actifs non scripturaux.

B. Intérêt du point de vue pratique

611. A propos de la multiplication des gages spéciaux, MM. Malaurie et Aynès observaient : « *La "spécialité" d'un gage s'explique souvent par des raisons historiques ; elle empêche une publicité centralisée et fiable: il faut consulter de multiples registres... C'est une question de politique législative qui devrait être abordée franchement et résolue dans le sens de la simplification, donc de l'unité. Elle ne l'a pas encore été, l'ordonnance ayant même créé un nouveau gage spécial : celui du stock réservé aux établissements de crédit* »¹³⁰².

612. **Eviter les désavantages du *law shopping*.** Nous avons vu que pour garantir les opérations de financement bancaire telles que les opérations de financement à effet de levier, les sûretés prises ne permettent souvent pas de mettre les créanciers à l'abri d'une procédure collective. Il en est ainsi notamment des cessions de créances ou des nantissements de comptes-titres qui sont fréquemment utilisés dans ce type d'opérations¹³⁰³. Les praticiens sont dès lors amenés à chercher des alternatives à ces techniques de garantie. Parmi les alternatives, on retrouve le recours à des garanties réelles prises dans un pays membre de l'Union européenne autre que la France, et présentant une immunité bien plus importante contre les procédures collectives. De telles garanties pourraient, sur le fondement de l'article 5 (voire même dans certaines

¹³⁰¹ Dans son étude d'impact, la Commission européenne a d'ailleurs dans les trois options qu'elle souligne (ne pas signer la convention, signer en demandant la modification du rattachement PRIMA, signer en modifiant les rattachements PRACA issus des directives et actuellement en vigueur) mis en évidence l'importance de cet argument, permettant une sécurité juridique renforcée, non seulement au sein des États membres mais bien au-delà : *ibid.*

¹³⁰² Ph. MALAURIE et L. AYNES, *Les sûretés, La publicité foncière*, préc., p. 234, n° 517.

¹³⁰³ M. QUERE, « La recherche d'une protection des créanciers contre les « sauvegardes hostiles », *RD bancaire et fin.* juill.-août 2010, p. 96.

circonstances l'article 13) du règlement n° 1346/2000 sur les procédures d'insolvabilité, bénéficiaire de la reconnaissance en France. L'adoption d'un régime clair pour les garanties réelles financières, qui pourrait rationaliser l'usage du régime dérogatoire, en l'étendant à certaines activités s'il le faut, pourrait permettre d'éviter le *law shopping* à l'étranger en quête de garanties efficaces. Les praticiens soulignent en effet que le recours aux contrats de garantie financière de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier est l'une des solutions envisageables¹³⁰⁴. Cependant le champ d'application des contrats de garantie financière est relativement restreint. Dans des opérations à effets de levier impliquant des institutions financières et des sociétés commerciales, pour des obligations qui ne sont pas toujours qualifiées d'« obligations financières », cette application reste délicate.

§ 2 Intérêt du point de vue structurel

613. L'illisibilité du droit français des sûretés réelles est chronique et la réforme de 2006 n'y a pas pallié. Rappelons à cet effet le propos du Professeur Crocq qui désigne les députés comme responsables d'avoir amputé le projet de réforme du droit des sûretés présenté par la commission Grimaldi : « *Les partisans de la subversion du droit français des sûretés par l'article 9 UCC et ceux de l'hégémonie du droit européen peuvent alors se réjouir et remercier nos députés : cette réforme était l'occasion de redonner au droit français des sûretés la place importante qu'il mérite sur la scène internationale (savent-ils, par exemple, que son avant-projet était déjà en cours de traduction au Japon ?) et qu'il a malheureusement perdue puisque des pays proches, désireux de réformer leur droit des sûretés, préfèrent aujourd'hui s'inspirer du code civil québécois. Grâce à eux, cette belle occasion a été perdue et le 23 juin 2005 est une date à marquer d'une pierre noire sur le calendrier de l'évolution du droit français des sûretés !* »¹³⁰⁵ Quoiqu'il en soit, une classification cohérente et en ligne avec la logique de la notion de *financial collateral arrangement* présenterait des intérêts certains du point de vue de la lisibilité (A) et permettrait une meilleure harmonie avec les autres législations européennes, qui, rappelons-le, était un objectif majeur de la directive *Collateral* (B).

¹³⁰⁴ *Ibid.*

¹³⁰⁵ P. CROCQ, « Droit des sûretés », *D.* 2005, chron. p. 2078.

A. Intérêt d'une classification

614. Le groupe de travail relatif à la réforme du droit des sûretés observait dans l'exposé des motifs du rapport présenté au garde des sceaux: « *la conjonction de plusieurs facteurs a eu raison de la clarté et de la cohérence de notre droit : la dispersion des textes, l'accumulation de réformes ponctuelles accomplies sans vision d'ensemble, l'intensité d'une activité jurisprudentielle parfois incertaine et fluctuante font que le droit français des sûretés ne réussit plus ni à rendre sûrs ceux qui dispensent le crédit, ni à protéger avec clarté ceux qui y recourent* ». Il faut admettre qu'un tel constat reste de mise même après la réforme, et ce, tant pour les sûretés du Code civil que pour celles du Code monétaire et financier et à plus forte raison à la jointure de ces deux matières, où nous retrouvons le patchwork des sûretés sur actifs financiers, qui ne sont pas sans rappeler l'observation de M. Viandier au sujet des réglementations des offres publiques et du droit des sociétés : « *normes techniques, normes parcellaires sans ligne de synthèse, voire sans principes, sans durée, souples et malléables à merci, insusceptibles de généralisation, fondées sur une idée d'efficacité* »¹³⁰⁶. Une structuration autour d'une notion de contrats de garantie financière pourrait être l'occasion d'insuffler de l'ordre et une meilleure lisibilité à la matière (1). Elle permettrait en outre d'éviter la confusion générée par les champs d'application des différents textes (2).

1. L'apport d'une meilleure lisibilité au droit français

615. **Un critère unique de classification.** La classification actuelle – à supposer qu'il soit possible de parler de « classification » dans l'état actuel du droit des garanties sur actifs financiers – repose comme on l'a vu précédemment, tantôt sur un critère sectoriel, tantôt sur un critère englobant, et tantôt sur un critère technique s'attachant à la nature du mécanisme de garantie employé. Le droit belge par exemple a adopté cette approche dans la transposition de la directive *Collateral*. Ainsi, la loi belge se réfère à

¹³⁰⁶ A. VIANDIER, « Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française », préc.

la notion centrale de «conventions constitutives de sûretés réelles»¹³⁰⁷ qui renvoie aux conventions de gage (civil ou commercial), aux conventions de transferts de propriété à titre de garantie, aux conventions de mise en pension et aux conventions similaires conclues sous un droit étranger¹³⁰⁸. Il en est ainsi également du droit luxembourgeois issu de la directive Collateral qui est construit autour d'une seule notion centrale de « contrat de garantie financière »¹³⁰⁹.

616. **La simplification de la loi et la compétitivité de la place.** Si le droit n'est pas lisible, il ne peut pas être accessible. S'il est très spécialisé, seuls les spécialistes pourront le manier et l'interpréter, ce qui n'est en général pas souhaitable¹³¹⁰. En droit commun, des voix s'étaient élevées pour refonder la classification des sûretés réelles de manière à les adapter aux évolutions introduites par la pratique¹³¹¹. La complexité du droit français des garanties sur actifs financiers et la multiplication des régimes rendent la matière difficile d'accès. Cela risque de pénaliser la Place et d'être une entrave aux opérations transfrontalières, alors que les initiatives qui étaient à l'origine des directives 98/26/CE et 2002/47/CE ont cherché à prévenir ce risque. La parcimonie dans la transposition et le maintien de régimes anciens en même temps que les régimes introduits par le biais de la transposition, le chevauchement des domaines et les appellations multiples risquent d'être autant de facteurs entravant le flux normal de liquidité.

La directive *Collateral* qui a reçu dans l'ensemble des pays européens – qu'ils soient de droit civil ou non – des applications directes et relativement cohérentes avec

¹³⁰⁷ Article 3 de la loi belge du 15 décembre 2004 relative aux sûretés.

¹³⁰⁸ V. à ce sujet, C. POULLET, « Les garanties financières : une efficacité renforcée au détriment des droits des autres créanciers? », préc., p. 245.

¹³⁰⁹ Loi luxembourgeoise du 5 août 2005, *Memorial A*, n° 128, 16 août 2005.

¹³¹⁰ Citons à cet effet un auteur américain qui dénonce les règles faites par les spécialistes et pour les spécialistes. M. Sommer écrit, à propos de l'œuvre de certains avocats spécialisés qui a conduit à l'abandon du droit basé sur les instruments négociables en faveur d'un droit des inscriptions scripturales : « *The lawyers who have built these new structures are specialists. This new law remains law, however, and we live in a legal system created and interpreted by generalists: legislators and judges. The specialists are comfortable with their new law but the generalists are not. The specialists have abandoned negotiable paper and have crafted a law based on accounts: legal relations created by electronic communications and records* ». J. H. SOMMER, « *A Law of Financial Accounts: Modern Payment and Securities Transfer* », préc.

¹³¹¹ Dans le sillage de la réforme du droit des sûretés, M. Crocq observait que « *l'amélioration de la classification des sûretés est particulièrement sensible à deux points de vue : d'une part, la distinction principale effectuée au sein des sûretés se fera désormais en fonction de leur objet et non en fonction de leur nature et, d'autre part, la confusion existant actuellement entre les notions de gage et de nantissement disparaîtra* » : P. CROCQ, « La future réforme du droit français des sûretés réelles », préc.

l'esprit du texte communautaire, a été transposé sans aucune structure. Certes le droit français avait consacré la majorité des avancés que la directive *Collateral* prônait. Le législateur n'a pas ressenti un besoin de transposition en bloc du texte communautaire. Cependant la transposition par touches impressionnistes a privé de cohérence le résultat final. Il est topique de lire que l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 « relative aux instruments financiers » a pour but principal « *de faciliter la compréhension du droit français des titres par les étrangers, pour les attirer sur la place de Paris* »¹³¹². Le législateur est donc conscient des difficultés engendrées par la complexité des lois comme le montre cet exemple en matière de titres et de la nécessité d'offrir un cadre lisible pour mieux servir les investisseurs, tant nationaux qu'internationaux. Il l'avait montré auparavant dans la loi de simplification du droit. Il est étonnant que cette préoccupation lui ait échappé en matière de garanties réelles financières, pilier du droit financier, un domaine qui se veut ouvert, déréglementé et désintermédié.

617. La cohérence des lois en concurrence : un avantage pour la loi française.

C'est un lieu commun que de rappeler que les législations anglo-saxonnes sont la référence en matière financière. Dans le contexte de la directive *Collateral*, il est parfois possible de lire chez certains auteurs qu'il faut reconnaître à la loi anglaise une place dominante en matière de contrats de garanties financières, ce qui se justifierait par la domination des marchés de capitaux de Londres et la flexibilité du droit anglais en matière de création de sûretés¹³¹³. Dans ses rapports annuels, l'ISDA souligne régulièrement la soumission au droit de l'Etat de New York d'un nombre important de garanties¹³¹⁴. Naturellement, une telle position appelle à la plus grande prudence, étant donné que la matière, malgré l'évolution qu'elle a connue et le rôle de plus en plus important reconnu aux parties, n'en demeure pas moins rattachée aux droits réels et surtout, elle s'oppose au droit des procédures collectives. Il en résulte un fort attachement de la matière à la loi de situation des actifs et à la loi du lieu d'ouverture de la procédure. Ainsi, au niveau de la loi applicable, il serait erroné de croire que la

¹³¹² J.-J. DAIGRE et P. PAILLER, « Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », *Revue des sociétés* 2009, p. 37.

¹³¹³ R. M. WIBIER, *Financial Collateral in the Netherlands, England and under the EU Collateral Directive. Traditional and novel ways of taking security over cash and securities*, *Tilburg Institute of Comparative and Transnational Law, Working Paper* n° 2008/11.

¹³¹⁴ V. *ISDA Margin Survey 2010* mais également les rapports des années précédentes disponibles sur www.isda.org.

simple référence au droit anglais – voire la loi de l’Etat de New York souvent désignée dans les conventions-cadre, ou celle de tout autre *for* – suffit à conférer la flexibilité nécessaire, notamment en cas de défaillance avec ouverture d’une procédure collective d’un opérateur situé en France. La soumission de la garantie financière à la loi pourrait d’ailleurs présenter l’avantage de la cohérence entre la *lex contractus*, la *lex situs* et la loi applicable en cas de procédure collective, de telle sorte qu’un cadre juridique clair et attractif devrait avoir pour effet de conforter les opérateurs dans un choix éventuel de la loi française.

2. Un apport de sécurité juridique

618. L’approche pragmatique qui préside à la matière conduit à une insécurité juridique lorsqu’elle emporte une confusion. L’approche structurée permet de limiter les chevauchements des champs d’application des textes (b), elle renforce la sécurité juridique à travers les limites qu’elle apporte au pragmatisme qui règne sur la matière (a).

a. Limites à l’approche pragmatique

619. **La règle de droit pragmatique.** La majorité des praticiens est en quête d’une approche pragmatique¹³¹⁵, qui laisse fluide et efficace le cours des affaires¹³¹⁶, afin d’être en phase avec les impératifs de la pratique ; telle est l’approche des marchés. Le cadre juridique des garanties réelles financières fonctionne, est-il dès lors opportun de le remettre en cause ? L’immixtion civiliste dans ce domaine, à supposer qu’elle ne soit pas souhaitable, ne se justifie-t-elle pas pour autant ? Bruno Oppetit, soulignant l’aspiration au réalisme dans les normes juridiques, énumérait les éléments de nature à renforcer un positivisme factueliste : « *le souci d’observer dans l’élaboration des règles une démarche pragmatique en prise sur les faits, la recherche de résultats concrets, l’intérêt pour l’évaluation de l’efficacité des réformes, souvent faites à*

¹³¹⁵ Selon le Dictionnaire Grand Robert : Pragmatique : « *qui est adapté à l’action sur le réel, qui est susceptible d’applications pratiques, qui concerne la vie courante* ».

¹³¹⁶ V. sur cette question, H. de VAUPLANE, « Le rôle du juriste : gardien du temple ou facilitateur de business ? », *Banque Magazine*, juill. 2008, p. 84.

l'essai, l'attention (l'obsession ?) prêtée à l'économie »¹³¹⁷. Oppetit ajoutait par ailleurs, au sujet de la législation économique, que dans certaines réformes majeures « le législateur a délibérément choisi d'estomper les concepts juridiques derrière des standards purement économiques et de privilégier des objectifs exclusivement économiques : le discours juridique traditionnel, reposant sur une logique conceptuelle, s'est totalement effacé derrière un raisonnement factualiste et une appréciation de pure opportunité »¹³¹⁸.

620. **Les limites à l'approche pragmatique.** Cependant, la pratique nous enseigne que le pragmatisme s'arrête dès lors que la sécurité est en jeu. On s'est alors posé la question de savoir si la sécurité juridique n'était pas en jeu dans les garanties réelles financières. En effet, la prévisibilité n'est-elle pas en cause lorsque les domaines des garanties se chevauchent ou lorsque le bénéfice de certaines règles destinées à conférer une meilleure prévisibilité et une meilleure sécurité ne s'étend pas à toutes les garanties auxquelles de telles règles sont destinées ? Il est évident que la sécurité juridique joue un rôle essentiel dans la mise en place d'un cadre attractif dans la compétition internationale¹³¹⁹. A travers les chevauchements entre les textes, les champs d'application flous, les approximations terminologiques, le manque d'harmonie avec les législations issues de la directive *Collateral*, nous espérons avoir démontré que la sécurité est en cause dans la multiplication des régimes spéciaux de garanties réelles financières.

b. Eviter la confusion générée par le chevauchement des textes

621. La répartition des garanties sur actifs financiers que prévoit le Code monétaire et financier est pour le moins fastidieuse. Mais n'est-ce pas là désormais une marque du droit français des sûretés¹³²⁰ ? L'architecture des garanties dans le Code

¹³¹⁷ B. OPPETIT, *Philosophie du droit*, préc., n° 82, p. 102.

¹³¹⁸ *Idem*, n° 85, p. 104.

¹³¹⁹ V. M. TISON, « *Competing for Legal Certainty : The Regime of Dematerialised Securities in Belgian Law* », in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, H. de VAUPLANE (ss dir.), Revue Banque Edition, 2005, p. 251 : « *The Belgian legal regime concerning dematerialised securities is illustrative of the importance of legal certainty for creating a sound framework to attract business in the field of securities custody and settlement* ».

¹³²⁰ A propos du régime des sûretés mobilières dans le Code civil, M. Dammann observe : « *Le législateur n'a que partiellement réalisé son ambition de créer un droit commun moderne et lisible.*

monétaire et financier est d'autant moins compréhensible qu'elle ne semble avoir aucune justification dogmatique. Il est de même difficile de lui trouver des justifications fonctionnelles qui soient valablement défendables. Cela est d'autant plus vrai que dans d'autres systèmes juridiques, voisins du notre, il existe des garanties équivalentes qui se lisent bien plus facilement, on y retrouve une dichotomie, simple, fonctionnelle et juridiquement fondée, entre des garanties qui épousent la forme de transferts de propriété et de celles qui prennent la forme de nantissement. Une telle solution permettrait d'éviter le maintien de la distinction actuelle entre les régimes des articles L. 211-38 et L. 440-7 du Code monétaire et financier et plus accessoirement certains doutes sur le régime de l'article L. 141-4 et L. 211-24 sur les pensions de titres, en levant l'incertitude sur le fait de savoir si elles peuvent ou non bénéficier du régime dérogatoire des garanties financières. Du reste, il est intéressant de remarquer que les réponses données par la France au questionnaire d'évaluation de la transposition de la directive *Collateral* préparé par la Commission européenne¹³²¹ ne citent pas les couvertures de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier parmi les transferts de propriété à titre de garantie. Il semblerait que pour la Chancellerie comme pour le législateur français, les remises en pleine propriété de l'article L. 440-7 soient distinctes des garanties financières, et ne puissent pas être assimilées à celles-ci, ces garanties étant exclusivement celles issues de la directive *Collateral*. Mais ce qui est le plus étonnant dans une telle position, c'est qu'elle ne reconnaisse même pas la qualité de transfert de propriété à titre de garantie aux remises en pleine propriété de l'article

Certes, un effort de clarification est indéniable. Les sûretés mobilières sont regroupées au sein de quatre nouveaux chapitres du code civil. Mais les régimes spéciaux subsistent. Pire, la plupart ne font l'objet d'aucune harmonisation. Le régime dérogatoire gage de véhicules automobile est maintenu, idem pour le nantissement du fonds de commerce. Le nantissement de compte d'instruments financiers reste inchangé, sous réserve de la possibilité de conclure un pacte commissaire pour les instruments financiers dont la réalisation ne peut intervenir d'une manière simplifiée. Une incertitude existe sur les modalités de constitution du nantissement de parts d'une SARL ou d'une SNC. Avant la réforme, faute d'une disposition spéciale, la jurisprudence assimilait les parts d'une société commerciale à des créances. L'ordonnance distingue aujourd'hui entre les créances et les autres meubles incorporels. Par conséquent, il semble logique de classer les parts de SARL et de SNC dans cette dernière catégorie. Pour les nantissements de meubles incorporels autres que des créances, l'article 2355 du code civil renvoie, à défaut de dispositions spécifiques, aux règles prévues pour le gage de meubles corporels. Or, il n'existe pas de dispositions particulières pour le nantissement des parts d'une SARL ou de SNC. L'ordonnance soumet donc ce type de nantissement au régime du gage. La dépossession des parts étant difficilement concevable, il faut donc publier le nantissement dans le registre spécial du gage. En attendant sa mise en place, son opposabilité aux tiers est incertaine puisque l'ordonnance a abrogé l'ancien article 2075 du code civil. Enfin, le législateur a créé un nouveau gage des stocks dérogatoire » : R. DAMMANN, « La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée », préc.

¹³²¹ V. questionnaire de la Commission européenne mis en place dans le cadre de la procédure d'évaluation de la directive *Collateral*, MARKT/G2/D(2006), janvier 2006.

L. 440-7 du Code monétaire et financier. Cela nous paraît regrettable. Les techniques de couverture sur les marchés réglementés que vise l'article L. 440-7, malgré le rôle de paiement qu'elles peuvent jouer, présentent néanmoins toutes les caractéristiques des transferts de propriété, fiduciaires, et à titre de garantie, ainsi que cela a pu être démontré en doctrine¹³²². Ces techniques auraient donc dû trouver leur place au sein des contrats de garantie financière et précisément parmi les remises en pleine propriété constitutives de garanties financières.

En revanche, la France n'a pas hésité dans sa réponse au questionnaire d'évaluation de la transposition de la directive *Collateral* préparé par la Commission européenne¹³²³ à désigner les opérations de pension comme des transferts de propriété à titre de garantie, alors que le législateur les a laissées en dehors du champ des garanties financières¹³²⁴. Signe d'un malaise dû à la transposition partielle – et, à notre sens, incohérente – de la directive *Collateral*, ces positions sont porteuses de confusion. On y verrait aussi une reconnaissance de la coexistence de plusieurs régimes de garanties dérogatoires dans le Code monétaire et financier.

B. Harmonie avec les autres législations européennes et la directive *Collateral*

622. La transposition de la notion de garanties financières n'a pas été réalisée de manière fidèle à la notion originale contenue dans la directive *Collateral*. Bien que ce procédé ne soit pas en contradiction avec les dispositions de la directive, puisqu'elle ne prévoit qu'une harmonisation *a minima*¹³²⁵, une grande disparité dans les concepts ne nous semble pas traduire fidèlement l'intention du texte européen qui se voulait général et porteur d'uniformisation.

¹³²² V. à ce sujet la thèse de Mme I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, préc.

¹³²³ V. questionnaire de la Commission européenne mis en place dans le cadre de la procédure d'évaluation de la directive *Collateral*, MARKT/G2/D(2006), janvier 2006.

¹³²⁴ « *Yes, title transfer collateral arrangements, whether under the form of collateral defined by law (cash pledge as defined by case law, securities lending and repurchase agreements as defined by articles L. 432-6 and L. 432-12 of the MFC) or under the form of a sui-generis collateral (which may take the form of securities lending and repurchase agreements but not governed by the above-mentioned Articles of the MFC) can all be defined as arrangements under which a collateral provider transfers full ownership of financial collateral to a collateral taker for the purpose of securing or otherwise covering the performance of relevant financial obligations* ».

¹³²⁵ V. dernier considérant de la directive 2002/47/CE.

Le domaine est en pleine croissance au plan interne mais aussi international. Le manque d'harmonie et de lisibilité peut dès lors constituer un obstacle à la prévisibilité des parties. Le caractère international nécessite que le droit des garanties réelles financières présente de la cohérence et d'harmonie avec les droits des autres Etats membres et qu'il ait, en même temps, un caractère lisible. Le graphique que fournit la Commission européenne dans son évaluation de la directive *Collateral* met l'accent sur le caractère fondamentalement international des garanties financières¹³²⁶. On y voit que les garanties transfrontalières qui ne constituaient que 10 % du total des garanties financières en 1999 sont passées à plus de 40 % en 2005. Cette ascension présage de ce que pourrait être le chiffre aujourd'hui où l'on devrait logiquement s'attendre à ce que plus de la moitié des garanties financières données sur le marché interne de l'Union européenne soient des garanties transfrontalières.

623. **Conclusion du chapitre.** Au système actuel, un nouveau triptyque devrait se substituer. Un marché, un instrument, un risque pour lesquels une garantie financière unique répondra.

L'absence de construction conceptuelle n'est pas un fait rare en droit des marchés financiers. Elle n'a cependant pas empêché l'essor des activités financières¹³²⁷. La convergence entre les marchés devrait conduire progressivement au rapprochement, voire à l'unification des garanties réelles financières, actuellement bipolarisées entre les couvertures en bourse et les garanties des obligations financières. Si ce droit se construit par apports successifs de la pratique, il n'est pas toutefois interdit d'y apporter une structure sinon théorique, du moins logique¹³²⁸. Cette construction prendrait pour appui l'actuel article L. 211-38 qui a été salué par les praticiens à plus d'un titre. Qu'il

¹³²⁶ Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil - Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE), COM(2006)833 final p. 5.

¹³²⁷ Cette même idée a été soulignée au sujet des produits dérivés. On peut ainsi lire : « *Nulle part la loi ne définit les produits dérivés autrement que par simple énumération des techniques utilisées. Mieux, la jurisprudence en la matière est peu abondante et ne traite que rarement de leur nature juridique. Ce sont ainsi des milliards et des milliards de dollars qui s'échangent chaque jour sous forme d'instruments financiers à terme sans que ceux-ci ne fassent l'objet d'une définition* » : P. BLOCH et H. de VAUPLANE, « Droit bancaire et financier : Du Code de commerce au Code monétaire et financier », in *Quel Code de commerce pour demain ?*, Litec, 2007, coll. Colloques et Débats, p. 227, spéc. p. 238.

¹³²⁸ Ainsi qu'on a pu l'observer au sujet du droit financier : « *The new legal world is still under construction, and it may be too early to polish a comprehensive theory. But it may be time to begin* » : J. H. SOMMER, « A Law of Financial Accounts: Modern Payment and Securities Transfer », préc., p. 1183.

soit permis d'en proposer un correctif pour simplifier et rendre lisible le dispositif, sans pour autant le bouleverser. Ainsi que l'affirment MM. Malaurie et Aynès : « *les sûretés réelles, au fil des temps, passent de la simplicité à la complication, puis de la complication à la simplicité, etc. Elles se compliquent d'abord, jusqu'au moment où elles deviennent tellement complexes et techniques qu'elles en reviennent à la simplicité initiale* »¹³²⁹.

¹³²⁹ Ph. MALAURIE et L. AYNES, *Les sûretés - La publicité foncière*, préc., p. 167, n° 407.

CHAPITRE II

LES TRAITS DE LA NOUVELLE GARANTIE REELLE FINANCIERE : L'ARTICLE L. 211-38 DU CODE MONETAIRE ET FINANCIER REVISITE

624. **Une garantie unique.** Une concentration dans une notion unique des garanties réelles financières présente l'avantage de donner de la cohésion à une matière qui, pour l'instant, paraît dépourvue de vision d'ensemble. Une construction structurée est possible, elle pourrait prendre pour point de départ l'actuel article L. 211-38 du Code monétaire et financier, et l'adapter en s'inspirant de la notion contenue dans la directive *Collateral*. Ce texte est certes imprécis à plusieurs égards, mais il présente l'avantage d'être cohérent et d'avoir un régime juridique clair qui s'y attache. Le recours à un droit triplement spécial comme on l'a vu, est rendu inéluctable du fait, d'une part, de l'incapacité du droit commun à répondre aux besoins spécifiques de certaines catégories professionnelles et, de l'autre, des risques que la généralisation du droit dérogatoire pourrait faire courir à l'effectivité de règles d'ordre public telles que le droit des procédures collectives. Il est du moins permis de chercher des voies qui permettraient de donner de la cohérence à ce droit spécial dérogatoire.

625. **Une garantie générale et plurale.** Serait-il dès lors possible à la notion de garantie financière, issue de la directive *Collateral*, de jouer le rôle de notion centrale, capable de réunir l'ensemble des régimes des sûretés réelles financières ? Pour pouvoir jouer ce rôle central et structurant pour la matière, la garantie recherchée devrait présenter, au niveau de sa définition, les traits de généralité qui caractérisent la notion de « contrat de garantie financière » au sens de la directive *Collateral*. Et, pour pouvoir jouer un rôle englobant, la garantie recherchée devrait être plurale. En cela, elle devrait permettre à une diversité de mécanismes de garanties, tout en gardant leur caractéristiques propres, de bénéficier d'un régime favorable, à l'instar de la notion actuelle de garantie des obligations financières de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Une telle démonstration nécessiterait d'examiner, tout d'abord, si la notion actuelle de garantie des obligations financières, transposition partielle de la notion de garantie financière de la directive *Collateral*, présente les traits de généralité nécessaires pour lui permettre de jouer le rôle de notion centrale du droit des garanties

sur actifs financiers. Ceci permettrait de s'appuyer sur le texte actuel de l'article L. 211-38¹³³⁰ (section 1). Si une telle entreprise est rendue possible par les caractères sous-jacents à la garantie des obligations financières, on pourra alors brosser les traits d'une notion de contrat de garantie financière qui réunirait en son sein l'ensemble des garanties réelles financières (section 2).

SECTION 1 : LA GARANTIE DE L'ARTICLE L. 211-38 : UNE VOCATION À ENGLOBER LES AUTRES GARANTIES DÉROGATOIRES

626. De l'étude des régimes juridiques des différentes garanties réelles financières autres que les garanties des obligations financières, il apparaît que les principales caractéristiques structurelles de ces dernières se retrouvent également dans les autres garanties réelles financières. Il convient d'examiner l'aptitude de la notion de garantie des obligations financières à jouer le rôle de garantie centrale (§ 1), avant d'apprécier la faisabilité de l'absorption des autres garanties réelles financières par l'article L. 211-38 (§ 2).

§ 1 L'aptitude de la notion de « garantie des obligations financières » à jouer le rôle de notion cadre unique pour les garanties réelles financières

627. L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier ne consacre pas une sûreté en tant que telle, et ne pose pas de restriction quant à la sûreté éligible à son régime. Ainsi, nous avons pu voir dans la première partie de ce travail que toutes les garanties réelles, même celles non éligibles au titre de sûretés *stricto sensu*, étaient éligibles au titre de cet article qui organise un régime d'immunité et parfois de flexibilité qui se greffe sur les garanties existantes, pourvu qu'elles remplissent les conditions de spécialité requises. Afin d'examiner s'il est possible de rassembler les garanties dérogatoires au sein de l'article L. 211-38, il convient de démontrer que la garantie de l'article L. 211-38 justifie, d'une part, des traits de généralité suffisants (A),

¹³³⁰ Sur l'importance d'un travail de refonte par rapport à une superposition de textes devenue une approche récurrente, notamment dans les matières vivantes et évolutives, V. Th. BONNEAU, « Valeurs mobilières et titres financiers en droit français », préc.

et, d'autre part, d'une pluralité dans sa structure (B), de sorte à pouvoir embrasser des garanties spécifiques à des opérations ou des secteurs spécifiques.

A. Une garantie à vocation générale

628. Le caractère général est le pendant du caractère globalisant. Si l'on a mis en place des institutions globalisantes, c'est bien pour regrouper plusieurs garanties, et non pour en ajouter une nouvelle. Telle est du moins l'approche hors hexagone. En France, la transposition de la directive *Collateral* a été l'occasion de créer un animal nouveau dans la famille des garanties qu'est la garantie des obligations financières. Ainsi, la généralité des garanties financières de la directive *Collateral* a laissé la place, dans le texte de transposition, à une création *sui generis*, globalisante, teintée d'une certaine généralité, mais privée du caractère général, centralisateur. Malgré la généralité relative qui lui a été reconnue, l'article L. 211-38 présente les traits d'une garantie englobante (1). Or, l'examen des raisons qui ont conduit à restreindre la généralité de ce texte dans le Code monétaire et financier confirme sa vocation à jouer un rôle englobant (2).

1. Les traits de généralité dans la garantie de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier

629. L'article L. 211-38 a été érigé en garantie générale, de droit commun osera-t-on, pour les marchés financiers. A chaque fois que le législateur n'impose pas un régime spécifique autre que celui de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, ce dernier a vocation à s'appliquer, que ce soit directement ou par renvoi d'un autre article du même code (a). Ce rôle central est conforté par des applications récentes de cette garantie au-delà même des marchés (b).

a. L'article L. 211-38, une garantie de droit commun sur les marchés

630. **L'approche unitaire de la directive *Collateral*.** La directive *Collateral* ne connaît pas la distinction que le droit français a toujours maintenue, hier entre les garanties de l'article 49 et celles de l'article 52 de la loi de modernisation des activités financières, devenus respectivement les articles L. 442-6 et L. 431-7, al. 5 du Code

monétaire et financier, puis renuméroté (et remodelé pour le dernier) en article L. 440-7 et L. 211-38 du même code. Le dévoiement de la notion de contrat de garantie financière lors de la transposition de la directive *Collateral* en droit français a permis la naissance de la notion française de contrat de garantie financière, qui est un ersatz contenu à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. La question de la détermination du champ d'application des garanties financières a été un point crucial dans la transposition de la directive *Collateral*. Or, la détermination du champ que recouvre le droit spécial et dérogatoire issu de la directive est un point de politique juridique. En amont, la question en France a été tranchée en faveur d'un champ plutôt restreint, qui limite la directive ainsi que le droit dérogatoire.

631. **Vocation de la garantie de l'article L. 211-38 à rassembler.** En outre, la méthode employée par l'article L. 211-38 emporte l'approbation. Le caractère partiel et illisible du champ des mécanismes sur lesquels s'appuie le contrat de garantie financière formé en application de cette disposition est pour sa part bien moins convaincant. On lui reprochera d'avoir laissé imprécise la portée de l'article L. 211-38, son champ d'application quant aux garanties qui y sont éligibles. Il peut en outre paraître aberrant que l'article L. 211-38 ne clarifie pas son rapport avec les garanties données sur les marchés réglementés, alors que, du point de vue de l'exégèse, la garantie de l'article L. 211-38 émane d'une disposition européenne destinée à régir les garanties sur les marchés financiers. Ainsi, par une transposition qui aménage des considérations ambiguës, qui cherche à éviter la refonte du système des garanties réelles financières, une institution destinée à régir au niveau européen les garanties sur les marchés financiers, se trouve, en droit français, amputée des principales garanties boursières.

Par ailleurs, il convient de rappeler que le contrat de garantie financière avec transfert de propriété correspond à une propriété-sûreté : « *un contrat, y compris les conventions de mise en pension (repurchase agreement), aux termes duquel le constituant de la garantie transfère au preneur de cette dernière la pleine propriété des instruments financiers ou espèces données en garantie, afin d'assurer l'exécution des obligations financières couvertes ou de la couvrir d'une autre manière* »¹³³¹. Or, si nous pensons que les opérations de pension de titres ne sont pas des garanties à titre

¹³³¹ Article 2.1 de la directive 2002/47/CE.

principal mais peuvent simplement en jouer le rôle dans certains cas, en revanche, les remises en pleine propriété de l'article L. 440-7, qui sont le siège de la notion de couverture, trouvent naturellement leur place dans le cadre de la notion de contrats de garantie financière de la directive *Collateral*.

b. Le recours aux contrats de garantie financière au-delà des marchés financiers

632. **Généralité de l'approche des directives.** Les couvertures sont des opérations spécifiques aux marchés réglementés. Elles sont réservées à des opérateurs spécifiques, les donneurs d'ordres, leurs adhérents et les chambres de compensation. La directive *Collateral* a toutefois été rédigée dans l'optique de fournir un outil aux banques et aux acteurs majeurs des marchés financiers. Ces acteurs sont les banques commerciales et les banques centrales, les sociétés d'assurance, les fonds d'investissements, certaines autorités publiques, etc.¹³³². Il en est de même pour les autres instruments, tels que la directive 98/26/CE ou la convention de La Haye sur les titres intermédiés. La directive *Collateral* se veut un cadre général pour les garanties financières. Elle vise un champ d'application large parmi les garanties financières et parmi les professionnels supposés en bénéficiaire¹³³³, et s'appuie sur une notion cadre générale qui regroupe des techniques juridiques différentes. Elle établit ainsi un droit commun pour les opérations spéciales entre certains professionnels et concernant certains types de biens.

633. **L'application sur les marchés de capitaux.** Le rapport d'évaluation de la directive *Collateral* dresse un tableau de l'usage qui a été fait des garanties financières. Il remarque que ces garanties « *sont de plus en plus utilisées pour tout type de transaction, et notamment sur les marchés des capitaux, pour la trésorerie et le financement bancaires, dans le cadre des systèmes de paiement et de compensation et pour les prêts bancaires en général. Elles prennent le plus souvent la forme d'espèces*

¹³³² T. KEIJSER, *Financial Collateral Arrangements*, Kluwer, *Law of Business and Finance*, vol. 9, 2006, p. 3.

¹³³³ « *In general, financial collateral arrangements are more appropriate for bigger businesses. Some Member States may wish to limit the Directive's scope to bigger businesses, or even just financial institutions. However, the Directive's general rationale would seem to suggest that as many businesses as possible should benefit from its provisions* » : HM Treasury, *Implementation of the Directive on financial Collateral Arrangements*, juillet 2003, p. 41.

ou de valeurs mobilières »¹³³⁴. La bipolarisation des garanties réelles financières entre les marchés réglementés et les marchés de gré à gré n'est plus appropriée. Les garanties des obligations financières ont franchi le Rubicon et le système de garanties issu de la directive *Collateral* se trouve désormais en porte-à-faux avec la distinction traditionnelle, affirmant là encore la place centrale des garanties issues de la directive *Collateral* et plus spécifiquement, sur le marché français, la généralité de l'article L. 211-38. C'est l'actualité qui vient conforter cette place. Les garanties réelles financières sont sollicitées au-delà des marchés. Il en est ainsi des garanties données dans le système bancaire notamment avec les interventions des banques centrales nationales et de la banque centrale européenne dans le cadre de plans de sauvetage ou simplement en anticipation de difficultés majeures pour certaines banques. Rappelons que les prêts accordés par le Fonds Européen de Stabilité Financière aux établissements ont été assujettis à la fourniture préalable de garanties régies par les articles L. 211-38 et suivants du Code monétaire et financier¹³³⁵.

634. **L'application dans l'Eurosystème.** En pratique, il convient de noter que « l'ensemble des actifs transférés par une contrepartie dans son panier [de la banque] permet de garantir l'ensemble des liquidités qu'elle a obtenues auprès de la Banque de France, que ce soit dans le cadre de sa participation aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème ou pour l'obtention de crédit intrajournalier. Il permet également de garantir un éventuel "crédit réservé" »¹³³⁶. A la suite de la transposition de la directive 2009/44/CE, ces actifs peuvent même comprendre des créances privées. Au préalable, le 1^{er} janvier 2007, certaines créances privées avaient été admises comme garantie dans la zone euro. La Commission a justifié l'extension du champ d'application de la directive afin de couvrir les créances privées de la manière suivante : « [il permet d'] améliorer l'accès à des garanties hautement liquides à des fins de transactions financières. La possibilité d'utiliser des créances privées comme garantie éligible auprès de la BCE permettrait aux établissements de crédit de réinjecter dans l'économie européenne, à d'autres fins, des actifs hautement liquides,

¹³³⁴ Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE), Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 3.

¹³³⁵ V. sur ce thème : X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT, « L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », préc., p. 130.

¹³³⁶ G. GOFFINET, « La gestion globale des garanties (3G) », *Bull. Banque Fr.* n° 172, avril 2008, p. 32.

tels que des titres d'Etat, actuellement immobilisés auprès de l'Eurosysteme »¹³³⁷, ce qui appuie l'idée selon laquelle l'objectif de la directive dépasse le simple cadre des marchés financiers. Réduire le champ aux simples opérations sur les marchés financiers est non seulement manquer de vision, mais procède également d'une sectorisation dont l'intérêt est loin d'être évident. L'injection de crédits dans le système bancaire européen début 2012, à hauteur de 450 milliards d'euros, à taux réduit de 1 %, et les différentes interventions ponctuelles dont la plus récente avec la banque espagnole Bankia, n'ont pu avoir lieu que par le biais de prises de garanties financières substantielles, bénéficiant d'un régime dérogatoire conformément à la directive Collateral.

2. La généralité restreinte, un dévoiement de l'institution réceptionnée

635. En 1992, M. Mouly remarquait que « *le droit français des sûretés réelles n'a évolué pendant les dix dernières années que par emprunts à l'étranger : réserve de propriété, cession de créances professionnelles, gage dans l'entrepôt du débiteur, réméré d'obligations, fiducie notamment* »¹³³⁸. L'influence mutuelle entre les systèmes juridiques a toujours existé. La réception d'institutions étrangères n'est qu'une illustration des échanges entre les différents systèmes. Elle n'est ni exceptionnelle, ni condamnable en soi. Dans sa facette positive, elle témoignerait même de la vitalité dans l'interaction d'un système juridique avec d'autres systèmes. Pourtant, la manière dont certaines institutions sont réceptionnées pose la question de l'opportunité d'une telle réception, eu égard à la transposition, parfois approximative, de l'institution étrangère dans le système local. Il en est ainsi de l'institution de « contrat de garantie financière » qui a été amputée de son caractère général (a). Une telle difficulté pourrait être le résultat de l'incompatibilité ou de l'ignorance, en amont, des concepts qui fondent les dimensions de l'institution étrangère (b).

¹³³⁷ *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 8.

¹³³⁸ Ch. MOULY, « Efficacité en France des sûretés anglaises », *RD bancaire et bourse* 1992, p. 160, spéc. p. 162.

a. *L'inconvénient d'une réception partielle*

636. **Les garanties réelles financières, un exemple d'acculturation juridique.**

Le refus dogmatique de l'acculturation juridique serait-il l'explication du maintien d'une structure illisible pour les garanties réelles financières ? Est-ce la marque d'une crainte de prendre le risque de consacrer ainsi indirectement une institution complètement étrangère à notre droit, le « *security entitlement* », qui serait *a priori* une innovation incompatible avec nos institutions ?

La législation financière, du fait de son caractère technique, est souvent le théâtre de transposition de solutions inspirées de la pratique des marchés internationaux, et principalement anglo-américains. Il est intéressant de voir dans les rapports des groupes de travail ou dans les exposés de motifs de certains textes, des références du type « *les bonnes pratiques reconnues au niveau international* »¹³³⁹, en particulier pour les textes communautaires. Or, une bonne pratique reconnue au niveau international n'est rien d'autre qu'une forme d'acculturation juridique, par le biais de laquelle le législateur européen, sous la pression des professionnels de la finance, souhaite, sans le savoir, sans le dire, ou tout simplement sans s'embarrasser de considérations théoriques, aligner le cadre juridique européen des opérations de marché sur celui du Chapitre 8 du Code de commerce uniforme des Etats-Unis. Un tel alignement serait rendu inéluctable du fait de la fluidité des échanges qu'il permet. La performance du modèle des marchés anglo-américains – qui pourrait paraître, au lendemain de la crise, bien plus proche d'un défaut que d'une qualité – a donné raison à ce pragmatisme juridique.

637. **Transposition boiteuse de concepts étrangers au droit français.**

Concernant la directive *Collateral*, il est probable que l'intention du législateur ou, le cas échéant, des auteurs des ordonnances de transposition, ait été la préservation de la spécificité des règles du droit français et de ses institutions, ce qui est du reste normal. Rappelons la formule du Professeur Gavalda qui prévenait que l'avenir de la doctrine française dépendait de son refus de se soumettre aux « *charmes inquiétants* » de la

¹³³⁹ « *La lenteur du processus de modernisation visant à aligner la législation européenne sur les bonnes pratiques reconnues au niveau international handicape les autorités compétentes dans leur mission de préservation de la stabilité du système financier* », Communication de la Commission, du 28 octobre 1998, sur les « Services financiers : élaborer un cadre d'action », p. 6.

*Common law*¹³⁴⁰. Il n'est pas l'intention d'apprécier ici la justesse de ce propos, même si nous y adhérons. Mais il faudrait mettre en garde contre une transposition partielle et incomplète des textes européens. Une telle approche ne rendrait point, à notre sens, service au droit français, surtout lorsqu'elle risque de le rendre incompréhensible et éclaté. Les directives européennes ne sont pas toujours très claires, et souffrent souvent d'imprécisions au niveau de la terminologie – et même des concepts – qu'elles emploient¹³⁴¹, mais la parcimonie dans la transposition n'est qu'un mauvais correctif d'un texte déjà boiteux, au risque de rendre plus incohérent le dispositif qu'on entend transposer.

Si la transposition de concepts nouveaux est inéluctable, leur intégration dans le cadre juridique français n'est pas condamnée à l'échec systématique. Mais peut-être qu'une intégration réussie nécessite une bonne connaissance de ces concepts – a-t-on vraiment cherché à cerner le sens et la portée de la notion de *collateral* avant de l'employer dans nos textes, et de voir comment elle pourrait s'insérer dans un droit des sûretés civiliste dans lequel elle a été parachutée ? –, et supposerait de s'interroger au préalable sur leur vraie place dans le dispositif français pour ensuite opérer une construction cohérente. Il est sans doute aisé de plaider pour la mise à plat de dispositifs et une reconstruction d'ensemble. Dès lors, une règle qui, à l'origine, est européenne, étrangère, ou professionnelle, devient une règle du droit français à part entière. De fait, entre une transposition minimale ou certains traits des régimes juridiques des sûretés connues auraient été adaptés, et une transposition large, où un corps de règles nouveau aurait été introduit dans le dispositif du Code monétaire et financier, « *le législateur français a opté pour une combinaison des deux approches, certes redondante, mais qui permet à la fois de satisfaire des praticiens attachés aux instruments classiques de garantie et de favoriser l'innovation juridique par la création de nouveaux produits sui generis* »¹³⁴².

638. La traduction du concept de « *financial collateral arrangement* » en droit français. Or, à partir du moment où le droit français n'a pas d'institution équivalente ni

¹³⁴⁰ C. GAVALDA, « La doctrine éclatée », in *Mélanges Michel Jeantin*, Dalloz, 1999, p. 46.

¹³⁴¹ V. à cet égard, M. Vauplane qui critique dans son article « *la rédaction de la directive Collateral que certains ont qualifiée de "bâclée"* » : H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., spéc. p. 83.

¹³⁴² M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 51.

de terme spécifique pour désigner l'ensemble de ces techniques, il était utile d'engager une réflexion sur la terminologie qui serait la plus appropriée pour traduire en termes juridiques français le concept de *collateral*. Par facilité, le législateur français a repris la terminologie française utilisée par la directive elle-même qui emploie l'expression « garantie financière ». Toutefois, le recours à cette terminologie dans la transposition de la directive européenne présente plusieurs lacunes¹³⁴³. Tout d'abord, le champ de la notion française de garantie financière ne correspond pas à celui de la directive *Collateral*. Ensuite, l'expression française ne s'appuie pas sur une pratique antérieure, et ses contours ne sont pas clairs. De fait, la terminologie francisée « collatéral » continue à être utilisée sur les marchés financiers réglementés, pour désigner l'objet de la garantie, à entendre par cela les actifs. Enfin, les concepts se chevauchent à plusieurs niveaux, alors que la notion de *collateral*, par sa généralité, présente une cohérence appréciable. La notion de *collateral* est supposée être claire et globalisante, ce qui est loin d'être le cas de la garantie financière. Cette faille dans la traduction des concepts en matière financière est fustigée par la doctrine. M. Bonneau observe : « *l'overdose nous guette ! Elle nous guette d'autant plus que nombre des textes sont mal rédigés [...] de sorte qu'à peine publiés, ils suscitent l'interrogation. On n'en est toutefois pas étonné lorsque l'on connaît certaines méthodes de travail, notamment liées à l'usage systématique de l'anglais comme langue de travail, ce qui débouche inévitablement sur une traduction qui n'a guère de sens pour un juriste français. Mais il est vrai que ces méthodes, usuelles à Bruxelles, peuvent être également imposées, à en croire la rumeur, par les autorités françaises elles-mêmes à certains acteurs producteurs de normes...* »¹³⁴⁴

b. La compréhension des fondements de la règle réceptionnée

639. La réception de règles étrangères et le respect des traditions juridiques nationales. En amont de la réception d'une règle étrangère à notre droit, il convient

¹³⁴³ M. Martin observe à propos du désordre du vocabulaire et des directives en droit financier (précisément la question de la localisation des valeurs mobilières), que la question ne s'arrange point du fait de l'internationalisation, « *dans l'ordre international où la différence des cultures, des conceptions et des analyses qui s'y affrontent y ajoute même des incompatibilités théoriques à peu près irréductibles* » : D.-R. MARTIN, « La théorie de la scripturalisation », préc., n° 23.

¹³⁴⁴ Th. BONNEAU, « Mort par overdose », *Droit des sociétés* 2005, Repère 6, (souligné par nos soins).

d'en saisir les dimensions, mais également de commencer par comprendre le contexte de sa naissance et la matière qui en a fourni le berceau. Cela vaut pour le droit des garanties sur actifs financiers en général, et le droit issu de la directive *Collateral* en particulier, autant que pour toute autre matière technique. La définition de la matière ne devrait-elle pas précéder l'établissement de la règle de droit ? L'examen du contexte de naissance de la matière et des travaux qui ont accompagné l'adoption des directives 1998/26/CE, 2002/47/CE et de la convention de La Haye du 5 juillet 2006 révèle que ces textes ont été fortement influencés par les législations en vigueur outre-Atlantique. Les textes cités ont cherché à mettre en place un système équivalent. M. Vauplane observe à propos de la directive *Collateral*, que « celle-ci fut réalisée sous la pression d'un groupe de lobbyistes de grandes banques d'investissement, souvent américaines, plus attentifs à introduire certains concepts étrangers au droit civil continental (comme la notion de "contrôle") que par le respect des traditions juridique européenne »¹³⁴⁵.

Le système en vigueur outre-Atlantique avait toutefois son histoire, ses sources, sa logique et ses objectifs propres. La question se pose à deux niveaux : au premier plan, européen principalement, l'on se demande si les travaux qui ont préparé l'adoption de ces textes avaient pris le soin de faire l'examen du droit américain dont ils se sont inspiré et s'ils ont procédé à une étude de compatibilité des institutions réceptionnées ; à un second niveau, national, il est évident que la transposition en droit français du droit européen, lui-même transposition des institutions du chapitre 8 du UCC américain a bien saisi les nuances des textes réceptionnés. Si l'on admet donc que la directive *Collateral* est d'inspiration américaine, la transposition de la directive devrait également comporter des éléments en ligne avec le droit des Etats-Unis.

640. **Une réception partielle sur deux niveaux.** Or, à chaque étape de la transmission, des éléments ont été perdus. Tant la réception par le droit européen des concepts américains, que celle par le droit français du droit européen à inspiration américaine se sont faites de manière partielle. Ainsi, l'examen rapide des dispositions du Code de commerce uniforme des Etats-Unis révèle que les caractéristiques du système mis en place, en particulier par le chapitre 8 de ce code, s'articulent principalement autour de deux axes. Tout d'abord, la matière est rattachée à ce qu'il est convenu de désigner par le droit des « *financial accounts* », les comptes financiers, ce

¹³⁴⁵ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., p. 83.

qui met l'accent sur l'importance du rôle de l'intermédiation, de la détention indirecte¹³⁴⁶, et de la nature des droits qui sont ainsi reconnus aux parties, notamment ce qui désigné par le « *security entitlement* ». Ensuite, aux Etats-Unis, les titres ne sont pas dématérialisés, au sens où on l'entend en Europe et notamment en droit français¹³⁴⁷ ; ils sont plutôt dans un système dit d'immobilisation. La directive *Collateral*, par ailleurs, entend par « garantie financière » ce que M. Vauplane décrit comme « toute méthode de couverture de risques de marchés (tels que le risque de taux, de change ou de crédit) »¹³⁴⁸. Pour l'auteur, l'expression « garanties financières », « désigne les techniques juridiques qui ont pour but de réduire le risque de contrepartie ». Une telle généralité n'a, bien entendu, pas été retenue par le texte de transposition qui a accouché d'une nouveauté, toute intéressante qu'elle soit, qui reste bien plus restreinte.

B. Une garantie plurale

641. Le contrat de garantie réelle financière se distingue par son rôle de vecteur qui présente un caractère général et plural qui permet de greffer un régime particulier sur une sûreté sous-jacente, et qui, par la force de la loi, est capable d'inculquer un régime dérogatoire au sous-jacent dont il épouse la forme et le régime général. L'article L. 211-38 n'institue pas en soi une sûreté nouvelle et ne correspond pas à une forme de sûreté connue (1). Il se greffe sur toute sorte de garantie réelle, et en modifie le régime (2).

1. Absence de rattachement à une sûreté en particulier

642. **Les garanties réelles financières ne consacrent pas des sûretés.** La principale caractéristique des garanties réelles financières dérogatoires que nous avons étudiées est qu'elles ne sont pas des sûretés en tant que telles. Toutes ces techniques, cherchent à mettre en place un régime cadre d'immunité, et parfois de flexibilité, qui

¹³⁴⁶ B. MOJUYÉ, « Les droits intermédiés en common law américain », *RD bancaire et fin.* 2010, p. 6.

¹³⁴⁷ F. NIZARD, « Sécurité financière et transfert de titres en droit anglais et en droit New Yorkais », *PA* 21 octobre 2003, p. 12.

¹³⁴⁸ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., p. 83.

profiterait à des garanties sur lesquelles ce régime viendra se greffer. La directive *Collateral* crée ainsi un système à deux étages. Elle n'a pas pour intention d'introduire une sûreté nouvelle dans l'ordre juridique interne¹³⁴⁹. Elle s'appuie comme le souligne son article 2.1.a) sur les deux familles de sûretés que sont les transferts de propriété à titre de garantie et de nantissement. Elle laisse ainsi aux Etats membres d'organiser ces catégories et de déterminer quelles sont les sûretés sous-jacentes sur lesquelles le contrat de garantie financière pourra s'appuyer. Comme les garanties des obligations financières de l'article L. 211-38, les autres garanties réelles financières organisent également des régimes de garantie-cadre.

2. Un régime dérogatoire qui se greffe sur une garantie sous-jacente et épouse sa forme

643. **Un régime qui se greffe sur une sûreté sous-jacente.** Le droit français en matière de garanties sur actifs financiers se distingue des droits belge et luxembourgeois tant du point de vue de son champ d'application que du point de vue du régime dérogatoire qu'il accorde aux garanties sur actifs financiers. Mais, avant tout, le droit français se distingue également par la notion très particulière de garantie des obligations financières qu'il a consacrée à l'article L. 211-38. Il n'y a pas de contrat de garantie sans un appui sur une sûreté sous-jacente. Cela ressort clairement du texte de l'article L. 211-38 qui dispose qu'à titre de garantie des obligations financières, « *les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété, opposables aux tiers sans formalités, d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits [...]* ». En outre, le contrat de garantie financière est un vecteur qui peut porter toute forme de sûreté réelle pourvu qu'elle ne s'oppose pas aux conditions du champ d'application spécifique de cet article. Il convient de mettre l'accent sur les nuances entre la structure complexe de la garantie financière dans la directive *Collateral* et celle de la notion française de garantie des obligations financières. Si les deux dispositifs prévoient des garanties complexes, qui admettent une superposition de régimes, force est de constater qu'alors que la directive

¹³⁴⁹ V. dans ce sens, S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 100, p. 21. *Contra*, pour une interprétation de la directive *Collateral* qui privilégie la mise en place de garanties sui generis, V. M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 54.

prône une institution cadre à deux étages, le droit français n'institue pas une garantie, mais un régime qui a vocation à se greffer sur toute forme de garantie connue du droit commun. Dans le dispositif de l'article L. 211-38, les garanties sous-jacentes sont étrangères au droit spécial, alors que dans le système de la directive et les systèmes belge et luxembourgeois, les garanties sous-jacentes font partie intégrante de l'institution cadre, qui est proprement polymorphe.

644. Avantages par rapport à l'approche des droits belge et luxembourgeois. En outre, cette approche permet le recours à un plus grand nombre de garanties sous-jacentes, non limitées, voire même des constructions sui generis. Dans une optique de flexibilité, elle devrait être préférée à celle des droits belge et luxembourgeois. L'article L. 211-38 n'institue qu'un régime et non une garantie en soi. En effet, comme évoqué précédemment, ces systèmes créent des institutions spécifiques dans lesquelles elles enferment les contrats de garantie financière. Le contrat de garantie financière est l'appellation qui regroupe ces institutions. De fait, l'existence de ces institutions, avec le régime juridique et le champ d'application qui leurs sont assignés, ne peut se concevoir en dehors du cadre des contrats de garantie financière. Inversement, le contrat de garantie financière ne peut se concevoir en dehors du cadre des institutions qui le composent. Elles lui sont consubstantielles.

§ 2 La faisabilité de l'absorption des autres garanties réelles financières par l'article L. 211-38

645. Une vocation à englober les autres garanties réelles financières. Nous avons pu démontrer qu'il existait une certaine identité dans les besoins et dans les moyens employés par les différentes garanties réelles financières. De l'étude des différents textes instituant des garanties réelles financières, il apparaît que ces garanties se partagent entre des textes à vocation générale tout d'abord, avec les garanties prévues à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier ; ensuite avec l'article L. 440-7 du même code qui impose un régime spécifique ; et finalement des textes sectoriels, opérant souvent par renvoi à la garantie générale. Afin de démontrer que la garantie des obligations financières peut absorber les autres garanties réelles financières, il convient, à la lumière des traits que nous avons dégagés pour la garantie

des obligations financières, d'étudier les possibilités d'absorber les remises en pleine propriété de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, ainsi que les possibilités d'absorber les garanties sectorielles. L'absorption par l'article L. 211-38 des régimes des autres garanties réelles financières suppose que les caractéristiques et le régime de la garantie de chacun des textes instituant des garanties réelles financières puissent s'insérer dans le régime général de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier à droit constant. Il convient dès lors d'examiner l'aptitude de l'article L. 211-38 à absorber, d'une part, les garanties de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier (A), et, d'autre part, celles contenues dans les textes sectoriels (B).

A. L'aptitude de l'article L. 211-38 à absorber les garanties de l'article L. 440-7

646. L'absorption de la garantie de l'article L. 440-7 requiert une compatibilité des institutions (1) et des régimes juridiques (2).

1. Compatibilité des institutions

647. **Le fondement du maintien des couvertures en dehors du champ des contrats de garantie financière.** Quel est l'intérêt de la dichotomie entre les mécanismes de garantie de l'article L. 211-38 et de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier ? Quelle raison ferait obstacle à l'adoption d'une notion unique autour des garanties financières, qui comporterait, entre autres applications, la couverture en bourse ? La question de l'intérêt de maintenir deux dispositions différentes a été posée à l'occasion de la loi sur la modernisation des activités financières déjà. Le fait de ne pas clairement inclure les couvertures dans le champ des garanties des obligations financières pourrait s'expliquer par la volonté de ne pas mettre de restrictions dogmatiques à une institution dont la nature de sûreté n'a jamais été reconnue par un texte ou consacrée en jurisprudence, et ce malgré l'accord quasi-unanime en jurisprudence ainsi que nous l'avons examiné. Ainsi le maintien dans une disposition séparée des dépôts fiduciaires sur les marchés réglementés, a longtemps permis d'éviter un débat théorique ainsi que les conséquences qu'une qualification de sûreté aurait entraîné dans un droit français répugnant à consacrer la technique du

transfert de propriété à titre de garantie. Or, ces raisons ont aujourd'hui disparu avec l'évolution de la notion de sûreté. De fait l'argument historique en faveur du maintien d'un régime *sui generis* et d'une approche pragmatique pour les dépôts fiduciaires sur les marchés réglementés a disparu.

648. **Le fondement de la distinction : l'historique des réformes.** Pour comprendre l'architecture du système il faut revenir à l'origine des textes. Le point de départ du droit spécial des garanties sur actifs financiers peut être fixé dans la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme. L'article 9 de cette loi, a introduit en son alinéa 3, le dépôt « en couverture ou garantie ». La loi du 2 juillet 1996 reprenant à son compte ce texte, l'a affiné et a créé, à côté de ce dépôt « en couverture ou garantie » propre aux marchés réglementés d'instruments financiers, une forme de « remises en pleine propriété » en dehors des contraintes des marchés réglementés mais qui restait réservée aux parties aux conventions-cadres de place, nationale ou internationale, qui sont, du fait de cette disposition, en droit d'organiser des remises en pleine propriété de valeurs, titres, effets ou de sommes d'argent à titre de garantie, opposables aux tiers sans formalité. La distinction se fondait donc principalement sur la distinction entre le régime des transferts de propriété à titre de garantie effectués sur les marchés réglementés et ceux qui étaient effectués hors marchés réglementés mais néanmoins dans le cadre de conventions-cadres de place, nationale ou internationale. Or, le premier de ces régimes se maintient sans modification sensible depuis la loi de 1996 et on le retrouve aujourd'hui à l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, alors que le second s'est avec le temps¹³⁵⁰ affranchi du rattachement aux marchés de gré à gré. Le deuxième de ces régimes a été ouvert à toute forme de sûreté, y compris aux nantissements. Il ne s'agit donc plus d'un transfert de propriété, ici sur les marchés réglementés et là sur les marchés de gré à gré.

649. **Les raisons structurelles qui ont fondé la distinction entre ces deux textes ont disparu.** La ligne de séparation originaire voulait que les garanties des opérations à terme sur les marchés réglementés trouvent comme assise l'ancien article L. 442-6 du Code monétaire et financier, alors que les opérations à terme de gré à gré avaient pour fondement l'article L. 431-7 al. 5 du même code. Les opérations sur

¹³⁵⁰ L'ordonnance du 24 février 2005 a supprimé la référence aux conventions-cadres de place.

marchés réglementés n'ont pas connu de modification dans les textes sur lesquels elles se fondent. En revanche, on note une évolution importante dans ce code par le passage de l'article L. 431-7 al. 5 à un article L. 431-7-3 devenu par la suite l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Or, d'éminents auteurs continuent à suivre le tracé de l'ancienne ligne de séparation¹³⁵¹. Une telle approche relève de plusieurs raisons. Elle souligne tout d'abord la difficulté conceptuelle à appréhender l'évolution apportée par l'ordonnance du 24 février 2005. Ensuite, elle met surtout en évidence le manque de lisibilité du système qu'elle a mis en place autour de l'article L. 211-38. Il est admis que le texte de l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 dite loi de modernisation des activités financières visait à mettre en place un cadre juridique pour les garanties des opérations sur les marchés de gré à gré¹³⁵². Pour ce qui est de la garantie qu'il met en place, ce texte devenu l'article L. 431-7 al. 5 du Code monétaire et financier lors de la codification a été remplacé lors de l'adoption de l'ordonnance du 24 février 2005 par l'article L. 211-38 du même code. Or le passage de l'article L. 431-7 al. 5 à l'article L. 211-38 a emporté plus qu'une modification technique de la garantie visée. L'article L. 211-38 a généralisé un mécanisme de garantie qui était spécifique aux marchés de gré à gré. Il convient dès lors tirer les conséquences de cette dimension générale pour ce qui est de la subdivision entre les différentes garanties prévues par le Code monétaire et financier et notamment la distinction entre la garantie de l'article L. 440-7 et celle de l'article L. 211-38. La généralité qui fonde l'article L. 211-38 rend désuète la distinction qui existait entre l'article L. 440-7 et L. 431-7 al. 5 à partir du moment où la garantie de l'article L. 211-38 n'est plus spécifique aux marchés de gré à gré. L'intérêt de la distinction résidait dans la volonté de créer un instrument adapté pour chaque marché ; il a disparu du fait de la création d'un instrument général qui rend inutile l'existence de deux textes différents. Il n'y a pas de fondement à maintenir l'article L. 440-7. Le législateur devrait tirer les conséquences de la généralité de l'article L. 211-38 pour simplifier le schéma des garanties réelles dans le Code monétaire et financier.

650. Les transferts de propriété à titre de garantie. Finalement, il convient de noter qu'au même titre qu'il peut absorber les couvertures de l'article L. 440-7, l'article

¹³⁵¹ H. de VAUPLANE, « La fiducie avant la fiducie : le cas du droit bancaire et financier », préc.

¹³⁵² J.-P. BORNET, « Marchés financiers vers la fin du monopole de l'aliénation fiduciaire », in *Mélanges AEDBF II*, 1999, p. 97, spéc. p. 101.

L. 211-38 devrait également pouvoir absorber les opérations de pension qui ont une existence propre. Elles pourraient dès lors bénéficier d'un renvoi au titre des transferts de propriété à titre de garantie. Ainsi, elles garderaient leur identité, régime et champ d'application, et elles pourraient bénéficier du régime des contrats de garanties financières, lorsque les parties le souhaitent.

2. Compatibilité des régimes

651. **Les points communs aux régimes des couvertures et des garanties de l'article L. 211-38.** Les deux techniques partagent des traits qui caractérisent tant la souplesse que la sécurité du régime juridique de la garantie qu'ils établissent. On retrouve à l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier, malgré sa concision, des indications sur le mode de constitution de la garantie, sur le mode de sa réalisation et sur l'immunité dont elle bénéficie. Or, sur ces trois points, le régime de l'article L. 211-38 présente des traits similaires qui permettent de substituer et d'englober le régime de l'article L. 440-7. Les régimes juridiques des deux techniques présentent diverses similitudes. On relève d'emblée l'admission indistinctement du transfert de propriété comme mécanisme de garantie. Il en résulte une simplicité dans la constitution (sans formalités) et dans la résiliation/liquidation y correspondant, du moins dans un critère fonctionnel. Les deux techniques instituent des garanties qui se constituent par simple remise des actifs, et cette remise est, par la force de la loi, translatrice de propriété. Le pacte comissoire simplifie la réalisation par le bénéficiaire des garanties. Pour finir, le régime d'immunité contre les procédures collectives est quasiment identique, notamment après la réforme de l'article L. 440-7.

En outre, dans les situations de concours entre créanciers, le privilège reconnu aux créanciers munis de couvertures sur les marchés financiers est formulé de manière identique, et présente la même teneur tant à l'article L. 211-38, I pour les garanties des obligations financières qu'à l'article L. 440-7 pour les couvertures sur les marchés réglementés. Les deux textes inculquent des traits dérogatoires au régime du sous-jacent et établissent une primauté à la réalisation des garanties réelles financières qui est immunisée face à d'autres procédures. Les créanciers munis de ces garanties se trouvent ainsi favorisés par rapports à d'autres créanciers. Il apparaît, concernant la

sécurité que confèrent les garanties réelles financières, que même en l'absence du texte de l'article L. 440-7, l'application aux couvertures sur les marchés réglementés de la disposition de l'article L. 211-38 devrait aboutir à un résultat identique au résultat actuel.

652. La possibilité pour les parties d'adopter conventionnellement le régime de la sûreté légale de l'article L. 440-7. Sur les marchés réglementés, le régime de la garantie est imposé dans le texte de l'article L. 440-7. Contrairement à l'article L. 211-38, cette disposition n'est ni générale, ni facultative. Elle pose une règle obligatoire à tous les opérateurs sur les marchés réglementés. La doctrine s'est interrogée sur la possibilité pour deux parties d'adopter conventionnellement la sûreté instituée par l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier dans le cadre d'un contrat conclu sur le marché de gré à gré et non sur le marché réglementé telle que la lettre de l'article L. 440-7 définit le champ d'application dudit article¹³⁵³. M. Praicheux estime qu'une réponse affirmative s'impose du fait de l'intérêt général des sûretés boursières et compte tenu de la protection que cette sûreté est présumée procurer à l'ensemble du marché¹³⁵⁴. A l'issue de sa démonstration, l'auteur propose, en matière boursière, d'admettre l'application, par analogie, des règles des sûretés légales aux sûretés conventionnelles¹³⁵⁵ sous la seule condition que les parties suivent les prescriptions du régime légal, en l'occurrence celui de l'article L. 440-7, ce qui serait suffisant pour faire produire à la convention de garantie les mêmes effets que ceux prévus dans le régime de la garantie légale¹³⁵⁶. Or les garanties relatives aux opérations de gré à gré étaient régies par l'article L. 431-7 al. 5 qui a été remplacé par l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. La protection offerte par l'article L. 211-38 n'offre-t-elle pas une sécurité suffisante pour rendre inutile le recours à l'article L. 440-7 ? Pour savoir si la sécurité que permet l'article L. 440-7 peut s'étendre au-delà du champ qui lui est normalement assigné, il faudrait commencer par examiner le fondement d'une telle soumission avant d'aborder son étendue par rapport à celle de l'article L. 440-7 et sa teneur.

¹³⁵³ S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse préc., n° 469, p. 305-306.

¹³⁵⁴ *Ibid.*

¹³⁵⁵ *Idem*, n° 469, p. 305 à n° 474, p. 309.

¹³⁵⁶ *Idem*, n° 473, p. 308-309.

653. **Fondement de l'extension conventionnelle du champ d'application de la sûreté légale.** Comme le démontre M. Praicheux dans sa thèse, la jurisprudence a à différentes occasions pu réaffirmer la possibilité pour les parties de soumettre volontairement leurs rapports juridiques à un régime légal dont elles n'ont pas vocation à bénéficier. Dès lors, les dispositions de ce régime légal pourraient leur être appliquées¹³⁵⁷. Plus spécifiquement, en matière de sûretés boursières, la soumission par les parties au régime d'une sûreté légale alors qu'elles se trouvent en dehors du champ d'application normalement prévu pour cette disposition a été approuvée par la jurisprudence. Ainsi, la Cour d'appel de Paris a appliqué à une couverture conventionnelle la règle de la liquidation officielle des positions normalement prévues pour les seules couvertures réglementaires¹³⁵⁸. La Chambre commerciale de la Cour de cassation a par ailleurs reconnu à un créancier le droit de réaliser suivant les règles prévues pour les couvertures (les dépôts de garantie principalement) tant les titres affectés en nantissement que ceux remis en pleine propriété¹³⁵⁹.

B. L'aptitude des contrats de garanties financières à absorber les garanties réelles financières sectorielles

654. Après avoir constaté la proximité entre le texte de l'article L. 211-38 et ceux instituant des garanties sectorielles (1), il conviendra d'en tirer la conclusion du point de vue de l'absence d'intérêt à maintenir les différents régimes (2).

¹³⁵⁷ V. dans ce sens à propos de la soumission aux dispositions protectrices de la loi du 13 juillet 1979 relative au crédit immobilier de prêts souscrits dans le cadre d'une activité professionnelle : Cass. 1^{re} civ., 2 oct. 2002, *Bull. civ. I*, n° 230. – Cass. 1^{re} civ., 23 mars 1999, *Bull. civ. I*, n° 108. A propos d'un cas où les parties s'étaient soumises conventionnellement au décret du 30 septembre 1963 relatif au bail commercial, M. Praicheux cite un arrêt de l'assemblée plénière : Cass. Ass. Plén., 17 mai 2002, *Bull. A.P.*, n° 1 ; *JCP G* 2002, II 10131, p. 1520, note J. MONEGER.

¹³⁵⁸ CA Paris, 3^e ch., 10 nov. 1992, *Société Pacific Finance c/ Société American Express, Dr. sociétés*, 1993, n° 128, note H. HOVASSE.

¹³⁵⁹ La Cour a estimé que les nantissements constituaient une couverture : Cass. com., 17 oct. 1995, *BNP c/ Tournier*, inédit (cité par M. Praicheux).

1. Les régimes des garanties sectorielles

655. Il convient d'examiner les possibilités d'absorption par l'article L. 211-38, des garanties de l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier, d'une part (a), et de l'article L. 141-4 du même code (b), de l'autre.

a. Le régime de l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier

656. **Ambigüité dans la rédaction de l'article L. 330-2.** L'article L. 330-2 dispose que : « *Les règles de fonctionnement, la convention-cadre ou la convention type régissant tout système mentionné à l'article L. 330-1 peuvent, lorsqu'ils organisent les relations entre plus de deux parties, exiger des établissements participant, directement ou indirectement, à un tel système des garanties constituées et susceptibles de réalisation conformément aux dispositions de l'article L. 211-38 ou l'affectation spéciale des valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent pour satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un tel système* ». Ce texte fait une distinction entre les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier d'une part, et la technique de l'affectation spéciale des valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent de l'autre qu'il réserve aux systèmes de place. La nature du régime d'affectation spéciale est ambiguë et l'intérêt même de son existence peut être remis en question. Nous avons démontré qu'il est difficile de trouver un fondement rationnel à cette disposition, que l'article L. 330-2 ne doit emporter qu'un régime unique de garantie, celui opérant par renvoi à l'article L. 211-38 et avons conclu qu'il fallait y voir, simplement, un défaut d'harmonisation des textes. De fait, la suppression pure et simple de cette disposition et le bénéfice de toute façon ouvert de l'article L. 211-38 devraient lever une ambiguïté inutile dans les textes. Ainsi, le régime à vocation générale de la garantie de l'article L. 211-38 devrait trouver à s'appliquer aux systèmes prévus à l'article L. 330-1.

657. **Une filiation commune.** Entre les garanties sectorielles et la garantie de l'article L. 211-38 existe une filiation commune et une proximité certaine qui font que l'absorption des garanties sectorielles par la garantie de l'article L. 211-38 ne devrait pas poser de problèmes de principe. Les garanties sectorielles, tout autant que la

garantie de l'article L. 211-38 découlent de dispositions européennes. La directive sur le caractère définitif du paiement avait eu pour effet l'introduction en droit français de la garantie aujourd'hui contenue à l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier. Le texte de l'article L. 330-2 est issu de la directive finalité. Son maintien en tant que régime de garantie spécifique n'a plus d'intérêt depuis l'entrée en vigueur de l'article L. 211-38. Il a été observé que « *la bulle protectrice constituée autour des systèmes de paiement poursuit néanmoins un objectif particulier qui est la protection contre le risque systémique propre aux systèmes de paiement. Cette protection recommande notamment que l'accès aux systèmes de paiement demeure limité à un nombre restreint de participants. C'est la raison pour laquelle [...] au terme de deux ans de travaux, la directive sur les garanties financières reprendra pratiquement toutes les dispositions de la directive finalité, en les "démocratisant" au-delà du cercle étroit des participants aux systèmes de paiement* »¹³⁶⁰.

b. Le régime de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier

658. L'article L. 141-4, relatif aux garanties constituées au profit des banques centrales nationales membres du système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne dans le cadre des systèmes de paiement a été modifié en 2005 pour renforcer l'immunité des garanties qu'il prévoit. L'alinéa 2 de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier, tel que modifié par ladite ordonnance prévoit « *l'opposabilité aux tiers et la mise en œuvre des droits des banques centrales nationales membres du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne sur les instruments financiers, effets, créances ou sommes d'argent nantis, cédés en propriété ou autrement constitués en garantie à leur profit ne sont pas affectées par l'ouverture des procédures prévues au livre VI du code de commerce ou toute procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ni par aucune procédure civile d'exécution prise sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, ni par l'exercice d'un droit d'opposition* ». Contrairement à l'article L. 330-2, la disposition contenue à l'article L. 141-4 ne comporte pas de renvoi à la garantie de l'article L. 211-38. Le régime de la garantie mise en place par ce texte n'est

¹³⁶⁰ M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », préc., p. 39.

pas rattaché à celui d'une sûreté nommée. Il est difficile de définir les contours de la garantie instituée par cet article lorsqu'il évoque « *l'affectation spéciale des valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent* ». Une référence à ce que l'ordonnance a voulu instituer comme régime général des garanties des obligations financières, c'est-à-dire, à la garantie de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, aurait permis de lever une ambiguïté inutile¹³⁶¹. Cela aurait ainsi permis au législateur tant à l'article L. 141-4 qu'à l'article L. 330-2, d'éviter des références à des formes de garanties dont les contours sont loin d'être clairs. Comme pour l'article L. 330-2, rien ne s'oppose à ce qu'un renvoi à l'article L. 211-38 soit effectué. Ceci présenterait l'avantage de donner un cadre clair à la garantie dont bénéficient les catégories visées par l'article L. 330-2.

2. L'absorption des garanties sectorielles

659. Points communs entre l'article L. 211-38 et les textes instituant des garanties sectorielles. Dans une construction unitaire, les garanties sectorielles n'auraient pas de raison d'être. Or il existe entre les garanties sectorielles et la garantie de l'article L. 211-38 une filiation commune et une proximité certaine dans les traits qui laissent croire que l'absorption des garanties sectorielles par la garantie de l'article L. 211-38 ne devrait pas poser de problèmes de principe. Parmi les principaux traits de la garantie de l'article L. 211-38, nous l'avons souligné, on peut citer le caractère globalisant et plural de cette garantie et son caractère dérogatoire. Or on retrouve ces deux traits tant dans le texte de l'article L. 141-4 que dans le texte de l'article L. 330-2. Si le caractère globalisant des articles L. 141-4 et L. 330-2 du Code monétaire et financier résulte de leur appui sur différentes formes de garantie, le caractère dérogatoire n'est pas moins présent, et l'article L. 141-4 présente la particularité, tout comme l'article L. 211-38, de permettre d'immuniser les nantissements contre les procédures collectives.

Eu égard à la généralité de la garantie de l'article L. 211-38, il conviendrait de se demander quel intérêt présente le maintien des textes instituant des garanties indépendamment de l'article L. 211-38, et notamment, les textes sectoriels. Il est en

¹³⁶¹ F. AUCKENTHALER, « Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », préc., p. 1807.

effet difficile de justifier l'existence de régimes séparés pour ces garanties, alors qu'il suffirait que ces textes renvoient au régime des garanties de l'article L. 211-38, au sein duquel les parties pourraient choisir la technique appropriée au gré de l'opération. Or, nous l'avons vu, la garantie que les textes sectoriels instituent peut être substituée par un renvoi à l'article L. 211-38 sans que la finalité poursuivie par les textes sectoriels n'en soit pour autant ébranlée. A droit constant, cela pourrait être fait d'une part, en conférant aux contrats de garantie financière, du point de vue des mécanismes de garantie, la possibilité de s'appuyer sur deux institutions, l'une basée sur le transfert de propriété et l'autre sur le nantissement, et, d'autre part, du point de vue de la portée du droit dérogatoire, en indiquant que le droit dérogatoire s'applique uniquement pour les activités de marché, mais pour toutes les activités de marché. Et, lorsque les besoins sectoriels impliqueront le recours à des garanties souples et efficaces telles que les contrats de garantie financière, un renvoi par le texte sectoriel à la garantie de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier devrait suffire, à l'instar de ce que fait actuellement l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier en matière d'opérations de règlement-livraison de titres.

SECTION 2 : LA GARANTIE ACTUELLE DE L'ARTICLE L. 211-38 DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER REVISITÉE

660. **Un réaménagement du dispositif.** L'approche retenue ne vise pas à rejeter le dispositif actuel, mais plutôt à l'adapter. Les garanties réelles financières, comme toutes les autres garanties réelles, ne devraient pas constamment faire l'objet de démultiplication et de créations de garanties nouvelles pour s'adapter à chaque situation. Il s'agit de moduler par l'aménagement de champs d'applications différents plutôt que par la création d'institutions qui se superposent, de réaménager la notion de contrats de garantie financière pour qu'elle puisse englober toutes les garanties sur actifs financiers. Cette garantie a les attributs d'une garantie de droit commun pour les marchés financiers. Elle pourrait être revisitée afin de jouer ce rôle. Son intérêt est, par ailleurs, de permettre des régimes à deux vitesses, pour les mêmes institutions ; en effet, un nantissement de compte titres reste un nantissement, qu'il bénéficie du régime dérogatoire ou pas. Il en est de même pour un transfert à titre de garantie.

661. **Une modification à droit constant pour ce qui est du régime.** Il convient de brosser les traits d'une notion de contrat de garantie financière qui permettrait la même flexibilité que le régime actuel de l'article L. 211-38, mais s'appuierait sur des concepts clairs. Une réorganisation de l'architecture des garanties réelles financières autour de la notion unitaire et globalisante de contrat de garantie financière n'emporte pas nécessairement modification du régime de chacune des garanties. La structuration autour de cette notion de contrat de garantie financière ne devrait pas porter préjudice aux différents types de garantie que nous avons identifiées par la locution « garanties réelles financières ». Ces garanties devront continuer à pouvoir remplir leurs objectifs propres. L'économie générale de ces garanties et leurs fonctionnalités resteraient alors inchangées. Les modifications suggérées ne portent pas sur le régime de la garantie, mais sur sa définition (§ 1) et la délimitation de son champ d'application (§ 2).

§ 1 Les aménagements de la garantie de l'article L. 211-38

662. Il convient d'examiner les traits structurels de la garantie unique (A), et de délimiter le champ des garanties sous-jacentes qui seraient éligibles au titre du régime particulier des contrats de garanties financières (B).

A. Les traits structurels de la garantie unique

663. Dans le rapport horizontal entre les différentes garanties réelles financières, le contrat de garantie financière jouerait le rôle d'une garantie de droit commun pour les relations interprofessionnelles (2). Dans le rapport vertical, le contrat de garantie financière étant une notion cadre, il se greffe à différentes formes de garanties sous-jacentes (1).

1. Un appui sur des garanties sous-jacentes

664. Aujourd'hui, le régime de greffe est le cœur, l'innovation et le moteur du dispositif de l'article L. 211-38. Pour le texte revisité de l'article L. 211-38, il convient d'étudier de la nature du rapport que l'institution-cadre entretient avec les garanties

sous-jacentes (a), avant de déterminer les garanties éligibles au titre du sous-jacent (b), et la portée de l'appui sur des garanties sous-jacentes (c).

a. Nature du rapport avec les garanties sous-jacentes

665. **Faut-il maintenir le dispositif actuel du « greffon » ?** La question préalable est celle de savoir si la garantie unique devrait être une sûreté réelle nouvelle, ou un régime qui vient se greffer sur une sûreté réelle connue, à l'instar de ce que propose l'article L. 211-38. La directive *Collateral* a voulu consacrer une garantie puissante pour des opérations spécifiques. Elle a donné l'exemple d'une garantie intégrée, plurale qui prend deux formes connues, une garantie translative de propriété et une sûreté (entendue comme une garantie non translative de propriété). Elle a toutefois laissé la liberté aux Etats de faire le choix entre une institution nouvelle du type greffon à la française, ou une nouvelle sûreté. Des pays comme le Luxembourg ou la Belgique sont allés loin en ne transposant pas un régime mais une nouvelle sûreté dans laquelle ils ont intégré le gage spécial sur avoirs financiers le transfert de propriété à titre de garantie et la mise en pension. Quelle que soit la pertinence des systèmes belgo-luxembourgeois, l'intention ici n'est pas de les transposer et de bouleverser l'économie du droit des garanties réelles financières en France. Il s'agit de parer aux lacunes que nous avons identifiées en droit français, sans avoir l'ambition de réformer le dispositif dans son ensemble. La notion que nous proposons n'est qu'une extension de la garantie actuelle de l'article L. 211-38 qui lui rend la dimension européenne qui lui a été amputée lors de la transposition de la directive *Collateral*.

666. **Une greffe sans incorporation des techniques.** A l'instar de la mécanique actuelle de l'article L. 211-38, les techniques de garanties sous-jacentes à la notion de contrat de garantie financière proposées seraient indépendantes de la notion de contrat de garantie financière elle-même. La garantie financière offrirait simplement un régime dérogatoire, qui viendrait se greffer sur la technique choisie. Mais le contrat de garantie financière n'en est pas pour autant une sûreté en soi, il reste un simple greffon, ce qui est le cas avec la garantie des obligations financières de l'article L. 211-38 actuel. Contrairement aux systèmes belge et luxembourgeois, la notion de contrat de garantie financière ne constituerait ainsi pas, en elle-même, une sûreté qui s'appuie sur des

notions sous-jacentes. Dans ces systèmes, la sûreté sous-jacente est une notion définie (un gage, un transfert de propriété ou une mise en pension) qui est le contrat de garantie financière lui-même. De fait, dans ces systèmes l'existence des techniques sous-jacentes ne peut être concevable en dehors des contrats de garanties financières. Il s'agit ainsi davantage d'une superposition ou d'une greffe, bien plus que d'une incorporation comme le font les droits belge et luxembourgeois. Du point de vue de l'institution, une telle approche n'est pas étrangère à celle que le législateur français a employée dans la rédaction de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier. Cet article, comme nous l'avons souligné, détermine certaines conditions quant aux obligations couvertes et aux parties au rapport de garantie, qui, lorsqu'elles sont réunies, ouvrent la voie à l'application d'un régime spécial dans son champ d'application et dérogatoire dans sa teneur. Comme dans une greffe, l'adjonction du greffon modifie le fonctionnement du corps qui reçoit la greffe. En termes juridiques, cette modification se traduit par une modification du régime juridique du contrat sous-jacent. Une des spécificités de cette garantie est qu'elle permet une flexibilité en deux dimensions. Dans une première dimension, au niveau de l'institution sur laquelle se greffe la garantie des obligations financières, le régime flexible de l'article L. 211-38 permet aux parties de choisir sur quelle forme de sûreté le régime des garanties des obligations va se greffer, et même au-delà des sûretés, de s'appliquer à toute remise en pleine propriété. Dans une seconde dimension, pour le régime du greffon cette fois-ci, l'article L. 211-38 permet un régime plus flexible lorsque la garantie est relative aux obligations financières mentionnées aux 2^e et 3^e de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier.

b. Les garanties éligibles au titre du sous-jacent

667. **Un champ d'application ouvert.** L'approche de l'indépendance des garanties sous-jacentes par rapport au régime que peuvent conférer les contrats de garanties financières, nous paraît préférable à celle des droits belge et luxembourgeois. L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, dans sa rédaction actuelle, offre l'avantage de flexibilité maximale quant aux garanties éligibles au titre des garanties des obligations financières. Comme il a été indiqué précédemment, toute sûreté et tout

transfert de propriété à titre de garantie y est éligible. La définition est ouverte et il est difficile d'établir une liste exhaustive des mécanismes qui y sont éligibles. Une précision pourrait néanmoins être introduite dans le texte pour lever l'imprécision de la référence aux remises en pleine propriété, ou à la constitution de sûreté. Nous avons eu l'occasion de le préciser précédemment, la distinction qu'opère cette formule est redondante et imprécise. Elle ne reflète pas l'état actuel du droit français. L'intention de cet article est probablement de permettre au plus grand nombre d'institutions de trouver à s'appliquer, toute sûreté et toute remise en pleine propriété, sans égard à des considérations de qualification.

668. **Le texte revisité.** Du point de vue de la pratique, les institutions actuelles fonctionnent sans difficultés majeures, ou du moins la jurisprudence et la doctrine n'en font pas état. Cependant, le désordre conceptuel et le caractère illisible constituent, sans doute, une entrave au développement d'une matière qui se veut internationale. Même des juristes de droit financier, en France, ont du mal à déchiffrer le dispositif des garanties réelles financières avec les différentes superpositions et les chevauchements des champs d'application. Cette confusion est du reste créatrice d'une insécurité juridique qui caractérise la faiblesse du dispositif actuel. Or, si tant d'initiatives juridiques ont été prises dans cette matière durant les dernières années, c'est bien pour lutter contre l'insécurité juridique, ce qui peut, du reste, paraître paradoxal au vu du désordre d'une matière placée sous le signe de lutte contre les risques. Le dispositif actuel est beaucoup trop décousu pour recevoir l'approbation du point de vue conceptuel. La multiplication des institutions combinées avec la superposition de plusieurs régimes est en effet porteuse de confusion¹³⁶². Afin de préserver la flexibilité voulue par l'article L. 211-38, tout en le rendant plus cohérent, l'élargissement dans le cadre de la notion que nous proposons devrait utiliser une terminologie qui permette au plus grand nombre d'institutions d'y être incluses. Pour ce faire, nous proposons de modifier légèrement le premier paragraphe de l'article L. 211-38 de sorte à ce qu'il puisse être rédigé comme suit :

A titre de garantie des obligations financières présentes ou futures mentionnées à l'article L. 211-36, les parties peuvent prévoir la constitution de sûretés sur des

¹³⁶² On pourrait rapprocher cette situation de celle de la multiplication des régimes de transfert de titres, entre les titres non cotés, les titres cotés et négociés sur un marché réglementés, et ceux cotés et négociés hors marché réglementé.

instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, y compris des remises en pleine propriété de tels biens, opposables aux tiers sans formalités¹³⁶³, réalisables, même lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par le livre VI du code de commerce, ou d'une procédure judiciaire ou amiable équivalente sur le fondement d'un droit étranger, ou d'une procédure civile d'exécution ou de l'exercice d'un droit d'opposition.

Les dettes et créances relatives à ces garanties et celles afférentes à ces obligations sont alors compensables conformément au I de l'article L. 211-36-1.

c. Portée de l'appui sur des garanties sous-jacentes

669. **Avantages de la superposition en matière de contrat de garantie financière.** La technique de superposition des régimes dans un même texte n'est pas isolée et on la rencontre également en matière de transfert de titres¹³⁶⁴, ou même de définition des titres. Ce système de greffe a pour principal intérêt une flexibilité plus importante. Il permet aux parties de choisir, parmi les différentes garanties, celle qui serait la plus appropriée compte tenu des données dont ils disposent : une forme de « garantie shopping », de même que l'actuel article L. 211-38, II du Code monétaire et financier offre un cadre juridique globalisant au sein duquel il appartiendrait aux parties de choisir la sûreté la plus convenable. Nous avons identifié précédemment une application de la tendance à la contractualisation du droit des sûretés réelles. Plus encore, on a pu constater que l'article L. 211-38, II du Code monétaire et financier « couvre l'essentiel de ce qui fait une sûreté, dans des termes particulièrement libéraux ». Et les auteurs en déduisent qu' « *il n'est donc pas impossible qu'il constitue*

¹³⁶³ Seule la partie du texte dont nous proposons l'adjonction est soulignée.

¹³⁶⁴ C'est ainsi que l'ordonnance du 24 juin 2004 a ajouté un alinéa 9 à l'article L. 228-1 du Code de commerce précisant qu' « *en cas de cession de valeurs mobilières admises aux négociations sur un marché réglementé ou de valeurs mobilières non admises aux négociations sur un marché réglementé mais inscrites en compte chez un intermédiaire habilité participant à un système de règlement-livraison mentionné à l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier, le transfert de propriété s'effectue dans les conditions prévues à l'article L. 431-2 de ce code. Dans les autres cas, le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur, dans les conditions fixées par décret en Conseil d'état* ». Notons que ce texte a par la suite été complété par le décret n° 2006-1566 du 11 décembre 2006 qui a précisé concernant les titres non admis sur un marché réglementé ou non inscrits en compte chez un intermédiaire habilité participant à un système de règlement-livraison, que « *l'inscription au compte de l'acheteur est faite à la date fixée par l'accord des parties et notifiée à la société émettrice* ».

une étape dans une évolution qui ferait passer le droit français, en matière mobilière, d'une collection de sûretés à régime légal prédéterminé à un système beaucoup plus souple, où il appartiendrait aux parties d'organiser leurs propres garanties à l'intérieur d'un cadre légal général »¹³⁶⁵. Un tel dispositif bénéficierait également au droit commun, qui pourrait garder en son sein et à disposition de toute personne, sans l'encombre des restrictions du droit spécial, des garanties flexibles tel que le nantissement de compte-titres. Cela n'empêche pas le droit spécial de se l'approprier en cas de besoin.

Le jeu du droit d'utilisation est par ailleurs une autre illustration de l'intérêt d'un régime complexe, que ce soit un régime du type de ce que la directive prône, un régime à deux étages, ou sur le modèle français, un régime de greffe. Le droit d'utilisation peut se greffer sur les formes diverses de nantissement pour améliorer la sécurité et la flexibilité qu'ils accordent aux créanciers bénéficiaires.

B. L'étendue du champ d'application de la garantie unique

670. Une telle approche en faveur de l'adaptation et l'élargissement de la notion actuelle de garantie des obligations financières ne devrait pas laisser subsister des garanties réelles financières en dehors du champ de la garantie cadre proposée. Il convient de rappeler le champ des opérations qu'on cherche à sécuriser (1), avant de s'interroger sur l'opportunité d'inclure des garanties sur actifs financiers non dérogatoires dans la garantie réelle financière unique (2).

1. Les opérations visées

671. **Une garantie pour les marchés principalement.** Les opérations que les garanties réelles financières cherchent à sécuriser sont les principalement les opérations de marché, telles que visées par les directives 1998/26/CE, 2002/47/CE et 2009/44/CE. Nous avons vu que la finalité des garanties réelles financières commande l'exorbitance des moyens. La finalité des garanties explique le caractère dérogatoire de leur

¹³⁶⁵ Introduction au dossier sur le thème « Les garanties financières », H. SYNDET (ss dir.), préc.

régime¹³⁶⁶. « *Il est essentiel de bien saisir la finalité des garanties financières car la prise en compte de cette finalité influe sur son régime juridique* »¹³⁶⁷. L'imbrication entre les différentes dettes rend la défaillance d'un opérateur préjudiciable à l'ensemble du marché. Nous avons évoqué le rôle déterminant que la lutte contre le risque systémique a joué dans la naissance du régime dérogatoire des garanties réelles financières. M. Praicheux souligne à cet effet « *la revendication par les banques, mais aussi les autorités de place et les investisseurs, d'un droit des sûretés dérogatoire au droit commun, applicable à la garantie de ces dettes spécifiques* »¹³⁶⁸. De fait, la matière est spécifique à certains opérateurs. La délimitation du champ d'application de la garantie se justifie compte tenu des finalités évoquées.

672. Une garantie pour les marchés interprofessionnels. Le rapport d'évaluation de la directive 2002/47/CE souligne le recours aux garanties financières sur des marchés aussi variés que les marchés de capitaux, les marchés du crédit interbancaire ou les systèmes de paiement. On peut ainsi lire dans ce rapport que « *les garanties sont de plus en plus utilisées pour tout type de transaction, et notamment sur les marchés des capitaux, pour la trésorerie et le financement bancaires, dans le cadre des systèmes de paiement et de compensation et pour les prêts bancaires en général. Elles prennent le plus souvent la forme d'espèces ou de valeurs mobilières* »¹³⁶⁹. A cet effet, il convient de remarquer que les anglo-saxons utilisent souvent pour désigner les garanties réelles financières dérogatoire, et notamment celles issues des directives européennes, l'expression « *financial collateral* », mais à laquelle ils adjoignent le descriptif « *on wholesale financial markets* ». Cette adjonction est d'une importance majeure. Elle signifie qu'il ne s'agit pas de n'importe quelles garanties sur actifs financiers, mais uniquement de celles prises sur les marchés de gros et non de détail. Cette précision a un impact tant sur la détermination des traits des garanties réelles financières que sur la détermination de leurs régimes juridiques.

Nous pensons que la traduction littérale ne rend pas compte de la nature de ces marchés et qu'il vaudrait mieux parler de marchés interprofessionnels. On peut ainsi y inclure les marchés suivants : les marchés financiers, les marchés interbancaires de

¹³⁶⁶ S. PRAICHEUX, « Sûretés financières », préc., n° 101, p. 21.

¹³⁶⁷ *Ibid.*

¹³⁶⁸ *Ibid.*

¹³⁶⁹ Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil, COM (2006) 833 final, *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, p. 3.

règlement et de livraison de titres, les relations entre des banques centrales entre elles et leurs relations avec la banque centrale européenne, ainsi que les opérations sur le marché international du crédit¹³⁷⁰. Les différentes directives européennes qui ont traité la matière, aussi bien que les instruments internationaux telle que la convention de La Haye, ont souligné le caractère interprofessionnel des opérations visées. L'adjonction de « *wholesale financial markets* » a été perdue dans la traduction, alors que le caractère interprofessionnel n'est pas toujours mis en évidence. Il s'agit pourtant d'un trait essentiel de la matière. Un trait déterminant, aussi bien de la structure que de la fonction. Dans la structure, ce trait permet une délimitation de la matière et justifie sa circonscription. Dans le régime, ce trait explique le caractère dérogatoire. Il convient dès lors de restituer à la matière sa cohérence à travers son association au domaine qui a justifié son existence.

2. La notion de contrats de garantie financière a-t-elle vocation à englober les garanties sur actifs financiers non dérogatoires ?

673. **Apport du droit comparé.** Quelles techniques du droit spécial des garanties sur actifs financiers rentreraient alors dans le champ d'application du contrat de garantie financière au niveau des techniques ? Faut-il alors inclure dans la définition revisitée du contrat de garanties financière le mécanisme du gage de compte-titres ? Ne serait-il pas plus approprié de maintenir cette institution indépendante, et, en tant que garantie à deux étages, permettre à la garantie financière de s'appuyer sur elle en lui imprégnant un régime plus efficace ? Là encore le droit comparé offre deux exemples intéressants. En droit belge comme en droit luxembourgeois, les contrats de garantie financière ne permettent pas à des garanties sur actifs financiers de se développer en dehors du champ de ces textes, sauf évidemment lorsque de telles garanties sont prises en application de dispositions de droit commun. Le droit belge centralise les contrats de garantie financière dans un seul texte, et sous une seule notion cadre de « sûreté financière », en mettant dans un même panier les garanties bénéficiant d'un régime dérogatoire et celles dont le régime reste davantage rattaché à un droit non dérogatoire

¹³⁷⁰ « *Collateral is used throughout the European Union in all types of transactions including capital markets, bank treasury and funding, payment and clearing systems and general bank lending* » : K. LOBER et E. KLIMA, « *The Implementation of Directive 2002/47 on financial Collateral Arrangements* », préc.

(le gage). A l'instar du droit belge, le droit luxembourgeois centralise les dispositions des garanties réelles financières dans un texte unique et sous une notion unique de contrat de garantie financière. Mais, contrairement au droit belge, le droit luxembourgeois procède à la généralisation du système dérogatoire, de sorte à étendre à toutes les formes de contrats de garantie financière, y compris le contrat de gage, un régime dérogatoire à portée très large.

674. Vocation de la directive à assurer la sécurité des opérations de marché.

La directive *Collateral*, à l'origine, visait à assurer la sécurité des opérations de marché. Ainsi que le souligne M. Praicheux, « *son langage et son régime en portent l'empreinte* »¹³⁷¹. La directive établit un régime *a minima*. Elle n'a pas exclu l'extension de son régime à des opérations autres que des opérations de marché. La transposition de la directive dans les différents Etats s'est dès lors effectuée avec des disparités importantes. Le champ du droit dérogatoire qu'elle établit a été étendu dans certains pays à différents types d'opérations, au premiers rang desquelles les opérations de crédit. Ces opérations peuvent rentrer dans le champ d'application du droit issu de la directive dans la majorité des Etats membres, à l'exception de l'Espagne. Les conditions de cette extension du champ d'application sont cependant très variables. Le Luxembourg a permis d'étendre le champ du droit dérogatoire pour couvrir le prêt bancaire à des sociétés commerciales de droit commun sans restrictions particulières. La France, plus réservée, a veillé à restreindre le champ d'application du droit issu de la directive à des opérations entre parties éligibles, des banques principalement.

675. Faut-il plaider pour une extension du champ d'application ? Faut-il pour autant plaider pour l'extension du champ d'application du droit dérogatoire de sorte à permettre à des opérations du type LBO de pleinement bénéficier de ses possibilités ? Un tel objectif pourrait être atteint soit par l'extension du domaine de l'article L. 211-38, soit par le réaménagement des garanties existantes tels que le nantissement de comptes titres ou la cession de créances, de manière à les faire bénéficier du même régime d'immunité que connaissent les contrats de garantie financière. Est-ce une bonne politique juridique que d'étendre le champ du dérogatoire ? Rappelons à ce titre que la philosophie qui a été à la base de l'adoption du régime dérogatoire vise

¹³⁷¹ S. PRAICHEUX, « La garantie financière, esquisse d'une sûreté européenne », préc.

principalement les marchés interprofessionnels « de gros » ce que la terminologie anglaise désigne par « *wholesale financial markets* »¹³⁷². A cet effet, en droit comparé, certains auteurs rappellent la raison d'être de la directive comme argument pour s'opposer à l'extension de son champ d'application. M. Keijser suggère de limiter le champ d'application de la directive *Collateral* aux seuls acteurs majeurs des marchés financiers¹³⁷³. Une telle position semble bien plus en ligne avec la philosophie du droit français que ne l'est la position anglaise¹³⁷⁴. Pour éviter le risque de *law shopping*, serait-il dès lors souhaitable d'étendre le champ d'application du droit dérogatoire ? Nous ne le pensons pas. Si le phénomène de *law shopping* appelle une réponse, une telle réponse devrait être trouvée dans un effort d'harmonisation des règles matérielles dans le marché interne des communautés européennes.

§ 2 Le nécessaire cantonnement du droit dérogatoire

676. Le caractère dérogatoire est l'élément fédérateur de la matière. Quelle que soit l'intensité qu'elles reçoivent ou les spécificités des textes qui les fondent, les garanties réelles financières se caractérisent par leurs régimes dérogatoires. Le caractère constitue le point d'ancrage dans le droit des marchés financiers. Le recours au droit dérogatoire pourrait cependant avoir des retombées négatives du fait de la généralisation des règles exorbitantes qu'elle entraînerait. A l'appui de la thèse de l'extension du champ du droit dérogatoire, on a ainsi pu invoquer, d'une part, les expériences d'extension en droit comparé, dans certains systèmes européens, dont les droits belge et luxembourgeois, et, d'autre part, le fait que les risques de faillite en chaîne et le risque systémique qui sont comme on l'a vu, les principaux arguments

¹³⁷² Comme le souligne M. Wood, la *ratio legis* de l'existence d'un régime dérogatoire est à chercher du côté des *wholesale financial markets* : « *As the corporate rescue statutes endeavour to rescue the business by keeping it together, the result is often also to curtail security interests. Since collateral is essential in financial markets and since freezes and other interferences would interfere with its validity and efficiency on insolvency, it became necessary to exempt collateral in wholesale markets in order to protect against systemic risks. Examples are the EU Settlement Finality Directive 1998 and the EU Financial Collateral Directive 2002, with corresponding statutes in the United States* » : Ph. WOOD, préc., n° 1-041, p. 23.

¹³⁷³ Th. KEIJSER, p. 367.

¹³⁷⁴ « *In general, financial collateral arrangements are more appropriate for bigger businesses. Some Member States may wish to limit the Directive's scope to bigger businesses, or even just financial institutions. However, the Directive's general rationale would seem to suggest that as many businesses as possible should benefit from its provisions* » : HM Treasury, *Implementation of the Directive on financial Collateral Arrangements*, juillet 2003, p. 41.

justifiant le recours aux mesures dérogatoires, existent non seulement dans le secteur bancaire mais dans d'autres secteurs de l'économie¹³⁷⁵. Mais les expériences belge et luxembourgeoise ont montré certaines limites et des frottements avec d'autres législations. Les spécificités intrinsèques du contexte de naissance et de développement des garanties réelles financières (A), d'une part, et les risques d'atteintes à l'effectivité d'autres corps de règles telles que les procédures collectives notamment, de l'autre (B), semblent dès lors militer pour la non-extension du champ d'application des règles dérogatoires.

A. Les risques d'atteintes aux principes commandant les procédures collectives que la généralisation des règles du droit dérogatoire peut entraîner

677. Quelle que soit la forme finale de la garantie adoptée, et même si le dispositif actuel est maintenu, les garanties réelles financières doivent faire l'objet d'un cantonnement strict. Ce cantonnement s'impose du fait, principalement, des atteintes substantielles au droit de procédures collectives qu'elles emportent. Or, si du point de vue juridique, la portée du traitement privilégié des créanciers se manifeste surtout par un traitement inégalitaire face aux procédures collectives (1), la portée du traitement privilégié des créanciers munis de sûretés dérogatoires sur l'échelle économique peut être dévastatrice (2).

1. Portée juridique du traitement privilégié des créanciers munis de sûretés dérogatoires

678. Les garanties dérogatoires emportent un renforcement des droits des créanciers munis de garanties réelles financières au détriment des autres créanciers et de la procédure (a). Elle heurte ainsi le principe d'égalité des créanciers comme limite à l'extension du champ d'application des garanties dérogatoires (b).

¹³⁷⁵ Ch. BOILLOT, « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : Exceptions ou contradiction ? », préc., p. 2747.

a. Le renforcement des droits des créanciers munis de garanties réelles financières au détriment des autres créanciers et de la procédure

679. **Les frottements avec le principe d'égalité de traitement des créanciers.** Il a été souligné en doctrine que les difficultés à établir une réglementation internationale des sûretés émanaient principalement de la finalité même de la sûreté qui porte en elle une exception au principe d'égalité de traitement des créanciers¹³⁷⁶. En effet, cette problématique est souvent évoquée dans le cadre du débat sur la sécurité que doit offrir la sûreté financière. La Commission l'a souligné dans l'évaluation de la directive *Collateral* à propos du considérant (16) de cette directive : « *La bonne pratique des marchés financiers, favorisée par les autorités de régulation, selon laquelle les opérateurs gèrent et limitent leur risque de crédit réciproque par des mécanismes de garantie financière complémentaire (top-up collateral), où le risque de crédit et la garantie financière sont mesurés sur la base de leur valeur de marché (mark-to-market), le créancier pouvant ensuite réclamer un complément ou restituer un éventuel excédent de garantie financière, devrait être préservée de certaines règles de nullité automatique. Il en va de même pour la possibilité de remplacer des actifs remis en garantie par d'autres actifs pour la même valeur. L'intention est simplement de veiller à ce que la constitution d'une garantie financière complémentaire ou de remplacement ne puisse être remise en question uniquement parce que les obligations financières couvertes existaient avant cette constitution ou parce que cette constitution est survenue au cours d'une période déterminée. Cela ne porte cependant pas atteinte à la possibilité de remettre en cause conformément au droit national le contrat de garantie financière, la constitution de la garantie initiale ou la constitution d'une garantie financière à titre complémentaire ou de remplacement, par exemple lorsque cela a été fait sciemment en vue de nuire aux autres créanciers (y compris les actions fondées sur la fraude ou des règles similaires en matière de nullité qui peuvent s'appliquer pendant une période déterminée)* ».

Le rapport d'évaluation de la directive *Collateral* souligne que « *le fait de réserver un traitement spécial aux contrats de garantie peut être jugé contraire au principe*

¹³⁷⁶ Ph. WOOD, préc., n° 1-001, p. 3.

général de l'égalité de traitement des créanciers dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité »¹³⁷⁷.

680. **Justification de l'entorse au droit des procédures collectives que le droit dérogatoire emporte.** *A contrario*, certains arguments pourraient plaider en faveur de l'entorse au droit des procédures collectives. Il a été argué que le sauvetage de l'entreprise, objectif affiché d'une telle procédure, pouvait entraîner, du fait des sacrifices des droits des créanciers, des difficultés pour d'autres créanciers¹³⁷⁸. C'est cette idée que souligne M. Robine en remarquant qu'« *en voulant sauver l'entreprise au détriment de ses créanciers, dans un objectif notamment de sauvegarde de l'emploi, on risque de provoquer la défaillance de ces derniers et donc d'accroître la perte d'emplois* »¹³⁷⁹.

b. Le principe d'égalité des créanciers : une limite à l'extension du champ d'application du régime dérogatoire

681. **La teneur du principe d'égalité des créanciers.** Il convient de souligner, d'emblée, le statut ambivalent et controversé de ce principe en droit positif¹³⁸⁰. Sous certains de ces aspects, le principe d'égalité est d'ailleurs consacré en jurisprudence comme étant d'ordre public interne et international¹³⁸¹. Le principe d'égalité des

¹³⁷⁷ *Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, p. 9.

¹³⁷⁸ « *L'équilibre entre le cadre juridique pour les garanties financières et la législation sur l'insolvabilité est une question particulièrement délicate. Alors que les Ministres des finances souhaitent promouvoir le recours aux garanties financières pour rendre le marché des capitaux plus liquides, les Ministres de la Justice craignent que les règles de l'article 9 qui désactivent certaines dispositions en matière d'insolvabilité, ne profitent qu'aux preneurs de garantie et excluent les autres créances en cas d'insolvabilité d'une entreprise. La mise en place d'un marché des capitaux intégrés et le large degré de consensus recueilli par la proposition tente d'indiquer qu'il devrait être possible de parvenir à un accord entre le Parlement européen et le Conseil sans tarder. Il est donc proposé d'avancer la date limite de transposition de la directive d'un an et de la fixer au 31 décembre 2003. La commission économique a adopté une vingtaine d'amendements qui précisent les aspects techniques et accentuent la portée de la directive dans le sens mentionné ci-dessus* » : Contrats de garantie financière, F. PEREZ ROYO (PSE, E), Proposition de directive du PE et du Conseil concernant les contrats de garantie financière.

¹³⁷⁹ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, préc., n° 10, p. 10.

¹³⁸⁰ Les arrêts qui l'invoquent ne lui confèrent pas tous la même portée. Tantôt, ils visent une égalité globale entre tous les créanciers ; tantôt le principe a une portée plus restreinte et ne concerne alors que les chirographaires.

¹³⁸¹ Les principes de l'arrêt des poursuites individuelles des créanciers, de dessaisissement du débiteur et d'interruption des poursuites, illustration de l'égalité des créanciers, ont été consacrés en jurisprudence comme étant à la fois d'ordre public interne et international. A propos de la suspension des poursuites, Cass. 1^{re} civ. 8 mars 1988, *Bull. civ. I*, n° 65 ; D. 1989, jur., p. 577, note J. ROBERT ; *Rev. arb.* 1989, p.

créanciers découle du droit de gage général des créanciers sur le patrimoine de leur débiteur, posé par l'article 2093 du code civil, qui instaure une égalité relative, puisqu'il autorise le classement selon les privilèges¹³⁸². Il est étroitement lié au caractère collectif de la procédure, et l'on peut y rattacher les dispositions tendant à assurer une discipline commune de fonctionnement de la faillite. Mais on peut aussi voir des applications, dans les mesures tendant à reconstituer l'actif du débiteur en faillite, gage commun des créanciers, comme les nullités de la période suspecte, ou dans celles tendant à l'apurement du passif, où un ordre de paiement s'impose.

682. **Un conflit de normes.** L'opposition que mettent en jeu les garanties réelles financières révèle un conflit de normes qui met en contradiction deux ordres publics. Il y aurait ainsi, comme l'évoque M. Daigre, « [l'ordre public] *des procédures collectives, qui relèvent assurément d'un ordre public de direction, d'une part, et celui de la sécurité des marchés financiers, d'autre part, que la compensation financière permet d'assurer, et qui se rattache également à l'ordre public économique* »¹³⁸³. Comme il a été indiqué précédemment, les sûretés traditionnelles n'étant pas en mesure de permettre de faire face à ces risques, la pratique a recouru à d'autres techniques. Or, du fait du caractère d'ordre public des procédures collectives, il était impératif que toute dérogation y soit portée expressément par un texte législatif¹³⁸⁴.

Si le fait d'écarter des mesures d'ordre public relève d'une logique de droit dérogatoire qui n'emporte pas nécessairement l'adhésion, le fait pour les règles d'ordre public relatives aux procédures collectives d'avoir été écartées en faveur d'autres règles d'ordre public serait-il de nature à donner plus de légitimité au procédé ? Les conflits

473 ; 15 févr. 1991, *Bull. civ. I*, n° 44 ; *Rev. arb.* 1991, p. 625. A propos d'une ordonnance qui refuse d'octroyer l'exequatur, V. TGI Paris, 2 févr. 1996, *Rev. arb.* 1998, p. 577. Sur le respect de l'égalité des créanciers, Cass. 1^{re} civ., 4 févr. 1992, *Bull. civ. I*, n° 38 ; *D.* 1992, jur., p. 181, note G. CAS ; *Rev. arb.* 1992, p. 663.

¹³⁸² C'est la position de M. POLLAUD-DULIAN, « Le principe d'égalité dans les procédures collectives », *JCP* 1998, I 138, mais aussi celle de M. VASSEUR et celle de F. DERRIDA, « Le crédit et le droit des procédures collectives », in *Etudes offertes à René Rodière*, Dalloz, 1981, p. 67 ; *contra*, M. CABRILLAC, « Les ambiguïtés de l'égalité entre les créanciers », in *Mélanges en l'honneur de A. Breton et F. Derrida*, Dalloz, 1991, note 4, p. 36. Pour une consécration récente du principe d'égalité des créanciers sous le visa de l'art. 2093 C. civ. et consacrant une égalité relative des créanciers, V. Cass. com., 10 déc. 2002, *D.* 2003, AJ p. 134, obs. A. LIENHARD.

¹³⁸³ V. J.-J. DAIGRE, « Le domaine matériel de la compensation des dettes et créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers », préc. et Ch. BOILLOT, « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : Exceptions ou contradiction ? », préc., p. 2748.

¹³⁸⁴ D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties des garanties réelles », préc. V. également, D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 558, p. 312.

de norme ne sont pas chose rare en droit, mais la spécificité ici est d'opposer deux normes d'ordre public. L'opposition au sein de l'ordre public économique entre l'ordre public auquel se rattachent les procédures collectives et l'ordre public gouvernant le fonctionnement des marchés financiers, et qui voient ce dernier l'emporter, constitue sans doute un trait caractéristique qu'on retrouve tant dans les garanties de l'article L. 211-38 que dans les autres garanties réelles financières. C'est sans doute là une caractéristique de plus qui joue un rôle fédérateur de la catégorie des garanties réelles financières.

2. Portée économique du traitement privilégié des créanciers munis de sûretés dérogatoires

683. **Les garanties réelles financières, une entrave au sauvetage de l'entreprise.** Le revers de l'immunité exorbitante reconnue aux garanties réelles financières consiste dans le risque de vider la procédure collective de sa substance. On l'a souligné plus haut, les créanciers non munis de garanties réelles financières ou de « super-privilèges » s'en trouveraient lésés. Mais le revers de ce régime dérogatoire pourrait être encore plus négatif pour l'objectif même de certaines procédures qui visent au sauvetage de l'entreprise. Ainsi, le paiement privilégié des créanciers munis de garanties réelles financières, nonobstant l'ouverture d'une procédure de sauvetage ou de redressement, risque de rendre inutile le recours à de telles procédures. La problématique n'est pas propre au droit français. Certains systèmes ont consacré une extension du champ de la règle d'exception, offrant aux sûretés prises sous l'empire de leurs droits une immunité absolue, ce qui a contribué à l'attrait de leurs places respectives (droits belge et luxembourgeois surtout) allant dans le sens de la généralisation de l'exception. Ceci leur a permis de préserver une unité de la règle de droit plutôt que de voir cohabiter plusieurs corps de règles. Mais comment une telle extension du champ de l'exception se justifierait-elle ? Cela reviendrait donc à faire bénéficier tout créancier muni d'une sûreté sur actifs financiers du régime dérogatoire, offrant à sa créance un traitement privilégié. Le préjudice porté aux droits des créanciers munis de sûretés de droit commun est dès lors évident et n'a pas besoin d'être démontré.

Evoquant l'harmonisation dans le traitement des créanciers par la loi belge sur les sûretés financières, M. Hürner déplore la généralisation du procédé d'immunisation des sûretés financières contre les procédures collectives pour inclure même la procédure concordataire. L'auteur observe ainsi que « *cette harmonisation ambitieuse devrait toutefois à notre avis tenir compte de certains impératifs que nous jugeons supérieurs, tel la préservation du succès d'une procédure concordataire. Sur ce point, nous déplorons à nouveau que, par contraste, le législateur se soit montré si hardi à balayer d'un revers de main certaines dispositions cardinales de la loi, pourtant déjà tant décriée, relative au concordat judiciaire* »¹³⁸⁵.

684. Prive d'effets la procédure instituant des créances/créanciers de l'ex-article 40. Le débiteur en redressement bénéficie, du fait de l'article L. 621-32 du Code de commerce¹³⁸⁶, d'un meilleur accès au crédit¹³⁸⁷, sans lequel ses chances d'obtenir un financement, et par conséquent, de réussir le redressement, sont quasi nulles¹³⁸⁸. Ainsi, en pratique, la protection de ceux qui concourent au redressement de l'entreprise se trouverait ainsi affaiblie du fait de l'emploi de garanties dérogoires. Même si la portée macro-économique de cette mesure devrait être relativisée, du fait du champ d'application *ratione personae* limité des garanties réelles financières, le caractère dérogoire des garanties réelles financières pourrait contribuer cependant à la propagation des défaillances.

685. Création d'un droit de classes. L'atteinte portée au principe d'égalité des créanciers trouve son fondement dans l'activité du créancier. Cela porte non seulement une atteinte au principe d'égalité, chose qui n'est somme toute pas fait rare. Toutefois, la particularité en matière de garanties réelles financières réside dans le fait que le principe d'égalité soit écarté au nom du type d'activité et, indirectement, du secteur d'activité des bénéficiaires : « *la jurisprudence sur la fongibilité s'applique surtout dans le secteur pharmaceutique, et bénéficie en premier lieu à ces professionnels, ça n'est là que pure coïncidence. Cela ne résulte pas d'une démarche juridique animée*

¹³⁸⁵ Th. HURNER, « Aspects controversés des sûretés et privilèges financiers », *Droit bancaire et financier* [revue belge] 2008, 1.

¹³⁸⁶ M. JEANTIN et P. Le CANNU, *Instruments de crédit et paiement des entreprises en difficultés*, Dalloz, 1999, n° 570.

¹³⁸⁷ Ch. BOILLOT, préc., p. 2747.

¹³⁸⁸ Il convient de relever également, une hypothèse bien plus rare, mais possible, où le crédit proviendrait des cocontractants, qui peuvent avoir un intérêt à continuer à traiter avec le débiteur.

*par le souci de préserver les intérêts d'une catégorie de créancier*¹³⁸⁹. La portée du principe d'égalité et, de fait, sa légitimité, qui repose sur sa neutralité, s'en trouvent ébranlées. »¹³⁹⁰

La matière, même dans ses origines, est le produit des grands acteurs des places financières, d'aucuns diront, des groupes de « *lobbyistes, de grandes banques d'investissement* »¹³⁹¹. Elle nous offre l'exemple d'un droit de classe qui, comme l'observait Josserand : « *de facilités et de privilèges qui constituent, dans leur ensemble, tout un statut spécial, tout un droit professionnel, un droit de classe, le droit commercial, dans lequel pullulent quantité d'institutions plus ou moins exorbitantes du droit commun : la révision des baux commerciaux et la réduction des loyers ; une action en réduction pour cause de lésion ; la réglementation des "billets de fonds" ; et ce droit singulier à qui l'on a décerné le nom plus singulier encore de "propriété commerciale" et qui se résume, en définitive, dans un cadeau offert aux commerçants, par le législateur, avec l'argent des propriétaires fonciers...* »¹³⁹².

L'évolution du droit n'est en somme qu'une progression dans l'échelle de la spécialisation, où le droit des marchés financiers contribue simplement à avancer d'une strate dans cette échelle. Au droit commun du Code civil, le droit des commerçants du Code de commerce était l'exception que dénonçait Josserand. A ce droit d'exception du Code de commerce, le droit des marchés financiers offre une nouvelle strate dans la spécialisation et le degré d'exception à travers les garanties réelles financières. Sous prétexte que la matière a besoin d'une sécurité maximale, on crée donc un droit super-privilégié, qui profite à une catégorie spécifique d'acteurs de l'économie. Ce domaine crée donc ses propres règles, réservées à quelques-uns. Pour ceux-là, le risque doit être réduit au maximum, et la sécurité poussée à son zénith. Dans ce domaine plus

¹³⁸⁹ Cass. com., 5 mars 2002, *Bull. civ. IV*, n° 48 ; *D.* 2002, AJ p. 1139, obs. A. LIENHARD ; 13 nov. 2002, *Actualités du droit des procédures collectives*, n° 1/2003, n° 8. La preuve de la fongibilité suffit à permettre la revendication. La Cour de cassation donne une grande efficacité à la clause de réserve de propriété, adoptant une conception compréhensive de la fongibilité. L'article L. 621-22 du Code de commerce attribue au revendiquant la propriété des biens qui sont entre les mains de l'acheteur dès lors que ceux-ci sont de même espèce et de même qualité que ceux qu'il a livrés sans que puisse être opposée l'absence d'identité entre les biens revendiqués et les biens vendus.

¹³⁹⁰ Ch. BOILLOT, préc.

¹³⁹¹ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., spéc. p. 83.

¹³⁹² L. JOSSERAND, « Sur la reconstitution d'un droit de classe », *D.* 2004, n° spécial Bicentenaire du Code civil, p. 3.

qu'ailleurs, la garantie précède le crédit¹³⁹³. Ce constat rejoint une observation formulée par Mme Frison-Roche, qui soulignait l'atteinte au caractère collectif des procédures collectives, qui n'est qu'une conséquence encore de l'inégalité des créanciers munis de garanties entre eux. Pour Mme Frison-Roche il existe une diversité des intérêts collectifs au sein de l'intérêt collectif des créanciers. L'auteur ajoute que « nous passons d'une conception de l'intérêt collectif abstraite et unitaire (l'intérêt collectif est commun à tous les créanciers, puisqu'ils ont la qualité abstraite de créancier), à une conception de l'intérêt collectif concrète et diverse (l'intérêt collectif n'est pas commun à tous les créanciers, car ils ne sont pas en position égale de recouvrer leurs créances) »¹³⁹⁴.

B. Spécificités de la *ratio legis* des règles dérogatoires

686. La réponse à la possibilité d'une extension du droit dérogatoire commence par l'étude des fondements de ce droit. L'examen du rôle joué par la spécificité des garanties réelles financières, tant du point de vue de leur structure (1) que du point de vue de leurs objectifs (2), nous paraît essentiel pour comprendre la spécificité du champ du droit dérogatoire.

1. La finalité des garanties réelles financières, un fondement pour le droit dérogatoire

687. **Le caractère dérogatoire : une réponse aux besoins des marchés.** Le régime dérogatoire dont bénéficient les garanties réelles financières leur a été assorti en raison des besoins qui leur sont spécifiques, dont précisément les risques spécifiques que courent les acteurs de marchés. La doctrine a d'ailleurs relevé une ambiguïté dans le rapport aigre-doux entre l'objectif des garanties sur les marchés et celui du droit commun des procédures collectives : « *comme le droit commun des procédures collectives, la sécurisation des marchés financiers a pour objectif d'empêcher la*

¹³⁹³ La formule est empruntée à M. Théry. L'auteur après avoir rappelé la formule « on ne prête qu'aux riches », observe que « *dans la psychologie du créancier, la garantie vient avant la créance* » : Ph. THERY, « La différenciation du particulier et du professionnel : un aspect de l'évolution du droit des sûretés », *Droit et patrimoine* n° 92, 2001, p. 53.

¹³⁹⁴ M.-A. FRISON-ROCHE, « Le caractère collectif des procédures collectives », *RJ com.* 1996, p. 293, n° 18.

*survenance de défaillances. Toutefois, ces deux types de mesures se séparent et s'opposent lorsque le droit commun tente de réaliser cet objectif par le sacrifice des créanciers que les marchés entendent justement protéger »*¹³⁹⁵.

Le caractère dérogatoire se trouve ainsi être la conséquence directe des besoins propre à la matière. Une logique « conséquentialiste » qui condamne le champ d'application du droit des garanties réelles financières à rester confiné. Le régime de ces garanties est ainsi conditionné par la spécificité des risques et des objectifs poursuivis. Serait-il dès lors opportun d'étendre leur champ d'application ? La matière des garanties réelles financières se distingue des garanties sur actifs financiers qui, tout en relevant de la logique d'un droit spécial, ne présentent pas de caractère dérogatoire. Contrairement à un droit des sûretés sur actifs financiers qui ne peut avoir les attributs d'un droit dérogatoire du fait de sa généralité, le droit des garanties sur actifs financiers s'autorise le recours à un régime dérogatoire, du fait de ses propres limites et de son ancrage dans le droit des marchés financiers. Le caractère triplement spécial joue incontestablement un rôle dans la définition des limites du droit dérogatoire, mais ce rôle pourrait n'être que secondaire comparé à la primauté des objectifs des garanties financières qui fonde la philosophie même du régime dérogatoire qui leur est reconnu. Cette triple délimitation, contrebalance du droit dérogatoire, participe désormais de la définition même de la garantie.

688. Argument tiré de la spécificité des objectifs que les garanties réelles financières poursuivent. On l'a vu dans la deuxième partie de cette étude, l'efficacité des sûretés se mesure à l'aune du droit des procédures collectives. Cependant, entre les sûretés de droit commun et les sûretés réelles financières, il est une différence fondamentale du point de vue du rôle économique. Si le droit dérogatoire trouve une justification, c'est bien dans la nature des risques en présence. La raison de l'existence d'un régime dérogatoire est propre au droit financier, elle réside principalement dans la protection du marché lui-même contre, notamment, le risque systémique¹³⁹⁶. La

¹³⁹⁵ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, LGDJ, 2003, n° 23, p. 20.

¹³⁹⁶ « *As the corporate rescue statutes endeavour to rescue the business by keeping it together, the result is often also to curtail security interests. Since collateral is essential in financial markets and since freezes and other interferences would interfere with its validity and efficiency on insolvency, it became necessary to exempt collateral in wholesale markets in order to protect against systemic risks. Examples are the EU Settlement Finality Directive 1998 and the EU Financial Collateral Directive 2002, with corresponding statutes in the United States* » : Ph. WOOD, préc., n° 1-041, p. 23

différence de traitement entre les créanciers bénéficiant de sûretés spéciales sur actifs financiers et les créanciers titulaires de sûretés de droit commun trouve sa justification dans le but de lutte contre le risque systémique poursuivi par les sûretés spéciales sur actifs financiers. En effet, au-delà de leur fonction immédiate de protection contre le risque de contrepartie, les sûretés spéciales sur actifs financiers poursuivent l'objectif de prémunir les marchés – mais également au-delà du strict cadre des marchés financiers – des risques de propagation des défaillances en chaîne, connu sous l'appellation de risque systémique. La France a ainsi limité le champ d'application des mesures dérogatoires que comporte le régime des garanties financières tel que prescrit par la directive *Collateral* à certaines personnes. La justification qui en est donnée est principalement celle de ne pas vider le droit des procédures collectives de sa substance. Cette idée a été soulignée dans les réponses données par la France au questionnaire de la Commission européenne mis en place dans le cadre de la procédure d'évaluation de la directive *Collateral*¹³⁹⁷. Cependant, l'argument, aussi pertinent qu'il soit, ne suffit pas à notre sens pour justifier une telle entorse aux principes du droit des procédures collectives en particulier, y compris, l'inégalité de traitement qui en résulte entre créanciers munis de sûretés financières et les autres.

689. Thèse en faveur de l'extension du champ d'application du droit dérogatoire. « *L'ordonnance du 24 février 2005, le législateur a remis en cause cette exclusion. Dès lors, les opérations sur les marchés d'instruments financiers, et en particulier les contrats à terme conclus avec une personne physique peuvent être garantis par la sûreté de l'article L. 431-7, pour autant que l'autre partie au contrat soit "éligible". Cette initiative du législateur doit être saluée. En effet, d'une part, la considération du risque systémique constitue, comme nous l'avons vu, l'un des fondements de l'édition de la directive n° 2002/47/CE du 6 juin 2002. Or, les personnes physiques peuvent également contribuer au développement d'un tel risque. D'autre part et surtout, nombre d'entrepreneurs n'ayant pas constitué de société*

¹³⁹⁷ Ainsi à la question 10 du questionnaire de la Commission, portant sur l'existence d'éventuels impacts négatifs de l'adoption de la directive *Collateral*, la France a répondu (le texte de la réponse n'est pas disponible en langue française): « *It results from theoretical discussions with colleagues from other EU countries, that the non exercise of the opt-out concerning ordinary corporates in most EU Countries has lead in practice to the neutralization of insolvency law in these countries, which has probably not been perceived as such when elaborating the Directive. That is the reason why France has made this opt-out* ».

(agriculteurs en particulier) réalisent quotidiennement des opérations sur les marchés à terme de marchandises. Or, il est utile pour les prestataires de services d'investissement de se protéger contre les risques de leur défaillance en bénéficiant des mêmes protections que s'il s'agissait de personnes morales »¹³⁹⁸. En d'autres termes, en dehors de ces risques, le droit dérogatoire ne devrait pas être accepté. Mais quid lorsque ces risques dépassent le domaine des opérations financières ? Du point de vue du débiteur, le droit des procédures collectives tend, on le sait, à le protéger en organisant la satisfaction des créanciers de manière à lui laisser une chance de survie, que ce soit par la voie de la sauvegarde ou du redressement. Et, que l'on soit ou non sur les marchés financiers, cette logique reste la même. Cependant, la perspective est différente du point de vue du créancier. En effet, si la sûreté est en général prise pour protéger les intérêts du créancier, la sûreté financière présente la particularité, ainsi que nous l'avons souligné, d'être prise non seulement pour protéger le créancier, mais aussi, pour prévenir un risque systémique. Son rôle dépasse largement le simple intérêt du créancier, pour devenir l'expression d'un intérêt commun des acteurs d'une place, d'un corps professionnel dans son ensemble. Et, si les sûretés sont, de manière générale, considérées être l'apanage des prêteurs, en général, des professionnels du crédit, les sûretés financières sont alors de l'intérêt de l'ensemble des acteurs financiers, dont principalement, la contrepartie directe, le membre adhérent à la chambre de compensation exposé, la chambre de compensation elle-même et l'entreprise de marché. C'est donc l'intérêt de la communauté financière qui commande le régime de la sûreté financière face aux procédures collectives du constituant ou d'un intermédiaire. Serait-il dès lors souhaitable que les règles mises en place pour cette communauté d'acteurs aux besoins bien spécifiques puisse être transposée en droit commun ? Autrement dit, la mise en échec de l'intérêt du droit du constituant en difficulté à se voir donner une chance, que commande la logique des marchés financiers et la peur du risque systémique, se justifie-t-elle encore en l'absence d'un tel risque ? La réponse du droit français sur ce point est négative et nous y adhérons. Le droit français a suivi la voie du compromis à différents égards. Le projet de ratification de l'ordonnance du 24 février 2005 met l'accent sur cette approche du compromis, en

¹³⁹⁸ S. PRAICHEUX, « Instruments financiers à terme », préc., n° 129, p. 39.

évoquant la « solution intermédiaire » retenue par l'ordonnance¹³⁹⁹. Faut-il dès lors remettre en cause la délimitation du champ du dérogatoire que le législateur français a tracée ?

2. Le droit dérogatoire a-t-il vocation à être généralisé ?

690. Le caractère contestable de la consécration d'un droit orienté (1) pave le chemin pour répondre par la négative à cette interrogation (2).

a. Une approche contestable : le droit orienté

691. **Un droit à finalité.** Du point de vue de la finalité, les mesures à caractère dérogatoire consacrées en matière de garanties réelles financières visent à assurer une double protection : contre le risque de contrepartie et contre le risque systémique. « *Les dispositifs spécifiques adoptés permettent de se prémunir contre les cas de défaillance d'un intervenant sur le marché bancaire ou financier, afin d'éviter les risques systémiques de faillites en chaîne, puisque, dans le secteur bancaire et financier, les avoirs des différents intervenants sont étroitement imbriqués. La défaillance d'un intervenant peut provoquer celle de son cocontractant et celle des créanciers de ce dernier, menaçant ainsi de porter atteinte au marché dans son ensemble. Le recours à ces formes de sûretés aménagées pour le secteur bancaire et financier permet aussi de limiter la dette potentielle de ces établissements, et donc de réduire le montant des fonds propres requis. Ceux-ci représentent une lourde charge financière et obèrent considérablement leur compétitivité* »¹⁴⁰⁰. Oppetit estime que « *le résultat le plus favorable pour l'intéressé légitime par lui-même le rattachement législatif qui permet de l'obtenir* »¹⁴⁰¹. La règle proposée par la convention de La Haye, qui laisse un choix large aux parties, assorti de la recherche de l'intermédiaire pertinent, est un exemple de règle orientée, le but ultime étant de répondre au mieux au besoin de prévisibilité des parties. Si les règles mises en place par les directives 98/26/CE et 2002/47/CE sont

¹³⁹⁹ Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, p. 5.

¹⁴⁰⁰ Ch. BOILLOT, préc., p. 2741.

¹⁴⁰¹ B. OPPETIT, *Philosophie du droit*, préc., n° 90, p. 108.

modifiées pour adopter le même critère dit « PRIMA », ceci signifierait une faveur en droit positif à cette orientation qui chercherait à protéger les parties, aux dépens des tiers dont la sécurité est considérée comme favorisée par la règle de conflit actuelle, dite « PRACA ». Cette approche n'est toutefois pas sans emporter certains risques. Les dangers de l'utilitarisme, en droit international privé, ont été soulignés par le Professeur Lequette qui estime que « *l'attention portée à la satisfaction d'intérêts immédiats entraîne la méconnaissance de valeurs auxquelles ces intérêts paraissent pourtant naturellement subordonnés* »¹⁴⁰².

692. **Les garanties réelles financières, un instrument de politique juridique.**

Si, du point de vue technique, la question est celle de délimiter les champs d'application entre des textes qui se chevauchent (articles L. 440-7 et L. 211-38 du Code monétaire financier principalement) ou entre des domaines matériels non définis, du point de vue de la politique juridique, la question relèvera de l'orientation économique que le législateur entend donner. Au-delà de la question technique, les choix législatifs participent de questions de politique législative et prennent une dimension plus importante lorsqu'ils sont placés dans le contexte de concurrence de places. Un jeu d'équilibre législatif se dessine entre l'amélioration de la compétitivité d'une part, et la protection de la neutralité de la règle de droit de l'autre. La matière est un reflet de choix éminemment politiques¹⁴⁰³ et permet de réguler l'économie financière, au même titre que ce que permettent le droit des sûretés et le droit des procédures collectives dans les autres branches du droit du crédit. De fait, l'équilibre de la matière ne manque pas d'osciller au gré des préférences du législateur. Les choix peuvent être contestés. Ainsi, un ensemble de questions peuvent ouvrir le débat sur d'interminables discussions : le recours au droit spécial est-il la meilleure manière d'empêcher la survenance des défaillances ? Cette interrogation en cache une autre : en choisissant l'une des deux voies opposées, il convient de se demander quelles défaillances l'on empêche, et quelles défaillances l'on risque d'entraîner indirectement. « *Comme le droit commun des procédures collectives, la sécurisation des marchés financiers a pour objectif d'empêcher la survenance de défaillances. Toutefois, ces deux types de mesures se séparent et s'opposent lorsque le droit commun tente de*

¹⁴⁰² Y. LEQUETTE, « Le droit international privé de la famille à l'épreuve des conventions internationales », *Acad. dr. int., Rec. des cours*, t. 246 (1994-II), p. 12, spéc. p. 33, 43 et s.

¹⁴⁰³ V. H. SYNDET, « Le nantissement de meubles incorporels », préc., spéc. p. 67.

réaliser cet objectif par le sacrifice des créanciers que les marchés entendent justement protéger »¹⁴⁰⁴. La force des appétits catégoriels et l'absence de consensus social sur une hiérarchie des valeurs ont conduit à des solutions incertaines et parfois contradictoires.

b. Le droit dérogatoire impropre à la généralisation

693. **La volonté de limiter le droit dérogatoire à certaines opérations.** Est-il souhaitable de généraliser le droit dérogatoire ? Il convient de rappeler que les travaux préparatoires de la directive *Collateral* ainsi que ceux de la convention de La Haye ont vu des propositions visant à instituer un seuil bilantaire discriminant qui permette de limiter le bénéfice du régime dérogatoire aux grandes entreprises. Ainsi, la proposition de directive évoquait l'idée d'ouvrir son champ d'application à toute personne disposant d'un bilan supérieur à 100 millions d'euros¹⁴⁰⁵. Monsieur Vauplane remarque à cet effet que lors des discussions préparatoires de la directive *Collateral*, « *il y avait en effet débat sur l'ouverture des avantages prévus par la directive aux entreprises industrielles et commerciales. On sait que c'est à la suite des conséquences sociales de la faillite de Moulinex que le gouvernement français a exprimé fortement son désaccord pour adopter le projet de directive et que fut ainsi introduit l'"opt out" »*¹⁴⁰⁶.

694. **Préserver la neutralité de la règle de droit.** A force de multiplication des régimes dérogatoires, non seulement le droit se défait en un ensemble chaotique de normes sans organisation dont la connaissance est réservée aux seuls initiés, mais il devient également le reflet de fractures qui s'approfondissent. La règle de droit finit par perdre sa généralité et de sa neutralité. En effet, si le dérogatoire se définit en référence à une règle générale, la multiplication des applications dérogatoires risque d'entamer la généralité de la règle. Le général est alors réduit à un ensemble de dispositions

¹⁴⁰⁴ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse préc., n° 23, p. 20.

¹⁴⁰⁵ V. la position du rapporteur de la directive auprès du Parlement européen M. Fernando Pérez Royo, qui s'oppose à l'idée de restreindre son champ d'application *ratione personae*. Il observe qu'une telle mesure serait de nature à exclure un grand nombre d'entreprises du bénéfice de la directive, notamment des petites et moyennes entreprises, ce qui n'est pas souhaitable, en particulier à un moment où l'on cherche à favoriser l'accès de telles entreprises au crédit : V. document PE 3040709.

¹⁴⁰⁶ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., n° 16, p. 84.

désuètes¹⁴⁰⁷ ou, au mieux, de second rang, la règle de référence est alors perdue. Les risques d'abus deviennent alors manifestes, il suffit de songer à ce que peut être un droit écrit par les associations professionnelles – et on le voit indirectement dans certains domaines¹⁴⁰⁸ –, un droit de l'environnement écrit par les industriels, un droit de l'urbanisme écrit par les promoteurs immobiliers, un droit rural écrit par les propriétaires fonciers, un droit de la consommation écrit par les acteurs de la grande distribution, ou un droit bancaire et financier écrit par les banquiers, etc. Rappelons simplement ce que M. Vauplane soulevait à propos des experts ayant participé à la réflexion de la Commission européenne lors des travaux préparatoires de la directive *Collateral*, qui « *provenaient essentiellement du milieu des banques d'investissement,*

¹⁴⁰⁷ V. au sujet du rapport des règles désuètes avec leur ineffectivité, J. CARBONNIER, *Flexible droit, Pour une sociologie du droit sans rigueur*, 10^e éd., LGDJ, 2001, p. 140.

¹⁴⁰⁸ M. Bézard observe que les textes en matière économique et financière sont établis « *à la suite d'un tête-à-tête entre organismes de contrôle et associations professionnelles* » : P. BEZARD, « Le nouveau visage du juge économique et financier », in *Mélanges en l'honneur d'Alain Sayag*, Litec, 1997, p. 147, spéc. p. 163. La tendance peut être observée au niveau de l'élaboration des règles nationales mais encore avec plus d'éclat au niveau des règles européennes. On voit déjà l'œuvre des groupes de pression à Bruxelles, en amont de l'adoption de certains textes. Ce type de pratiques transparaît davantage dans le sillage de l'adoption de directives touchant des domaines médiatisés ou politisés. De telles directives portent alors les stigmates des corps professionnels qui ont été à l'origine de leur adoption. Le grief qui peut être formulé à cet effet, est que le passage des organismes professionnels par Bruxelles permet une entourloupe qui pourrait avoir pour effet d'écarter les représentants nationaux de l'élaboration des règles de droit pour lesquelles des discussions dans les parlements nationaux ne seraient sans doute, ni malvenues, ni inutiles. La question est certes plus vaste que le propos de cette étude, mais la matière des garanties réelles financières est, à notre sens, une illustration de cette problématique. Nous soulignons d'ailleurs en particulier le propos de M. Crocq qui a observé au sujet de la directive *Collateral*, qu'elle a marqué « *la première immixtion du droit communautaire au sein du droit français des sûretés* » (P. CROCQ, « Droit des sûretés », *D.* 2005, chron. p. 2078). L'absence de débats lors de la transposition et la faible marge que les textes européens laissent aux autorités nationales de transposition viennent par ailleurs renforcer le climat de défiance. Il en est ainsi, particulièrement lorsque la transposition se fait par voie d'ordonnance, ce que souligne M. Bonneau en s'interrogeant si le rôle du Parlement français était réduit à celui d'une chambre d'enregistrement (Th. BONNEAU, « Mort par overdose », préc.). Notons toutefois, qu'il ne faut au demeurant pas oublier que tout débat n'a pas pour autant été écludé puisque les élus européens sont supposés avoir pris part à l'élaboration de ces textes en amont. Par ailleurs, la directive *Collateral* qui a été adoptée conformément à la procédure de l'article 251 du Traité. Notons toutefois qu'une nuance additionnelle à ce propos s'impose, puisque même lors de l'adoption des textes nationaux relatifs à des questions présentant une certaine technicité, les débats n'ont pas toujours été au rendez-vous, ainsi que le soulignait M. Dominique Bureau au sujet de l'article 102 de la loi n° 96-507 du 2 juill. 1996 qui a fait passer le droit des sûretés du nantissement de valeurs mobilières au nantissement de compte d'instruments financiers. L'auteur relate en effet les points suivants : « *Face à l'ampleur de la réforme annoncée, on pouvait s'attendre à des débats parlementaires à la mesure de cette révolution conceptuelle. La vérité oblige à dire qu'il n'en fut rien. Après lecture de cet amendement, la parole fut en effet offerte au ministre délégué au Budget qui, après des propos paraissant l'excuser du caractère très technique des dispositions concernées, en présenta rapidement la substance. Sollicité de présenter son avis, le rapporteur de la Commission des finances sur le projet de loi ne put que rester "pantois et admiratif" et s'exprima ensuite dans les termes suivants : "Le gouvernement a certainement une bonne raison de présenter ces amendements très techniques, mais je ne peux commenter leur rédaction ardue pour laquelle je m'en remets à lui"* » (D. BUREAU, « L'art législatif sur le vif. A propos du nantissement de compte d'instruments financiers », *D.* 1997, chron. p. 73).

peu du milieu de la conservation des titres et pas du tout du monde de la gestion »¹⁴⁰⁹, en rajoutant que les « *experts d'origine américaine étaient surreprésentés* »¹⁴¹⁰, ce qui pour l'auteur a pu conduire à une dérive au profit du lobby des banques d'investissement. Le reproche ne porte pas tant sur la spécialisation et la privatisation de la fonction normative de la loi au profit des banques¹⁴¹¹, mais plutôt sur une sectorialisation et un éclatement de la règle normative, qui, dans son principe, pourrait ainsi se poursuivre de strate en strate jusqu'à l'infini. Il en résulterait une démultiplication de dispositions spéciales, dérogatoires et spécifiques, jusqu'à ce que chaque micro-situation juridique jouisse d'une norme qui lui est propre. Un triomphe du pointillisme catégoriel sur la ligne claire juridique, la victoire du réflexe directif sur l'esprit des lois. La multiplicité du dérogatoire entraînera un florilège de cloisons entre catégories de lois, parfois concurrentes voire contradictoires, là où l'énoncé du droit commun ne supposerait qu'un tronc commun pouvant se répartir en déclinaisons multiples.

La force de la règle de droit qui réside dans sa neutralité devrait être préservée par la prise en compte des intérêts contradictoires, dans un savant équilibre. Un droit écrit par des corporations ne peut ni servir ni garantir cette neutralité. Citant Ripert¹⁴¹², Jossierand observait au sujet de l'éclatement de la règle générale, dans un article réédité à l'occasion de la célébration du bicentenaire du Code civil, que « *de toutes parts surgissent ou resurgissent des catégories sociales qui sont, non pas toujours, mais le plus souvent, des catégories professionnelles et qui suscitent autant de catégories juridiques, régies par des statuts appropriés ; d'où une dispersion, une fragmentation du droit qui s'oppose de plus en plus vigoureusement à la conception unitaire de notre Code civil ; le droit commun découpé en tranches, fait place à une série de droits spécialisés ; un travail de stratification s'opère qui superpose des couches juridiques correspondant aux diverses classes sociales ou professionnelles ; un droit de classe supplante le droit unitaire, en sorte que, contrairement à la règle fondamentale posée*

¹⁴⁰⁹ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., n° 13, p. 84.

¹⁴¹⁰ *Ibid.*

¹⁴¹¹ Il convient de rappeler le constat réaliste du Professeur Synvet qui observe que « *l'expérience enseigne que certaines administrations sont plus sensibles que d'autres* », « Le nantissement des meubles incorporels », in « Rapport "Grimaldi" : pour une réforme globale des sûretés », *Droit et patrimoine* n° 140, sept. 2005, p. 66.

¹⁴¹² G. RIPERT, *Le régime démocratique et le droit civil moderne*, 1936.

par l'art. 6 de la Déclaration des droits de l'homme, la loi a véritablement cessé d'être la même pour tous »¹⁴¹³.

On pourrait arguer qu'il n'y a pas d'intérêts contradictoires ici, puisque les intervenants appartiendraient tous à des corps professionnels du secteur bancaire et financier. De surcroît, le droit des garanties réelles financières, dans sa teneur, présente un fort degré de technicité¹⁴¹⁴ et, dans sa portée, vise à réguler des rapports entre professionnels principalement. Il peut dès lors être légitimement soutenu que les organisations professionnelles, les institutions bancaires et les principaux acteurs des marchés financiers, qui sont les destinataires finaux de la réglementation en question, soient consultés, voire même qu'ils soient étroitement associés à l'élaboration et l'adoption de textes qui régissent cette matière¹⁴¹⁵. On a vu avec l'élaboration de la directive *Collateral* et des règles de droit international privé de la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire, que la prépondérance du rôle des organisations professionnelles a imprégné les textes adoptés. Il est vrai que dans un domaine à forte connotation technique, il n'est ni rare ni choquant que les professionnels portent à la connaissance des législateurs nationaux¹⁴¹⁶, ou du législateur européen, leurs besoins et visions de règles nouvelles. Il est souvent souligné, dans les matières techniques et évolutives, en particulier, que le droit a un temps de retard par rapport à la technique¹⁴¹⁷, qu'elle soit financière, économique ou autre. Le droit a, de fait, besoin de l'éclairage des techniciens dans de telles situations. Un préalable serait alors de savoir s'il faut distinguer selon que le droit bancaire et

¹⁴¹³ L. JOSSERAND, « Sur la reconstitution d'un droit de classe », préc., p. 3.

¹⁴¹⁴ Bruno Oppetit observe au sujet des règles dans lesquelles le législateur choisit d'estomper les concepts juridiques derrière des standards purement économique, en privilégiant les objectifs économiques, que « *le législateur économique n'est plus un législateur juridique* », B. OPPETIT, préc., n° 87, p. 106.

¹⁴¹⁵ On peut lire dans la proposition de directive ayant abouti au texte de la directive *Collateral*, sous le paragraphe « Historique », que « *depuis le début des années 1990, un certain nombre d'organisations professionnelles attirent l'attention sur l'insécurité juridique dans laquelle se trouvent les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur valeurs mobilières, les banques centrales et les opérateurs des marchés financiers* » : Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les contrats de garantie financière, Bruxelles, le 27 mars 2001, COM(2001) 168 final, 2001/0086 (COD), p. 2.

¹⁴¹⁶ Rappelons à cet effet la délégation de pouvoir au profit des autorités de régulation et des autorités de marché, qui a été identifiée comme renforçant le rôle des professionnels dans l'élaboration du droit des marchés financiers : N. RONTCHEVSKY, J.-P. STORCK, et M. STORCK, « Le réalisme du droit des marchés financiers », préc., spéc. p. 430.

¹⁴¹⁷ V. à ce titre, H. SYNDET, « Introduction » au dossier intitulé « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », préc., p. 24, où le professeur Synvet s'interroge « *le droit financier n'est-il pas en retard d'une guerre ?* »

financier traite des questions spécifiques à des rapports interprofessionnels ou selon qu'il édicte des dispositions générales dont la portée dépasse le champ des rapports techniques et interprofessionnels. Dans la première hypothèse, l'implication, et même le concours de la plume des professionnels, ne constitueraient vraisemblablement pas une intrusion dans la sphère réservée du législateur. De la sorte, le concours, ou du moins l'influence dans le droit dérogatoire serait bienvenue pour la préservation de la compétitivité de l'économie et l'essor des places financières nationales ou européennes. La nuance pousse à la réflexion quant au tracé de la frontière de l'intrusion professionnelle dans l'œuvre régaliennne. Est-ce vraiment le cas dans notre matière ? Le droit des garanties réelles financières pourrait sembler, à première vue, ne mettre en compte que des rapports entre professionnels de la banque et de la finance, en revanche par sa portée, ce droit dépasse largement cette sphère, ne serait-ce que du fait des inégalités de traitement qu'il instaure en faveur des créanciers bénéficiant de garanties réelles financières¹⁴¹⁸, une exception importante à la règle, fondatrice, de l'article 2323 du Code civil.

S'il est tout à fait normal que les organisations professionnelles jouent pleinement leur rôle d'intermédiaire avec l'autorité régaliennne et qu'elles œuvrent à faire prévaloir les intérêts des corps qu'elles représentent, il ne revient néanmoins pas à ces organisations de veiller à la cohérence des règles de droit¹⁴¹⁹. C'est là que réside le grief principal : le risque de voir la règle de droit, éclatée, devenir « *la mesure de la puissance de chacun* »¹⁴²⁰. D'autant plus que, dans une matière où l'on a souligné le

¹⁴¹⁸ Notons avec M. Théry que le phénomène de « professionnalisation » du droit des sûretés réelles n'est pas nouveau, et ne relève pas seulement du droit des marchés financiers. L'auteur cite pour exemple de la professionnalisation la reconnaissance du rôle prépondérant des prêteurs professionnels en 1971 à travers la consécration de l'autonomie du privilège de prêteur de deniers par rapport au privilège de vendeur : Ph. THERY, « La différenciation du particulier et du professionnel : un aspect de l'évolution du droit des sûretés », préc. On ne se trouve visiblement pas dans un domaine éloigné : le droit du crédit est le fil commun avec les garanties réelles financières.

¹⁴¹⁹ Le besoin de cohérence dans la législation financière est souligné par les travaux préparatoires de la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière qui en fait un de ses principaux objectifs. V. notamment le rapport du Sénateur Philippe Marini, au nom de la commission des finances, n° 703 (2009-2010), sur le projet de loi de régulation bancaire et financière, du 14 septembre 2010, disponible sur le site : www.senat.fr.

¹⁴²⁰ La formule est de Jossierand, chez qui on peut lire par ailleurs : « *Ce déchaînement des appétits professionnels, ce combat pour le droit, où la victoire sera assurée à la classe la mieux armée, la plus nombreuse et, par suite, la plus influente, ne sera pas précisément un gage d'harmonie entre les hommes ni de tranquillité sociale ; le duel qui se poursuit entre la propriété foncière, défavorisée par son caractère statique, et la propriété dite commerciale, forte de son dynamisme, illustre depuis quelques années cette vérité et ce péril ; plus que jamais, le droit appartiendra au plus fort ; suivant la définition qu'en donnait un philosophe allemand, il sera vraiment « la mesure de la puissance de chacun », plus*

« *primat politique donné à la sécurité des transactions* », on a pu voir un certain dogmatisme sous-jacent au système prôné par la directive *Collateral*¹⁴²¹.

695. Conclusion du chapitre : le dérogoire et la dialectique plus générale entre des tendances contradictoires Deux tendances, *a priori* contradictoires, se dessinent pour le droit des garanties sur actifs financiers : la première tendance consiste à promouvoir un droit commun rénové et renforcé, qui puisse, malgré sa généralité, offrir des réponses à des questions pointues. Une telle tendance s'inscrit dans la voie initiée par la réforme du droit des sûretés. Cette voie qui est celle également prônée par les travaux des auteurs du projet de révision du droit des obligations. Une telle tendance relève davantage d'un mouvement de résistance. L'autre tendance, dans un rôle conquérant, est celle de la mondialisation du droit¹⁴²². Elle est portée par deux vecteurs : l'influence du droit anglo-américain d'une part, et une « sectorialisation » du droit du fait notamment de l'implication importante des acteurs économiques dans la mise en place de la règle de droit, d'autre part. La mondialisation s'observe dans les sources de la règle, aussi bien que dans sa mise en œuvre.

Paradoxalement, la crise financière qui vient de secouer particulièrement les économies des pays industrialisés a appuyé le mouvement de mondialisation au lieu de donner lieu à une remise en question de cette tendance¹⁴²³. C'est dire combien cette tendance est irrésistible et qu'elle relève, il faut hélas s'y résigner, du cours normal des choses. La résistance n'est-elle pas vaine dans ce cas ? Certes, le propos s'éloigne ainsi du simple droit des sûretés, surtout que la réforme du droit des sûretés portée par l'ordonnance du 23 mars 2006 a été l'occasion de confirmer l'attachement au droit commun et à sa modernisation. Elle a cependant, en creux, laissé se développer les

exactement de chaque profession, de chaque classe », L. JOSSERAND, « Sur la reconstitution d'un droit de classe », préc., p. 5.

¹⁴²¹ Citons MM. T'Kint et Deijcke, qui observent à propos du choix pris par le législateur européen d'assurer, sans ambages, la sécurité des transactions financières, que « *l'hypothèse de la pertinence économique de ce choix n'est pas absurde. Elle n'a cependant pas la force de l'évidence. Or le législateur européen, s'il a soumis la Directive à une nécessaire évaluation pour le 27 décembre 2006 au plus tard, a insisté surtout sur quelques aspects techniques et non sur la pertinence même du système mis en place. Cette approche pourrait s'interpréter comme l'indice d'un certain dogmatisme en la matière* » : F. T'KINT, W. DERIJCKE, « La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », préc., spéc. p. 57.

¹⁴²² V. sur ce thème : Ph. MARINI, « 57 propositions pour un nouvel ordre financier mondial », Rapport d'information n° 59 (2009-2010), fait au nom de la commission des finances, déposé le 21 octobre 2009 ; Y. PACLOT, « Vers une régulation financière mondiale », préc.

¹⁴²³ *Ibid.*

régimes dérogatoires, prouvant ainsi que la direction prise par notre droit reste inchangée. En outre, elle a échoué à rapatrier un certain nombre de sûretés spéciales dans le Code civil, confirmant ainsi le caractère éclaté du droit des sûretés tant dans la forme que dans le fond. Commencer par regrouper et délimiter les garanties réelles dérogatoires autour de dispositions claires ne serait dès lors qu'une étape dans cette entreprise, l'étape suivante devant être l'interrogation, avec Mme Grégoire, sur la place qui reste pour un droit commun « *cohérent, rationnel et simple* »¹⁴²⁴. Encore faut-il qu'il puisse, dans sa simplicité, et tout en préservant sa cohérence, répondre rationnellement aux attentes de chacun. C'est peut-être là la force du système américain du Code de commerce uniforme (UCC), qui, pour les sûretés mobilières, prévoit une forme générale de garantie, le *security interest*, pouvant prendre des aspects différents : une sorte de pluralité au sein d'une unité de la règle, qui préserverait la généralité de la règle¹⁴²⁵ tout en la dotant de flexibilité¹⁴²⁶. Il ne s'agit pas de prendre parti pour ou contre l'acculturation, – on serait alors en retard d'une guerre –, il s'agit encore moins de prendre parti pour ou contre les règles du Code de commerce uniforme, mais, simplement, de se prononcer sur une question technique, en commençant par chercher la cohérence là où elle a été perdue. La réponse serait peut-être dans la règle qui, à l'origine, a inspiré notre législateur.

¹⁴²⁴ *Ibid.* V. également sur la problématique de la place du droit commun et de son adaptation aux besoins économiques, l'interview de M. Pierre Catala, dans le sillage du projet de réforme du droit des obligations, portant refonte du livre troisième, titre III et IV du Code civil, « Il est temps de rendre au Code civil son rôle de droit commun des contrats », *JCP E* 2005, I 170, p. 1739. Par ailleurs sur le remodelage du droit des contrats, et l'inclusion dans le droit des contrats du Code civil, de règles spécifiques, V. D. MAZEAUD, « Rapport de synthèse », in « Quel droit européen pour l'Union européenne ? », *RDC* 2009, p. 397 ; « Une nouvelle rhapsodie doctrinale pour une réforme du droit des contrats », *D.* 2009, p. 1364 ; J. BEGUIN, « Veille, Rapport sur la réforme du droit des contrats élaboré par un groupe de travail de l'Académie des sciences morales et politiques », *JCP G* 2008, act. 727 ; P. ANCEL, « Points de vue convergents sur le projet de réforme du droit des contrats », *JCP G* 2008, I 213 ; Ph. MALAURIE, « Petite note sur le projet de réforme du droit des contrats », *JCP G* 2008, I 204 ; M. FABRE-MAGNAN, « Réforme du droit des contrats : "Un très bon projet" », *JCP G* 2008, I 199 ; R. CABRILLAC, « Le projet de réforme du droit des contrats. - Premières impressions », *JCP G* 2008, I 190.

¹⁴²⁵ V. la critique de la dégénérescence des lois par Bruno Oppetit qui remarque à propos des textes dits de convenance, qu'ils sont « *trop nombreux, trop changeants pour avoir valeur de règle générale et durable* » : B. OPPETIT, *Philosophie du droit*, préc., n° 78, p. 100.

¹⁴²⁶ Nous constatons à ce titre, avec le Professeur Bruyneel, qu'il n'est pas impossible pour le droit commun de se prêter à une géométrie variable : A. BRUYNEEL, « Droit bancaire et financier *versus* droit commun ? », préc., p. 36.

CONCLUSION DU TITRE

696. **Les limites à l'approche pragmatique.** La pratique nous enseigne que le pragmatisme s'arrête dès lors que la sécurité est en jeu. On s'est posé la question de savoir si c'était le cas dans les garanties réelles financières. En effet, la prévisibilité n'est-elle pas en cause lorsque les domaines des garanties se chevauchent ou lorsque le bénéfice de certaines règles destinées à conférer une meilleure prévisibilité et une meilleure sécurité ne s'étend pas à toutes les garanties auxquelles de telles règles sont destinées ? Il est évident que la sécurité juridique joue un rôle essentiel dans la mise en place d'un cadre attractif dans la compétition internationale¹⁴²⁷. A travers les chevauchements entre les textes, les champs d'application flous, les approximations terminologiques, le manque d'harmonie avec les législations issues de la directive *Collateral*, nous espérons avoir démontré que la sécurité est en cause dans la multiplication des régimes spéciaux de garanties réelles financières. Le droit est loin d'être immuable¹⁴²⁸, et l'adaptation de la règle de droit fait partie de son existence. Carbonnier considère que l'évolutionnisme du droit est un acquis, par hypothèse¹⁴²⁹. Une construction rationnelle pour les garanties réelles financières est possible, ce que nous avons tenté de démontrer dans ce titre. Elle confirmerait que « *les sûretés réelles obéissent à une alternance de multiplication-destruction* »¹⁴³⁰.

¹⁴²⁷ V. M. TISON, « *Competing for Legal Certainty : The Regime of Dematerialised Securities in Belgian Law* », préc. : « *The Belgian legal regime concerning dematerialised securities is illustrative of the importance of legal certainty for creating a sound framework to attract business in the field of securities custody and settlement* ».

¹⁴²⁸ L'adaptation des garanties réelles et leur évolution ont déjà été soulignées par M. Michel CABRILLAC, *La protection du créancier dans les sûretés mobilières conventionnelles sans dépossession*, Montpellier, 1954, préf. BECQUE. V. également, Th. BONNEAU, « Valeurs mobilières et titres financiers en droit français », préc.

¹⁴²⁹ Carbonnier cite le livre d'Henri Lévy-Bruhl consacré à la sociologie juridique, et souligne que l'auteur plaçait sous le patronage d'Héraclite l'affirmation de principe que toutes règles de droit ont un caractère essentiellement provisoire et relatif : J. CARBONNIER, *Flexible droit, Pour une sociologie du droit sans rigueur*, préc., p. 12.

¹⁴³⁰ Ph. MALAURIE et L. AYNES, *Les sûretés - La publicité foncière*, préc., p. 167, n° 407.

CONCLUSION DE LA III^E PARTIE

697. **Les garanties réelles financières sont des notions-cadres porteuses d'efficacité aux régimes des sûretés.** Les garanties réelles financières ne sont pas des sûretés en tant que telles. Elles procurent un parapluie de sécurité et de flexibilité qui vient se greffer sur des garanties nommées (nantissement de compte-titres, fiducie-sûreté, nantissement de créance, etc.) ou des créations de la pratique (gage-espèces) composent à la fois l'approche et l'objectif des garanties réelles financières dont le siège commun est le Code monétaire et financier. Le Code monétaire et financier, à travers les régimes-cadres, tire les conséquences de l'insuffisante sécurité que procurent les régimes des sûretés tant de droit commun que de droit spécial. Le constat de faiblesse de la sécurité procurée par les sûretés réelles rend l'existence des régimes des garanties réelles financières vitale pour les opérateurs de marchés. Il n'est que d'examiner les failles dans la sécurité procurée par le régime de la fiducie-sûreté de droit commun¹⁴³¹, pourtant décriée pour avoir mis à mal le sauvetage des entreprises¹⁴³², pour se rendre compte de la force des garanties réelles financières même par rapport à la plus efficace des garanties de droit commun.

C'est la marque du Code monétaire et financier d'organiser non seulement des régimes de sûretés réelles, tels que les nantissements de créances « Dailly », les nantissements de compte-titres ou les pensions livrées, mais surtout d'organiser des régimes-cadres, des supra-sûretés, des parapluies que toute sûreté du Code monétaire et financier ou du droit commun, ou même des techniques génériques, peuvent emprunter lorsqu'elles remplissent des conditions tenant à la nature de l'opération et/ou à la qualité des parties et/ou aux actifs affectés en garantie. Des régimes qui permettent aux sûretés de fonctionner même quand rien ne va plus, pour le compte de créanciers que l'ont veut infaillibles.

698. **La réunion des garanties réelles financières en une notion.** L'identité d'objectifs et de moyens permet de penser qu'il n'existe pas d'obstacles majeurs dans

¹⁴³¹ Ph. DUPICHOT, « L'efficacité économique du droit des sûretés réelles », préc.

¹⁴³² K. LUCIANO, « Fiducie-sûreté et plan de cession », préc.

la philosophie et le régime de chacune des garanties réelles financières à ce qu'elles soient réunies en une seule notion.

Nous avons démontré qu'il n'existait pas d'obstacles conceptuels ou fonctionnels qui empêcheraient de construire une notion de garantie financière unique autour de laquelle s'organise le droit des garanties sur actifs financiers¹⁴³³. L'intérêt d'une telle construction réside dans l'apport de cohérence au système des garanties réelles dans le Code monétaire et financier. La réunion de ces différents régimes dérogatoires serait porteuse d'une simplification considérable et d'une meilleure lisibilité pour les garanties réelles du Code monétaire et financier. Une telle entreprise simplifierait et clarifierait la structure de ces garanties. Elle est en harmonie avec une conception française de la légistique qui fait prévaloir la qualité de la règle de droit et sa cohérence¹⁴³⁴, sans être en opposition avec la logique anlo-saxonne qui privilégie l'efficacité de la règle, et qui rappelons-le, est à l'origine de la mise en place de la plupart des garanties réelles financières.

¹⁴³³ Le Professeur Le Tourneau évoquait « un *intelligentia juris*, un droit désordonné et sans harmonie » : V. Ph. LE TOURNEAU, *La règle nemo auditur*, thèse, préf. P. RAYNAUD, LGDJ, 1970, § 6, p. 5.

¹⁴³⁴ V. sur ce thème, C. KLEITZ, « L'art de la légistique, Entretien avec Karine Gilberg », *Gaz. Pal.* 7 janvier 2010 n° 7, p. 8.

CONCLUSION GÉNÉRALE

699. **Mesures post-crise et multiplication des régimes spéciaux.** Le droit dérogatoire semble avoir de beaux jours devant lui. Les crises financières récentes ont souligné les limites du dispositif de la résiliation-compensation et à travers lui du droit dérogatoire. Il s'en est suivi un certain nombre d'initiatives par les acteurs de la finance mondiale, visant à améliorer l'efficacité de leurs garanties ainsi que celle des mécanismes de résiliation-compensation. La crise a ainsi été un vecteur de démultiplication des régimes dérogatoires. On a pu assister à la multiplication du nombre de *master netting agreements*, conventions qui permettent la compensation entre plusieurs conventions-cadres. Au nombre des initiatives prises également, celle de l'ISDA qui a publié en février 2009 le « *ISDA Close-Out Amount Protocol* » qui permet aux parties à des conventions qui ont été mises en place à des époques où les données économiques étaient différentes d'adopter un mécanisme de valorisation plus adapté en cas de résiliation¹⁴³⁵.

Le long de ce travail nous avons constaté que ce droit spécial concerne exclusivement les rapports de professionnels entre eux. Même dans ses origines, ce domaine, comme vient l'attester la directive *Collateral*, pierre angulaire de l'édifice, est le produit des grands acteurs des places financières, d'aucuns diront, des groupes de « *lobbyistes, de grandes banques d'investissement* »¹⁴³⁶. La matière nous offre l'exemple d'un droit de classe, qui vient confirmer l'actualité de l'observation de Jossierand à propos du commerçant : « [il bénéficie] *de facilités et de privilèges qui constituent, dans leur ensemble, tout un statut spécial, tout un droit professionnel, un droit de classe, le droit commercial, dans lequel pullulent quantité d'institutions plus ou moins exorbitantes du droit commun : la révision des baux commerciaux et la réduction des loyers ; une action en réduction pour cause de lésion ; la réglementation des "billets de fonds" ; et ce droit singulier à qui l'on a décerné le nom plus singulier encore de "propriété commerciale" et qui se résume, en définitive, dans un cadeau*

¹⁴³⁵ V. sur ces points, l'étude de M. H. EKUE, « Lehman Brothers : contrepartie dans des opérations sur produits dérivés », préc.

¹⁴³⁶ H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », préc., spéc. p. 83.

*offert aux commerçants, par le législateur, avec l'argent des propriétaires fonciers... »*¹⁴³⁷.

700. **Une catégorie : les garanties réelles dérogatoires du Code monétaire et financier.** En 1999, le Professeur Legeais regrettait l'absence de construction d'ensemble de ce qui était alors un droit des garanties sur instruments financiers¹⁴³⁸. Mme Frison-Roche et M. Jokey relevaient auparavant, que « *le droit est très malhabile à penser, classer et manier l'incorporel* »¹⁴³⁹. Et, avant eux, M. Viandier soulignait déjà l'absence de ligne de synthèse, regrettant l'assemblage de normes techniques et parcellaires, sans principes directeurs, du droit financier¹⁴⁴⁰. Dans notre matière, il convient de souligner qu'au sein du droit spécial, non restreint et non dérogatoire, qu'est le droit des actifs financiers, il est possible d'isoler un agrégat cohérent qui forme un droit spécial réservé et dérogatoire correspondant aux garanties réelles financières. Si la matière est réputée trop évolutive pour se prêter aisément à une catégorisation figée dans des moules juridiques préétablis, il reste en revanche possible d'en organiser certains éléments en constructions logiques, serait-ce au prix d'une fiction conceptuelle consistant à isoler et organiser les parties, les sous-catégories de la matière, avant même d'avoir réussi à rationaliser voire à définir le tout, la matière elle-même.

Ainsi, à l'interrogation initiale qui consistait à savoir s'il était possible d'évoquer au sein du droit spécial des garanties sur actifs financiers une catégorie triplement spéciale dans sa définition et dotée d'un régime dérogatoire, nous avons répondu par l'affirmative. La ligne de démarcation au sein des sûretés réelles se serait déplacée, elle ne distinguerait plus le droit commun du droit spécial, mais au sein de ce droit spécial, distinguerait les régimes non dérogatoires des régimes dérogatoires et réservés à certains secteurs. Cette dernière catégorie souffre cependant de confusion et de manque de construction dans son domaine et sa définition. Oppetit, citant Max Weber, rappelait que « *la rationalisation du droit génère certes un droit formel, obéissant uniquement à la logique juridique, mais aussi un droit matériel, né d'impératifs de nature utilitaire,*

¹⁴³⁷ L. JOSSERAND, « Sur la reconstitution d'un droit de classe », préc., p. 3.

¹⁴³⁸ D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », préc., p. 366.

¹⁴³⁹ M.-A. FRISON-ROCHE et M. JOKEY, « Pourquoi existe-t-il encore des titres au porteur ? », *JCP E* 1994, I 344, n° 4.

¹⁴⁴⁰ A. VIANDIER, « Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française », préc.

*car la rationalité formelle ne peut totalement s'abstraire des situations concrètes : mais un droit matériel ne saurait, sans conduire à la négation même de l'idée de droit, dépendre exclusivement de fait variables et contingents »*¹⁴⁴¹.

701. **Une notion : le contrat de garantie financière.** Comme pour les instruments financiers¹⁴⁴², la technique du collage, de la superposition des dispositions, sans refonte du dispositif, a montré ses limites. Le résultat est illisible à certains égards. Il en résulte un risque d'insécurité juridique. Or, si pour le droit des titres, la notion de titres financiers a réussi à centraliser la matière¹⁴⁴³, ne pourrait-il pas en être de même d'une notion revisitée de « contrat de garantie financière » pour les garanties réelles dérogatoires du Code monétaire et financier ?

702. **Evolution du droit vers plus de spécialisation.** Dans cette matière fortement technique, l'évolution du droit n'est en somme qu'une progression dans l'échelle de la spécialisation, où le droit des marchés financiers a permis simplement d'avancer d'une strate dans cette échelle. Au droit commun du Code civil, le droit des commerçants du Code de commerce était l'exception que dénonçait Josserand. A ce droit d'exception du Code de commerce, le droit des marchés financiers offre une nouvelle strate dans la spécialisation et le degré d'exception à travers les garanties réelles financières. Sous prétexte que la matière a besoin d'une sécurité maximale, on crée donc un droit super-privilegié, qui profite à une catégorie spécifique d'acteurs de l'économie. Ce domaine crée donc ses propres règles, réservées à quelques-uns. Pour ceux-là, le risque doit être réduit au maximum. Dans ce domaine plus qu'ailleurs, la garantie précède le crédit¹⁴⁴⁴. Son caractère imparable est une atteinte au caractère collectif des procédures collectives. Pour Mme Frison-Roche il existe une diversité des intérêts collectifs au sein de l'intérêt collectif des créanciers : « nous passons d'une conception de l'intérêt collectif abstraite et unitaire (l'intérêt collectif est commun à tous les créanciers, puisqu'ils ont la qualité abstraite de créancier), à une conception

¹⁴⁴¹ B. OPPETIT, préc., n° 88, p. 106.

¹⁴⁴² V. la définition des titres financiers introduite par l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier. La réception de notions étrangères, l'acclimatation et l'adaptation du cadre interne pour donner de la cohérence au système réceptacle sont d'ailleurs des problématiques communes aux titres financiers et aux garanties dérogatoires sur actifs financiers.

¹⁴⁴³ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, préc., n° 83, p. 94.

¹⁴⁴⁴ Cf. *supra*, note n° 1393.

de l'intérêt collectif concrète et diverse (l'intérêt collectif n'est pas commun à tous les créanciers, car ils ne sont pas en position égale de recouvrer leurs créances) »¹⁴⁴⁵.

Cette multiplication des régimes spéciaux met l'accent sur des contradictions dans la marche du droit : une recherche de sécurité absolue d'un côté, et des vœux pieux pour une sauvegarde dont on cherche à renforcer l'efficacité de l'autre. La doctrine anglo-américaine souligne qu'il existe dans trois cents juridictions de par le monde plus de cinquante classes d'actifs pour lesquelles il est possible de consacrer des régimes de sûretés spéciaux¹⁴⁴⁶. La marche du droit pourrait être vers plus de segmentation et de « classes » de droits pour des classes d'actifs et des classes d'acteurs économiques. La lisibilité du droit n'en sera alors que plus nécessaire.

¹⁴⁴⁵ M.-A. FRISON-ROCHE, « Le caractère collectif des procédures collectives », préc., n° 18.

¹⁴⁴⁶ « *There are over 300 jurisdictions in the world and most of them differ in their approach to security interests. There are at least 50 different classes of asset which merit special treatment* » : Ph. WOOD, préc., n° 1-001, p. 3.

BIBLIOGRAPHIE

I. OUVRAGES GENERAUX, TRAITES ET MANUELS

B. ANCEL et **Y. LEQUETTE**, *Les grands arrêts de la jurisprudence française de droit international privé*, Dalloz, 5^e éd., 2006.

L. AYNES et **P. CROCQ**, *Les sûretés, La publicité foncière*, 4^e éd., Defrénois Lextenso, 2009.

H. BATIFFOL et **P. LAGARDE**, *Droit international privé*, t. II, LGDJ, 1983.

G. BAUDRY-LACANTINERIE, *Supplément au traité théorique et pratique de droit civil*, t. I, par **J. BONNECASE**, Sirey, 1924.

J.-L. BERGEL, *Méthodologie juridique*, PUF, 2001.

Th. BONNEAU et **F. DRUMMOND**, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, 2010.

M. CABRILLAC et **Ch. MOULY**, *Droit des sûretés*, 3^e éd., Litec, 1995.

M. CABRILLAC, **Ch. MOULY**, **S. CABRILLAC**, et **Ph. PETEL**, *Droit des sûretés*, 9^e éd., Litec, 2010.

H. CAPITANT, **F. TERRE** et **Y. LEQUETTE**, *Grands arrêts de la jurisprudence civile*, 12^e éd., Dalloz, 2008.

J. CARBONNIER :

Droit civil, tome IV, 22^e éd., PUF, 2000 ;

Flexible droit, Pour une sociologie du droit sans rigueur, 10^e éd., LGDJ, 2001 ;

Sociologie juridique, 2^e éd., PUF, 2004.

G. CORNU (ss dir.), *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, 8^e éd., 2007.

M. de JUGLART et **B. IPPOLITO**, *Traité de droit commercial, Banque et Bourses*, 3^e éd., par **L.-M. MARTIN**, Montchrestien, 1991.

H. de VAUPLANE et **J.-P. BORNET**, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001.

P. DIDIER, *Droit commercial*, t. 3, *La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, PUF, 1999.

Y. GUYON, *Droit des affaires*, t. 2, *Entreprises en difficultés, Redressement judiciaire, Faillite*, 8^e éd., Economica, 2001.

M. JEANTIN et **P. LE CANNU**, *Droit commercial, Instruments de paiement et de crédit, Entreprises en difficultés*, 5^e éd., Dalloz, 1999.

E. LEVY, *Les fondements du droit*, F. Alcan, 1933.

Y. LOUSSOUARN et **P. BOUREL**, *Droit international privé*, 7^e éd., Dalloz, 2001.

B. OPPETIT, *Philosophie du droit*, Dalloz, 1999.

Ph. MALAURIE et L. AYNES :

Cours de droit civil, Les obligations, 6^e éd., Cujas, 1996 ;

Droit civil, les sûretés, 10^e éd., Cujas, 2000.

P. MAYER et V. HEUZE, *Droit international privé*, 9^e éd., Montchrestien, 2007.

D. Mc CLEAN, *Morris - The conflict of Laws*, 4^e éd., Sweet & Maxwell, 1993.

J. MESTRE, E. PUTMAN et M. BILLAU, *Traité de droit civil, Droit spécial des sûretés réelles*, J. GHESTIN (ss dir.), LGDJ, 1996.

J.-P. NIBOYET, *Traité de droit international privé français*, tome IV, Paris, 1947.

M. PLANIOL et G. RIPERT, *Traité pratique de droit civil français*, t. XII, *Sûretés réelles*, 1^{re} partie, 2^e éd., par **E. BECQUE**, LGDJ, 1953.

R.-J. POTHIER :

Traité des obligations, in *Traité de droit civil et de jurisprudence française*, t. I, Œuvres de Pothier, Jean Debure, 1773 ;

Traité du nantissement, in *Traité de droit civil et de jurisprudence française*, t. II, Œuvres de Pothier, Jean Debure.

G. RIPERT et R. ROBLOT, *Traité de droit commercial*, t. 2, *Effets de commerce, Banque et bourse, Contrats commerciaux, Procédures collectives*, 16^e éd., par **Ph. DELEBECQUE et M. GERMAIN**, LGDJ, 2000.

C. SAINT-ALARY-HOUIN, *Droit des entreprises en difficulté*, 3^e éd., Montchrestien, 1999.

Ph. SIMLER et Ph. DELEBECQUE, *Les sûretés, La publicité foncière*, 5^e éd., Dalloz, 2009.

B. SOINNE, *Traité des procédures collectives*, 2^e éd., avec la collab. de **E. KERCHOVE**, Litec, 1995.

E. THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial*, 8^e éd., par **J. PERCEROU**, Rousseau, 1931.

P. THERY, *Sûretés et publicité foncière*, 2^e éd., PUF, 1998.

V. VILLA, *La science du droit*, trad. franç. par O. et P. NERHOT, Story Scientia et LGDJ, 1990.

F. von SAVIGNY, *Traité des obligations*, trad. fr., 2^e éd., 1873.

F. ZENATI-CASTAING et T. REVET, *Les biens*, 3^e éd., PUF, 2008.

II. OUVRAGES SPECIALISES, MONOGRAPHIES ET THESES

I. ADJAGBA, *Le déclin des sûretés réelles spéciales dans les procédures collectives de redressement des entreprises*, thèse Paris II, 1988.

- P. AIDAN**, *Les sources du droit des marchés financiers*, thèse Nantes, Revue Banque Editions, 2001.
- M. AMADOU**, *La réglementation des marchés à terme*, thèse Clermont-Ferrand, 1994.
- M. ATTAL**, *La reconnaissance des sûretés mobilières conventionnelles étrangères dans l'ordre juridique français*, thèse, Defrénois, 2005, coll. Doctorat & Notariat, tome 13.
- F. BARRIERE**, *La réception du trust au travers de la fiducie*, thèse Paris II, Litec, 2004.
- C. S. BJERRE** et **S. M. ROCKS**, *The Abcs of the UCC, Article 8 : Investment Securities*, ABA, 1997.
- Th. BONNEAU** (ss dir.), *La modernisation des activités financières*, GLN Joly, 1996.
- M. BOUREGHDA**, *La défaillance des conglomérats financiers internationaux*, thèse Paris I, A. Pedone, 2002.
- A. BUCHERE**, *Traité théorique et pratique des opérations de la bourse*, Maresq, 1877.
- M. CABRILLAC**, *La protection du créancier dans les sûretés mobilières, conventionnelles sans dépossession*, thèse Montpellier, Recueil Sirey, 1954.
- S. CABRILLAC**, *Les garanties financières professionnelles*, thèse Montpellier, préf. P. PEEL, Litec, 2000.
- H. CAUSSE**, *Les titres négociables. Essai sur le contrat négociable*, thèse, préf. B. TEYSSIE, Litec, 1993, coll. Bibliothèque de droit de l'entreprise, n° 29.
- A. CHOINEL** et **G. ROUYER**, *Le marché financier, structure et acteurs*, Revue Banque Edition, 1996.
- E. CHVIKA**, *Droit privé et procédures collectives*, thèse, préf. Th. BONNEAU, Defrénois, 2003.
- P. CROCQ**, *Propriété et garantie*, thèse, LGDJ, 1995, coll. bibliothèque de droit privé, t. 248.
- Y. CROZET**, **B. BELLANTE**, **P.-Y. GOMEZ** et **Y. LAURENT**, *Dictionnaire de banque et bourse*, Armand Colin, 1993, coll. Cursus.
- M. COZIAN**, *L'action directe*, thèse, préf. A. PONSARD, LGDJ, tome 92.
- L. d'AVOUT**, *Sur les solutions du conflit de lois en droit des biens*, Economica, 2006.
- E. DELATTRE**, *Les nouveaux instruments financiers*, PUF, 1994, coll. Que sais-je ?
- A.-V. DELOZIERE-LE FUR**, *La compensation dite multilatérale*, thèse, préf. A. GHOZI, éd. Panthéon-Assas, 2003.
- H. EKUE**, **H. BLANC-JOUVAN** et **P. GISSINGER**, *Les cessions temporaires de titres*, Revue Banque Edition, 2001, coll. Les essentiels de la banque.
- K. L. FARRELL**, *Law and Banking Principles, American Bankers Association*, 4^e éd., 2000.
- R. FENTIMAN**, *Cross-border securities collateral; Redefining recharacterisation risk*, Oxford Colloquium, 1998.

- B. FERON** et **B. TAEVERNIER**, *Droit des marchés financiers*, Larcier, 1997.
- G. FLATTET**, *Les contrats pour le compte d'autrui. Essai critique sur les contrats conclus par un intermédiaire en droit français*, thèse, préf. J. HAMEL, Paris, 1950.
- J. GALTIER**, *La mise en gage des titres nominatifs et au porteur*, thèse Toulouse, Recueil Sirey, 1912.
- H. GASTINEL** et **E. BERNARD**, *Les marchés boursiers dans le monde. Situation et évolutions*, préf. M. PRADA, Montchrestien, 1996.
- A. GAUDEMET**, *Les dérivés*, thèse Paris II, préf. H. SYNDET, Economica, 2010.
- N. GAUTHIER**, *Les nouveaux marchés financiers et leurs instruments : sources de profit pour les entreprises*, 2^e éd., Publi-Union, 1988.
- A. GAUVIN** :
La nouvelle gestion du risque financier, LGDJ, 2000 ;
Droit des dérivés de crédit, préf. P. MARINI, Revue Banque Edition, 2003.
- F. GENY**, *Etude sur la fiducie*, thèse Nancy, 1885.
- N. GIHA**, *Le pacte commissoire*, thèse Genève, 1947.
- G. GILMORE**, *Security Interest in Personal Property*, t. 1, Little, Brown and Company, 1965.
- R. GOODE**, *Legal problems of credit and security*, 3^e éd., Thomson Sweet & Maxwell, 2003.
- Ph. GOUTAY**, *Le transfert de propriété des titres cotés*, thèse Paris IX, 1997.
- M. GREGOIRE**, *Théorie générale du concours des créanciers en droit belge*, Bruylant, 1992.
- L. GUILLOUARD**, *Traité du nantissement et du droit de rétention*, 2^e éd., A. Pedone, 1896.
- H. GUIONIN**, *De la mise en gage des créances et spécialement de l'avance sur titres*, thèse Paris, 1907.
- R. HARDEL**, *Etude de la notion de nantissement en matière de gage en droit français*, thèse Paris, Recueil Sirey, 1912.
- M. HAYEM**, *Opérations à terme sur les marchandises*, thèse Paris, 1894.
- E. HENRY**, *Les sûretés mobilières en droit international*, thèse, éd. Yvon Blais, 2001, coll. Minerve.
- S. L. HOFFMAN**, *The Law and Business of International Project Finance*, 3^e éd., Cambridge, 2006.
- V. HOVASSE**, *Le droit des marchés à terme de marchandises*, Economica, 1987, coll. biblio. des matières premières.
- A. HUDSON**, *The Law on Financial Derivatives*, 5^e éd., Sweet & Maxwell, 2012.
- D. A. IMBROANE**, *Nature juridique du gage des créances*, thèse, Paris, 1939.
- B. JACQUILLAT** et **B. SOLNIK**, *Marchés financiers*, 4^e éd., Dunod, 2002.

- I. JUVET**, *Des sûretés mobilières conventionnelles en droit international privé*, thèse, Publications Universitaires Européennes, Peter Lang, série II, Droit, volume 991, 1990.
- C. KARYOTIS**, *Les systèmes de règlement-livraison de titres européens (vers l'unification des marchés)*, 2^e éd., Revue Banque Edition, 2003.
- T. KEIJSER**, *Financial collateral arrangements: the European collateral directive considered from a property and insolvency law perspective*, Kluwer, Deventer 2006.
- I. KHAIRALLAH**, *Les sûretés mobilières en droit international privé*, thèse, préf. H. BATIFFOL, Economica, 1984.
- E. M. KIENINGER, M. GRAZIADEI, G. L. GRETTON, C. G. van der MERWE** et **M. E. STORME**, *Security rights in movable property in European private law*, Cambridge University Press, 2004.
- P.-L. LA HAYE**, *Recherche sur les chambres de compensation*, thèse Paris, 1901.
- J. LARGUIER**, *Etudes sur la notion de titre en droit privé*, thèse, Dalloz, 1951.
- Ch. LASSALAS**, *L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale*, thèse, PU Clermont-Ferrand, 1997.
- E. LEDUC**, *Du règlement différentiel des marchés à termes dans les bourses de commerce*, thèse Paris, 1910.
- D. LEGEAIS** :
- Les garanties conventionnelles sur créances*, thèse, préf. Ph. REMY, Economica, 1986 ;
- Sûretés et garanties du crédit*, 4^e éd., LGDJ, 2004.
- Ch. LEGUEVAQUES**, *Droit des défaillances bancaires*, Economica, 2002.
- Ph. LE TOURNEAU**, *La règle nemo auditur*, thèse, préf. P. RAYNAUD, LGDJ, 1970.
- A. LEVASSEUR**, *Pratique du droit des affaires aux Etats-Unis*, Dalloz, 1995.
- F.-X. LUCAS**, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières. Pour une fiducie des valeurs mobilières*, thèse, LGDJ, 1997.
- Kh. MEDJAOUI**, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers, Etude juridique*, thèse Paris I, préf. C. GAVALDA, LGDJ, 1996, coll. Bibliothèque de droit privé, t. 262.
- A.-M. MORGAN de RIVERY-GUILLAUD**, *Le droit nord-américain des sûretés mobilières*, LGDJ, 1990.
- H. MUIR-WATT**, *La fonction de la règle de conflit de lois*, thèse ronéo. Paris II, 1985.
- A.-C. MULLER**, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, thèse Paris II, préf. H. SYNDET, Economica, 2007.
- F. NIZARD**, *Les titres négociables*, thèse, avant-propos J.-P. DUMAS, préf. H. SYNDET, Revue Banque Edition, Economica, 2003.
- B. OPPETIT**, *Droit et modernité*, PUF, 1998.
- F. PELTIER**, *Marchés financiers et droit commun*, Banque éditeur, 1997.

R. POTOK, *Cross-Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, Butterworths 2002.

S. PRAICHEUX, *Les sûretés sur les marchés financiers*, thèse, Revue Banque Edition, 2004.

S. RAVENNE, *Contribution à l'étude de la structure du droit de propriété*, thèse Paris-Dauphine, 2007

P. REYMOND, *Les sûretés mobilières aux Etats-Unis et en Suisse*, thèse Lausanne, 1983.

I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, thèse Strasbourg, 1999.

S. RIBES, *Du rôle des caisses de liquidation dans le dénouement des marchés à terme*, thèse Paris, 1937.

J.-F. RIFFARD, *Le security interest ou l'approche fonctionnelle et unitaire des sûretés mobilières*, thèse, préf. J. STOUFFLET, PU Clermont, 1999.

G. RIPERT :

Le régime démocratique et le droit civil moderne, 1936 ;

Aspects juridiques du capitalisme moderne, 2^e éd., 1951.

D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, thèse Paris I, préf. P. LE CANNU, LGDJ, 2003.

F. RONGEAT-LOUDIN, *L'efficacité internationale des sûretés mobilières et l'unification du droit privé*, thèse Paris XI, 1999.

M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, thèse Paris I, préface de Jacques BEGUIN, avant-propos de Jean-Jacques DAIGRE, Dalloz, 2006

A. ROUX, *La compensation et le virement des titres*, thèse Paris, 1930.

F. SCHOCKWEILER, *Les conflits de lois et les conflits de juridictions en droit international privé luxembourgeois*, 2^e éd. mise à jour, P. Bauler, 1996.

M. R. SCHROEDER, *The Law and Regulation of Financial Institutions*, t. 3, A. S. Pratt & Sons, Thomson Financial, 2000.

L. SOLAL, *Les opérations à terme sur marchandises à la bourse de commerce de Paris*, thèse Paris, LGDJ, 1939.

B. SOUSI-ROUBI, *Lexique de la banque et des marchés financiers*, 6^e éd., Dalloz, 2009.

P. SUMEIRE, *L'étude comparative, instrument de réforme du droit français des sûretés réelles*, thèse Aix-Marseille III, 1987.

A.-M. TOLEDO, *Notion de sûreté et droit du commerce international*, thèse Paris I, 1997.

M. VASSEUR, *Le principe de l'égalité des créanciers chirographaires dans la faillite*, thèse Paris, éd. Rousseau, 1949.

N. VOIDEY, *Le risque en droit civil*, thèse Strasbourg, préf. G. WIEDERKEHR, PU Aix-Marseille, 2005.

A. WAHL, *Traité théorique et pratique des titres au porteur*, Paris, 1891.

J. J. WHITE et **R. S. SUMMERS**, *Uniform Commercial Code*, West Group, 6^e éd., 2010.

Ph. WOOD, *Comparative Law of Security Interests and Title Finance*, Vol. 2, 2^e éd., Thomson, Sweet & Maxwell, 2007, coll. *The Law and Practice of International Finance Series*.

Repenser le droit des sûretés mobilières, Centre national de la recherche scientifique (ouvrage collectif), Bibliothèque de l'Institut André Tunc, LGDJ, 2005.

III. RAPPORTS

Ph. MARINI :

57 propositions pour un nouvel ordre financier mondial, Rapport d'information au Sénat n° 59 (2009-2010) fait au nom de la commission des finances, déposé le 21 octobre 2009, www.senat.fr ;

Rapport sur le projet de loi de régulation bancaire et financière, au nom de la commission des finances, n° 703 (2009-2010) du 14 septembre 2010, www.senat.fr ;

Rapport fait au nom de la Commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation sur le projet de loi de modernisation des activités financières, n° 254, www.senat.fr

Le marché obligataire secondaire, Rapport de l'AMF, 16 décembre 2009.

Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, disponible sur le site Internet www.legifrance.gouv.fr

Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil - Rapport d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE), COM(2006)833 final, Bruxelles, 20 décembre 2006.

IV. ARTICLES ET CHRONIQUES

G. AFFAKI et **J. STOUFFLET**, « Droit bancaire international », Chronique, *Banque & Droit* n° 125, mai-juin 2009, p. 40.

G. AFFAKI :

« De la relation perfectible entre le crédit et les sûretés », in *Repenser le droit des sûretés mobilières*, M.-E. ANCEL (ss dir.), LGDJ, 2005, p. 9 ;

« Des aspects bancaires dans le Guide législatif de la CNUDCI sur les opérations garanties », in *Un droit moderne pour le commerce mondial, Congrès célébrant la quarantième session annuelle de la CNUDCI*, Vienne, 9-12 juillet 2007.

S. AGBAYISSAH :

« Le transfert de la propriété à fin de garantie sur les marchés réglementés - Une sûreté fiduciaire (Articles 49 à 51 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières) », *JCP E* 1996, 603 ;

« Aspects juridiques des produits dérivés négociés sur les marchés de gré à gré », in *Mélanges AEDBF-France II*, 1999, p. 40.

M. AGLIETTA, « Le risque systémique », *Rev. éco. fin.* 1991, n° 18, p. 61.

M. AGLIETTA et P. MOUTOT :

« Le risque de système et sa prévention », *Cah. éco. et mon.* n° 41, 1993, p. 21 ;

« L'évolution des structures financières des grands pays et la prévention du risque de système dans l'Union économique et monétaire », *Cah. éco. et mon.* n° 41, 1993, p. 55.

K. ALEXANDER, « *A Uniform Choice of Law Rule for the Taking of Collateral Interests in Securities: Using Private Law Approaches to Reduce Credit and Legal Risk in Financial systems* », *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 211*, p. 6.

V. ALLEGAERT, « De la propriété des valeurs mobilières », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 340.

R. ALLOUCHE, « Opération de pension livrée : impact de l'ouverture d'une procédure collective », *Banque & Droit* n° 18, juill.-août 1991, p. 135.

P. ANCEL, « Points de vue convergents sur le projet de réforme du droit des contrats », *JCP G* 2008, I 213.

Ph. ARESTAN, « Le *global netting*, la place de Paris se modernise », *Banque* juillet-août 2001, p. 40.

F. AUCKENTHALER :

« Compensation, remise en garantie, cession : le nouveau régime des créances afférentes aux opérations sur instrument financier », *JCP E* 1996, I, p. 421 ;

« La sécurité juridique des opérations sur instruments financiers à terme », *Option finance* n° 428, 1996, p. 42 ;

« Le *global netting* ; l'article L. 431-7 du Code monétaire et financier modifié par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques », *JCP E* 2001, p. 1669 ;

« Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières », *JCP E* 2005, p. 1800 ;

« Instruments financiers à terme », *JurisClasseur Banque Crédit Bourse*, fasc. 2050 ;

« Pension », *JurisClasseur Sociétés Traité*, fasc. 2123.

B. AUDIT, « Le caractère fonctionnel de la règle de conflit (sur la "crise" des conflits de lois) », *Acad. dr. int., Rec. des cours*, t. 186 (1984-III), p. 220.

L. AYNES :

« Un droit en pleine évolution », *in* Dossier « Droit des sûretés : analyse d'un renouveau », *Droit et patrimoine* juill.-août 2002, p. 44 ;

« Les garanties du financement des entreprises, l'évolution des garanties financières », *PA* 2005, n° 104, p. 8 ;

« Le nouveau droit du gage », *Droit et patrimoine* n° 161, juill. 2007, p. 48.

L. AYNES et Ph. DUPICHOT :

« Assouplissement des modes de réalisation », *Droit et patrimoine* n° 166, janv. 2008, p. 91 ;

« La survie du gage-espèce », *Droit et patrimoine* n° 166, janv. 2008, p. 93.

L. AYNES et G. KOLIFRATH, « Les remises en pleine propriété à titre de garantie : confirmation de la licéité des cessions fiduciaires en droit français ? », *in* « Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », *D. affaires* 1998, p. 1573.

M. AZAVANT, « La sanction civile en droit des sociétés ou l'apport du droit commun au droit spécial », *Revue des sociétés* 2003, n° 3, p. 442.

G. BAILBY, « Le développement du collateral », *Banque* avril 1996, p. 23.

F. BARRIERE :

« La fiducie », *Bull. Joly Sociétés* 2007, p. 440 [1^{re} partie] et p. 556 [2^e partie] ;

« La fiducie-sûreté », *JCP E* 2009, n° 36, 1808.

C. BATES, « *European regulatory reform: the pace quickens* », *Butterworths JIBFL*, avril 2003, p. 121.

J. BEGUIN, « Veille, Rapport sur la réforme du droit des contrats élaboré par un groupe de travail de l'Académie des sciences morales et politiques », *JCP G* 2008, act. 727.

G. BELLARGENT, « L'introduction de la fiducie en droit français par la loi du 19 février 2007 », *Revue juridique de l'entreprise publique* 2007, étude 3, n° 49.

J. BENJAMIN, « *Recharacterisation risk and conflict of laws* », *JIBFL* 1997.

Ch. BERNASCONI, « La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », Document préliminaire n° 1 dans le cadre des travaux préparatoires de la Convention de La Haye, Conférence de La Haye de droit international privé, novembre 2000, p. 28.

Ch. BERNASCONI et H. C. SIGMAN, « La convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (Convention de La Haye sur les titres) », *Euredia* 2005/3, p. 213.

G. BERTHOLET, « Le traitement de la fiducie-sûreté dans la nouvelle ordonnance sur les procédures collectives », *Droit et patrimoine* oct. 2009, p. 89.

A. BESSE et A. GAUVIN, « Licéité des dérivés de crédit en droit français », *RD bancaire et bourse* mars-avril 1999, p. 45.

P. BEZARD, « Le nouveau visage du juge économique et financier », *in Mélanges en l'honneur d'Alain Sayag*, Litec, 1997, p. 147.

M. BILLAU :

- « Le nouveau gage de compte d'instruments financiers », *JCP E* 1996, I 596 ;
- « Feu le gage de valeurs mobilières en compte, naissance du gage des comptes d'instruments financiers : aperçu rapide sur l'article 102 de la loi du 2 juillet 1996 », *JCP G* 1996, act. 39 ;
- « Aperçu rapide sur le décret n° 97-509 du 21 mai 1997. Modalités d'application du gage de compte d'instruments financiers », *JCP G* 1997, act. 27.

P. BLOCH et **H. de VAUPLANE**, « Droit bancaire et financier : Du Code de commerce au Code monétaire et financier », in *Quel Code de commerce pour demain ?*, Litec, 2007, coll. Colloques et Débats, p. 227.

Ch. BOILLOT, « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : Exceptions ou contradiction ? », *D.* 2003, chron., p. 2741.

Ch. de BOISSIEU et **M. AGLIETTA**, « Les marchés dérivés de gré à gré et les risques systémiques », *Bull. COB* n° 283, sept. 1994, p. 60.

Th. BONNEAU :

- « La diversification des valeurs mobilières : ses simplifications en droit des sociétés », *RTD com.* 1988, p. 535 ;
- « Les fonds communs de placement, les fonds communs de créance et le droit civil », *RTD civ.* 1991, p. 1 ;
- « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *RTD com.* 1999, p. 257 ;
- « De la notion de place dans les textes législatifs contemporains », in *Mélanges AEDBF-France II*, 1999, p. 83 ;
- « De quelques apports de la loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière au droit régissant le secteur financier », *JCP E* 1999, p. 1378 ;
- « De l'adaptation des contrats bancaires et financiers types étrangers au droit français », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2001, p. 4 ;
- « Brèves observations sur le nouveau Code monétaire et financier », *Bull. Joly Bourse* 2001, p. 1 ;
- « Les aspects financiers de la loi NRE » *RD bancaire et fin.* sept.-oct. 2001, p. 310 ;
- « A propos des prétendus comptes courants. Les comptes de valeurs mobilières », in *Mélanges en l'honneur d'Yves Guyon*, Dalloz, 2003, p. 133 ;
- « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 », *Droit des sociétés* 2005, comm. 120 ;
- « Mort par overdose », *Droit des sociétés* 2005, Repère 6 ;
- « Crise financière : l'AMF hors la loi... Pour la bonne cause », *RD bancaire et fin.* sept.-oct. 2008, p. 1 ;
- « Valeurs mobilières et titres financiers en droit français », *RD bancaire et fin.* mars-avril 2009, p. 77 ;
- « Pour être dans le vent en 2010 », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2010, p. 1 ;
- « Redressement et liquidation judiciaires - Etablissements de crédit et entreprises d'investissement », *JurisClasseur Banque Crédit Bourse*, fasc. 190.

Ch. BORDES, « Les banques et le filet de sécurité contre le risque systémique », in *Les banques entre droit et économie*, M.-A. FRISON-ROCHE (ss dir.), LGDJ, 2006, coll. Droit et Economie, p. 215.

J.-P. BORNET, « Vers la fin du monopole de l'aliénation fiduciaire », in *Mélanges AEDBF-France II*, 1999, p. 97.

J.-M. BOSSIN et **D. LEFRANC**, « La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré », *Banque & Droit* n° 54, juill.-août 1997, p. 3.

J.-M. BOSSIN et **C. LUCAS DE LEYSSAC**, « Le sort des produits dérivés en cas de redressement judiciaire d'une société : exception au droit commun des procédures collectives », in « Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », *D. affaires* 1998, p. 1568.

H. BOUCHETA, « Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne : aspects juridiques », *Banque & Droit* n° 106, 2006, p. 24.

A. BOUJEKA :

« Marchés financiers », *Rép. communautaire Dalloz*, juin 2010 ;

« Panorama de législation et de jurisprudence en droit civil de l'entreprise, illustrations marquantes des relations entre droit commun et droits spéciaux, droit des obligations et contrats spéciaux, droit des obligations et droits des procédures collectives », *D.* 2005, p. 1426.

M. BOURASSIN, **E. CLAUDEL**, **A. DANIS-FATOME** et **B. THULLIER**, « Panorama de législation et de jurisprudence en droit civil des affaires, illustrations marquantes des relations entre droit commun et droits spéciaux », *D.* 2006, p. 1380.

B. BREHIER, « Les nouvelles régulations bancaires et financières », *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 426.

M. G. BRIDGE, **R. A. MACDONALD**, **R. L. SIMMONDS** et **C. WALSH**, « *Formalism, Functionalism, and Understanding the Law of Secured Transactions* », *44 Rev. de droit de McGill*, 633 (1999).

J.-M. BRUGULIERE et **A. MAFFRE-BAUGE**, « Le patrimoine. Existences multiples. Essence unique ? », *Droit et patrimoine* n° 133, janv. 2005, p. 64.

A. BRUYNEEL :

« L'évolution du droit des sûretés : constatations et questions », in *Les sûretés*, Colloque de Bruxelles des 20 et 21 octobre 1983, FEDUCI, 1984, p. 5 ;

« Droit bancaire et financier *versus* droit commun ? », in *Liber amicorum Bernard Glansdorff*, Bruylant, 2009, p. 29.

D. BUREAU :

« L'art législatif sur le vif. A propos du nantissement de compte d'instruments financiers », *D.* 1997, chron., p. 73 ;

« Le gage-espèces : une sûreté atteignant sa maturité », *Droit et patrimoine* n° 77, 1999, p. 22.

M. BUSSANI, « Le droit comparé des sûretés réelles et l'intégration juridique », *Droit et patrimoine* juin 2001, p. 82.

M. CABRILLAC :

- « La reconnaissance en France des sûretés réelles sans dépossession constituées à l'étranger », *Rev. crit. DIP* 1979, p. 487 ;
- « Les ambiguïtés de l'égalité entre les créanciers », in *Mélanges en hommage à André Breton et Fernand Derrida*, Dalloz, 1991, p. 31 ;
- « Les sûretés conventionnelles sur l'argent », in *Mélanges offerts à Jean Derruppé*, GLN Joly/Litec, 1991, p. 333 ;
- « Les sûretés réelles entre vins nouveaux et vieilles outres », in *Etudes offertes à Pierre Catala*, Litec, 2001, p. 709 ;
- « Le projet de réforme du droit des contrats. - Premières impressions », *JCP G* 2008, I 190.

A. CAILLEMER du FERRAGE :

- « Close-out netting & faillites internationales », *RD bancaire et fin.* janv. 2007, dossier 6 ;
- « Le rêve familial du *global netting* à la française », *Banque & Droit* sept.-oct. 2001, p. 3.

M.-J. CAMPANA, « Le doute et la confiance en droit des affaires », in *Le doute et le droit*, Dalloz, 1994, p. 79.

V. CANU et **B. de SAINT MARS**, « Intermédiation financière et droit des procédures collectives, ou la nécessité de traiter spécifiquement certains contractants en matière financière », *RD bancaire et bourse* n° 68, juill./août 1998, p. 119.

J. CARBONNIER, « Notations sur le pouvoir créateur de la jurisprudence civile », *RTD civ.* 1961, p. 333.

Y. CARON, « L'article 9 du Code Uniforme de Commerce peut-il être exporté ? Point de vue d'un juriste québécois », in *Aspects of Comparative Commercial Law : sales, consumer credit, and secured transactions*, McGill University 1969, p. 395.

P. CATALA, « Il est temps de rendre au Code civil son rôle de droit commun des contrats », *JCP E* 2005, I, 170.

V. CATILLON, « Le droit des sûretés à l'épreuve des crises financières systémiques », *PA* 2008, n° 159, p. 7.

H. CAUSSE, **J. STOUFFLET** et **S. DUROX**, « Après la crise financière, quelle rénovation du droit bancaire et financier ? », *RD bancaire et fin.* nov.-déc. 2008, p. 5.

A. CERLES, « La propriété, nouvelle reine des sûretés ? », in *Mélanges en l'honneur de Michel Vasseur*, Banque Editeur, 2000, p. 39.

A. CERLES et **M. SEJEAN**, « Le cautionnement : du Code civil au Code de la consommation ou les illusions de la protection », in *Etudes offertes au Doyen Philippe Simler*, Dalloz/Litec, 2006, p. 273.

Y. CHARTIER, « Rapport de synthèse », in « L'évolution du droit des sûretés », *RJ com.* févr. 1982, numéro spécial, p. 150.

H. CHASSERY, « Le nantissement des parts sociales », *RTD com.* 1977, p. 435.

J.-P. CHAZAL, « Réflexions épistémologiques sur le droit commun et les droits spéciaux », in *Liber amicorum J. Calais-Auloy*, Dalloz, 2004, p. 279.

D. CHEMIN-BOMBEN, « Retour sur l'ancien gage sur créance : note sous Cour de cassation, Chambre commerciale, 9 mai 2007, pourvoi numéro 06-10.679 », *RLDA* juillet 2007, n° 18, p. 41.

V. CHENAU et **F. TRUSSANT-PUDEL**, « Guide pratique d'un contrat de pension : TBMA ISMA GRMA 2000 », *Banque & Droit* n° 87, janv.-févr. 2003, p. 17.

E. CHVIKA, « Du *security interest* sur les marchés de gré à gré soumis au droit français », *Bull. Joly Bourse* 2003, p. 16.

M. C. CLARKE et **D. NAUMOWICZ**, « *An Introduction to the Legal Aspects of Collateralization* », JP Morgan.

E. CLAUDEL, « Panorama de législation et de jurisprudence en droit civil de l'entreprise, illustrations marquantes des relations entre droit commun et droits spéciaux, droit de la procédure civile et droit spécial : l'exemple du droit de la concurrence », *D.* 2005, p. 1433.

A. COURET :

« Innovation financière et règle de droit », *D.* 1990, chron., p. 135 ;

« Le cadre juridique des techniques de couverture des risques des opérations de marché », *Banque & Droit* novembre-décembre 1994, p. 11 ;

« Le nouveau droit des marchés financiers », *Bull. Joly*. nov. 1990, p. 11.

Th. CREMERS :

« Réhypothécaion et substitution des garanties financières », *Banque & Droit* mai-juin 2006, p. 3 ;

« La localisation d'un compte d'instruments financiers », *Banque & Droit* mai-juin 2008, p. 11.

P. CROCQ :

« Gage d'instruments financiers », *RTD civ.* 1996, p. 954 ;

« L'évolution des garanties du paiement : de la diversité à l'unité », in *Mélanges Christian Mouly*, Litec, 1999, p. 317 ;

« Dix ans après : l'évolution récente des propriétés-garanties », in *Ruptures, mouvements et continuité du droit*, Autour de Michelle Gobert, Economica, 2004, p. 350 ;

« La future réforme du droit français des sûretés réelles », *RLDC* oct. 2005, p. 29.

« Chronique de droit des sûretés, évolution des sources du droit des sûretés », *D.* 2005, p. 2078 ;

« Question d'actualité et pratiques professionnelles (actes des rencontres Lamy du droit civil, Paris, 8 et 9 décembre 2005), le point sur l'actualité législative en matière de sûretés réelles », *RLDC* n° 25, 2006 (supplément), p. 85 ;

« L'ordonnance du 18 décembre 2008 et le droit des sûretés », *Revue proc. coll.* 2009, p. 75.

F. DAHAN et **J. SIMPSON**, « *The European Bank for Reconstruction and Development's Secured Transactions Project : a model law and ten core principles for a modern secured transactions law in countries of Central and Eastern Europe (and elsewhere !)* », in *Security Rights in Movable Property in European Private Law*, E.-M. KIENINGER (ss dir.), Cambridge University Press, 2004, p. 98.

J.-J. DAIGRE :

« Précisions relatives au gage de compte d'instruments financiers », *Droit des sociétés* 1997, chron., p. 9 ;

« L'action de concert, actualité récente », *Rev. droit bancaire et de la bourse*, 1999, p. 200.

« Le domaine matériel de la compensation des dettes et créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers (article L. 431-7, alinéa 1^{er}, du Code monétaire et financier) », *in Mélanges en l'honneur de Yves Guyon, Aspects actuels du droit des affaires*, Dalloz, 2003, p. 271 ;

« Créances bancaires et créances ordinaires dans la faillite du client : vers deux poids, deux mesures ? », *RD bancaire et fin.* juill.-août 2005, p. 3.

J.-J. DAIGRE et H. de VAUPLANE, « Directive contrats de garantie financière du 6 juin 2002 », *Banque & Droit* n° 89, 2003, p. 38

J.-J. DAIGRE et M.-A. FRISON-ROCHE, « Le droit de la régulation », *D.* 2001, chron., p. 610.

J.-J. DAIGRE et P. PAILLER, « Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », *Revue des sociétés* 2009, p. 37.

J.-J. DAIGRE et M. ROUSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *Droit et patrimoine* n° 140, sept. 2005, p. 24.

R. DAMMANN :

« Le droit européen des faillites : source d'incertitudes et d'opportunités pour les banques », *Banque & Droit* mai-juin 2005, p. 39 ;

« Réflexions sur la réforme du droit des sûretés au regard du droit des procédures collectives : pour une attractivité retrouvée du gage », *D.* 2005, chron. p. 2447 ;

« Mobilité des sociétés et localisation des actifs », *Cah. dr. entr.* mars-avr. 2006, p. 41 ;

« La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée », *D.* 2006, p. 1298.

R. DAMMANN, G. PODEUR et V. ROUSSEL, « Fiducie : des débuts prometteurs », *Option Finance* n° 971, 10 mars 2008, p. 37.

C. DAVID, « Le report en bourse », *Rev. sociétés* 1965, p. 287.

D. DAVYDOFF, « Places concurrentes, places partenaires », *Banque* n° 594, juil.-août 1998, p. 30.

C. de BOISSIEU et M. AGLIETTA, « Les marchés dérivés de gré à gré et le risque systémique », *Bull. COB* n° 283, sept. 1994, p. 60.

J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, « La loi relative aux sûretés financières du 15 décembre 2004 – Lignes directrices », *Revue de Droit bancaire et financier* (revue belge) 2005, p. 155.

J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, « La loi applicable aux titres intermédiés: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 », *T.B.H.* (revue belge) 2006/1, p. 5.

Ph. DELEBECQUE :

- « La propriété en tant que sûreté dans les procédures collectives », *RJ com.* 1994, p. 386 ;
« Sûretés réelles et procédures collectives », in Dossier « Droit des sûretés : analyse d'un renouveau », *Droit et patrimoine* n° 106, juill.-août 2002, p. 49.

J.-M. DELLECI, « Le devoir d'information de l'intermédiaire boursier et la couverture des opérations à règlement mensuel », *Banque & Droit* mars-avril 1992, p. 90.

P. DELSAUX, « L'indispensable régulation des marchés financiers », *Reflets et perspectives*, De Boeck Université, Louvain-la Neuve, 2004/2, p. 43.

C.-L. de LEYSSAC, « Le sort des produits dérivés en cas de redressement judiciaire d'une société : exception au droit commun des procédures collectives », in « Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », *D. affaires* 1998, p. 1568.

E. DEMARIGNY et **P.-Y. THORALVAL**, « Les testaments bancaires ou *living wills* », *Banque* déc. 2009, n° 719, p. 45.

M.-C. de NAYER et **J.-C. MARIN**, « La garantie de bonne fin de la chambre de compensation sur les marchés à terme », *RD bancaire et bourse* 1991, p. 15.

F. DERRIDA, « Le crédit et le droit des procédures collectives », in *Etudes offertes à René Rodière*, Dalloz, 1981, p. 67.

J. DERRUPE, « Le nantissement de valeurs mobilières », in *Le gage commercial*, J. HAMEL (ss dir.), Dalloz, 1953.

S. DESENNE-DJOUDI, « L'efficacité de la compensation en matière financière », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 113.

H. de VAUPLANE :

- « La couverture des opérations en bourse : une sûreté hybride », *RD bancaire et bourse* nov-déc. 1998, p. 197 ;
« Critères de localisation de titres dématérialisés », *Banque & Droit* n° 87, 2003, p. 33 ;
« La fiducie avant la fiducie : le cas du droit bancaire et financier », *JCP E* 2007, n° 36, 2051 ;
« Cadre juridique des garanties financières », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 82 ;
« Le rôle du juriste : gardien du temple ou facilitateur de business ? », *Banque Magazine* juill. 2008, p. 84 ;
« La supervision bancaire après le G20 : les enjeux pour les banques françaises », *Banque* déc. 2009, n° 719, p. 83.

H. de VAUPLANE et **P. BLOCH**, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye », in *Mélanges AEDBF-France IV*, Revue Banque Edition, 2004, p. 469.

H. de VAUPLANE et **O. BOHM**, « Les nouveautés en droit boursier et des marchés financiers apportées par la loi sur les nouvelles régulations économiques (loi n° 2001-420 du 15 mai 2001) », *Banque & Droit* juillet-août 2001, p. 16.

H. de VAUPLANE et **F. NIZARD**, « Les titres inscrits en compte en droit international privé », in *Mélanges AEDBF III*, 2001, p. 401.

D. DEVOS :

« *Specific Cross-Border Problems Regarding Bank Insolvencies and European Harmonization Efforts* », in *M. Giovanoli and G. Heinrich (Eds.): International Bank Insolvencies – A Central Bank Perspective*, 1999 ;

« *The Directive 2002/47/EC on Financial Collateral Arrangements of 6 June 2002* », in *Mélanges offerts à Jean-Victor Louis*, Vol. II, éd. de l'Université de Bruxelles, 2003.

G. DIENA, « Les conflits de lois en matière de droits réels », *Rev. de droit int. privé*, 1911, p. 561.

M. DIETSCH et H. PAGES, « Contagions et risques de faillite dans le système bancaire », *Cah. éco. et mon.* n° 41, 1993.

X. DIJON, « Itinéraire philosophique vers la source du droit commun », *Revue internationale de droit comparé* janvier 2001, p. 7.

J. DJOUDI, « Les garanties des opérations bancaires » (introduction au dossier sous le même thème), *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2009, p. 76.

R. DODD, « Subprimes : topographie d'une crise », in « Retour sur la crise financière de 2007 », *Problèmes économiques* du 9 avril 2008, Doc. fr., Paris, 2008, p. 3.

F. DRUMMOND, « Les titres intermédiés : regard sur un nouveau concept du droit financier », in *Etudes offertes à Paul Didier*, *Economica*, 2008, p. 147.

F. DRUMMOND, « *Intermediated Securities : reflections on new concept in French financial market law* », *Law and Financial Markets Review* septembre 2007, p. 435.

Cl. DUCOULOUX-FAVARD, « Dématérialisation des actifs financiers », *RLDC* 2007, p. 17.

Y. DUMON, « Liquidateurs et curateurs en présence des sûretés », in *Les sûretés*, Colloque de Bruxelles des 20 et 21 octobre 1983, FEDUCI, 1984, p. 524.

M.-P. DUMONT-LEFRAND, « Conventions de garantie et procédure collective », *Bull. Joly Sociétés* 2009, p. 897.

Ph. DUPICHOT, « L'efficience économique du droit des sûretés réelles », *PA* 2010, n° 76, p. 7.

A. DUROYON, « Le Comité de Bâle porte à 7% le ratio de solvabilité des banques », *AGEFI* du 13 sept. 2010.

D. A. EBROON, « *Perfection by possession in Article 9 : challenging the arcane but honored rule* », 69 *Indiana Law Journal*, 1193 (1994).

S. ECONOMOU, « La proposition de directive européenne sur les contrats de garantie financière », *Bull. Joly Bourse* 2002, chron., p. 1.

H. EKUE, « Lehman Brothers : contrepartie dans des opérations sur produits dérivés », *RD bancaire et fin.* sept. 2009, dossier p. 51-81, n° 22.

B. ERNST DE LA GRAETE, « Aspects du droit des sûretés. Classement des privilèges mobiliers », in *Les créanciers et le droit de la faillite*, CDVA, Bruylant, 1983, p. 747.

M. FABRE-MAGNAN, « Réforme du droit des contrats : "Un très bon projet" », *JCP G* 2008, I 199.

D. FASQUELLE, « Le nantissement des valeurs mobilières », *RTD com.* 1995, p. 1.

A. FAWCETT, « *The financial Collateral Directive : An Examination of Some Practical Problems Following its Implementation in the UK* », *JIBLR* 2005, n° 6, p. 299.

C.-J. FERRY, « Fiducie et procédures collectives », *RD bancaire et bourse* n° 33, 1992, p. 182.

Y. FLOUR, « La qualité d'actionnaire et l'indivision », *Rev. sociétés* 1999, p. 569.

S. FOUGERE, « La question du collateral dans les prêts de titres », *Banque Stratégie* octobre 1997, p. 29.

M.-A. FRISON-ROCHE :

« Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers », *Banque & Droit* n° 41, 1995, p. 46 ;

« Le caractère collectif des procédures collectives », *RJ com.* 1996, p. 293.

M.-A. FRISON-ROCHE et **M. JOKEY**, « Pourquoi existe-t-il encore des titres au porteur ? », *JCP E* 1994, I 344.

P.-E. FUZIER, « La réforme des sociétés de crédit foncier », *RD bancaire et bourse* 1999, p. 155.

E. GARAUD, « Sûretés et procédures collectives : l'articulation des réformes », *PA* 2009, n° 120, p. 4.

F. J. GARCINMARTIN ALFEREZ :

« *The Unidroit Project on Intermediated Securities : direct and indirect systems* », *Revista para el Analisis del derecho* 1/2006, p. 324 ;

« Vers une sécurité juridique accrue pour les titres financiers détenus auprès d'un intermédiaire », *Rev. dr. unif.* 2005-1/2 (numéro spécial).

R. GASSIN, « Lois spéciales et droit commun », *D.* 1961, I, p. 91.

A. GAUDEMET et **H. BOUCHETA**, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux Etats-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 339.

P.-Y. GAUTIER :

« Contre Bentham : l'inutile et le droit », *RTD civ.* 1995, p. 797 ;

« De l'utilité de la philosophie du droit pour les professionnels », in *Etudes à la mémoire du Professeur Bruno Oppetit*, Litec, 2010, p. 281.

Ch. GAVALDA, « La doctrine éclatée », in *Mélanges Michel Jeantin*, Dalloz, 1999, p. 46.

B. GELPI, « Le droit de réutilisation », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 87.

Ph. GERARD, « La règle de l'égalité entre les créanciers d'une société commerciale en liquidation », *Revue critique de jurisprudence belge* 1977, p. 634.

M. GERMAIN, « Sécurité et responsabilité sur les marchés financiers – Les marchés de produits dérivés », *PA* 1996, n° 56.

M. GERMAIN et **C. KESSEDJIAN**, « La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002 », *Rev. crit. DIP* janv.-févr. 2004, p. 49.

P. GISSINGER :

« L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », in *La modernisation des activités financières*, Th. BONNEAU (ss dir.), GLN Joly, 1996, p. 155 ;

« La qualification juridique des dérivés de crédit », *Banque* décembre 2001, p. 54 ;

« Garanties financières et opérations de marché », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007, p. 91.

P. GISSINGER et **A. GAUVIN**, « Les risques inhérents à l'utilisation des dérivés de crédit », *Banque & Droit* novembre-décembre 1999, p. 236.

G. GOFFINET, « La gestion globale des garanties (3G) », *Bull. Banque Fr.* n° 172, avril 2008, p. 29.

R. GOODE :

« *Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws* », *Oxford Colloquium 1998, Special supplement to the Journal of International Banking and Financial law*, p. 22;

« *Security in cross-border transactions* », *Texas International Law Journal*, janvier 1998, Vol. 33, issue 1, p. 47.

R. GOODE, **H. KANDA**, **K. KREUZER** et **Ch. BERNASCONI.**, *Convention de La Haye sur les titres – Rapport explicatif*, Martinus Nijhof Publishers, 2005.

Ph. GOUTAY, « Responsabilité des intermédiaires : compensation et règlement-livraison », *Banque & Droit* mars-avril 2000, p. 9.

M. GREGOIRE :

« Le régime juridique des garanties financières », in *Le nouveau droit des garanties sur instruments financiers*, Bruylant, 2006, p. XI ;

« Les sûretés réelles », in *Synthèses de droit bancaire et financier, Liber Amicorum André Bruyneel*, Bruylant 2008, p. 343.

M. GREGOIRE et **P. van OMMESLAGHE**, « L'utilisation de la propriété comme garantie par les créanciers », actes de la journée d'études organisée le 27 septembre 1997.

B. GRELON, « Les banques en difficulté », *D.* 1997, chron., p. 197.

S. GRILLET-BROSSIER, « Les contrats de garantie financière avec droit de réutilisation ont un régime comptable », *Banque* n° 683, 2006, p. 103.

M. GRIMALDI :

« Rapport français », Journée portugaises, *Actualité du droit des sûretés*, organisées par l'Association Henri Capitant, tome XLVII, LGDJ, 1996, p. 111 ;

« Problèmes actuels des sûretés réelles », in *Les garanties du financement*, LGDJ, 1998, p. 155 ;

« Réflexions sur les sûretés propriétés (à propos de la réserve de propriété) », *in Etudes offertes à Jacques Dupichot. Liber amicorum*, Bruylant, 2004, p. 169.

M. GRIMALDI et **R. DAMMANN**, « La fiducie sur ordonnances », *D.* 2009, p. 674.

M. GRIMALDI et **Ph. DUPICHOT**, « Durée et sûreté », *Revue des contrats* janv. 2004, p. 95.

J. GUYENOT, « La constitution et la réalisation du gage de valeurs mobilières », *RTD com.* 1961, p. 359.

R. GUYNN et **N. MARCHAND**, « *Transfer of pledge of securities held through depositories* », *in The law of cross-border securities transactions* », Hans Van Houtte (ed.), 1999, p. 56.

L.-C. HENRY et **G. JAZOTTES**, « Les biens dispersés sur le territoire de plusieurs Etats », *Revue proc. coll.* 2011, dossier 12.

A. HOLLEAUX, « La fin des règles générales », *Bull. Inst. Int. d'Adm. Pub.* n° 39, juill.-sept. 1976, p. 7.

H. HOVASSE :

« Les obligations foncières », *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 1 ;

« La loi n° 2001-420 relative aux nouvelles régulations économiques », *Droit des sociétés* août-septembre 2001, p. 9.

J. HUET, « Les sources communautaires du droit des contrats », *PA* 21 mars 1997, p. 8.

Th. HÜRNER, « Aspects controversés des sûretés et privilèges financiers », *Droit Bancaire et financier* [revue belge] 2008, p. 1.

Th. H. JACKSON, « *Possession and ownership : an examination of the scope of article 9* », *Stanford Law Review*, 175, 1983.

R. JADOT, « Le gage de comptes d'instruments financiers », *Option finance* 1997, n° 456, p. 30 et n° 457, p. 34.

C. JAMIN, « Cession de contrats et consentement du cédé », *D.* 1995, chron., p. 131.

C. A. JOHNSON, « *Derivatives and Rehypotecation Failure : it's 3p.m., do you know where your collateral is ?* », *Arizona Law review*, 1997, issue 39, p. 949.

L. JOSSERAND, « Sur la reconstitution d'un droit de classe », *D.* 2004, n° spécial Bicentenaire du Code civil, p. 3.

P. JOURDAIN, « Quelques réflexions sur la notion de garantie en droit privé », *in Etudes offertes au professeur Philippe Malinvaud*, Litec, 2007, p. 303.

F. JULIEN et **E. GROS**, « Financements LBO, gage de compte d'instruments financiers et banque de couverture », *Banque & Droit* n° 118, mars-avril 2008, p. 3.

L. KACZMAREK, « Propriété fiduciaire et droits des intervenants à l'opération », *D.* 2009, p. 1845.

H. KANDA, « *Financial Collateral Transactions – What are they?* », *ECB Insolvency Symposium*, 30 septembre 2003.

Th. KEIJSER, « *Financial Collateral Arrangements* », Kluwer, *Law of Business and Finance*, vol. 9, 2006, p. 3.

K. C. KETTERING, « *Repledge and pre-default sale of securities collateral under revised article 9* », in « *Symposium on revised UCC Article 9* », 74 *Chicago-Kent Law Review*, 1999, p. 1109.

X. de KERGOMMEAUX et Ch. van GALLEBAERT :

« La fiducie, enfin ! », *RTD fin.* 2007, n° 1, p. 40 ;

« L'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier au soutien de l'économie », *RTD fin.* 2008, n° 4, p. 128.

F.-E. KLEIN, « La reconnaissance en droit international privé helvétique des sûretés réelles sans dépossession constituées à l'étranger », *Rev. crit. DIP* 1979, 507.

C. KLEITZ, « L'art de la légistique, Entretien avec Karine Gilberg », *Gaz. Pal.* 2010, n° 7, p. 8.

G. KOLIFRATH :

« L'annexe AFB "Remises en garantie", un outil de gestion des instruments financiers à terme », *RD bancaire et bourse* août-sept. 1997, p. 143 ;

« L'annexe AFB "Remises en garantie" : un outil permettant de réduire le risque de contrepartie lors de la conclusion d'opérations sur produits dérivés », *Banque & Droit* n° 55, sept.-oct. 1997, p. 18 ;

« Les remises en pleine propriété à titre de garantie : confirmation de la licéité des cessions fiduciaires en droit français ? », in « Existe-t-il un droit spécial des produits dérivés ? », *D. affaires* 1998, p. 1573 ;

« Les dérivés de crédit : vers une approche juridique », *Banque & Droit* janvier-février 1999, p. 13.

K. KREUZER, « La propriété mobilière en droit international privé », *RCADI* 1996, tome 259, p. 9.

P. LANGLET et P.-G. MARLY, « La localisation des instruments dématérialisés », *Banque & Droit* n° 73, 2000, p. 3.

P. LAPASSE, « Le nouveau régime juridique des opérations de pension », *Bull. Banque Fr.* 1967, p. 67.

N. LEBLOND, « Les garanties financières professionnelles ne seraient-elles plus des garanties ? », *PA* 2009, n° 59, p. 9.

P. LE CANNU :

« Le nantissement conventionnel des actions », *Bull. Joly* 1993, p. 1091 ;

« Le droit financier existe-t-il ? », *PA* 2004, n° 83, p. 4.

P.-M. LE CORRE, « Les incidences de la réforme du droit des sûretés sur les créanciers confrontés aux procédures collectives », *JCP E* 2007, n° 1185, p. 24.

F. LEDUC, « Le gage translatif de propriété, mythe ou réalité ? », *RTD civ.* 1995, n° 17, p. 313.

D. LEFRANC, « La maîtrise des risques juridiques des instruments financiers à terme de gré à gré », *Banque & Droit* juillet-août 1997, p. 11.

A.-V. LE FUR, « La protection de l'investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier », *RD bancaire et fin.* nov. 2010, étude 32.

V. LE GALL, « La liquidité sur le marché interbancaire s'assèche », *L'AGEFI* du 17 sept. 2008.

D. LEGEAIS :

« Gage de comptes d'instruments financiers », *RD bancaire et bourse* n° 64, 1997, p. 225 ;

« L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties des garanties réelles » in *Mélanges Michel Cabrillac*, Litec, 1999, p. 365 ;

« La réforme du droit des garanties ou l'art de mal légiférer », in *Mélanges Philippe Simler*, Dalloz/Litec, 2006, p. 367 ;

« La réforme des sûretés, la fiducie et les procédures collectives », *Rev. sociétés* 2007, p. 687 ;

« Le gage-espèces après la réforme des sûretés », *Droit et patrimoine* n 162, sept. 2007, p. 70.

Y. LEQUETTE, « Le droit international privé de la famille à l'épreuve des conventions internationales », *Acad. dr. int., Rec. des cours*, t. 246 (1994-II), p. 12.

H. LE NABASQUE, J.-M. GAILLARD et **M. BAFFREAU**, « L'assiette du nantissement de compte d'instruments financiers », *RD bancaire et bourse* n° 67, mai-juin 1998, p. 81.

L. LEVENEUR, « Introduction », in *La contractualisation de la famille*, D. FENOUILLET et P. de VAREILLES-SOMMIERES (ss dir.), Economica, 2001, coll. Etudes juridiques, p. 5.

R. LEVINE, « *The legal environment, banks and long-run economic growth* », 1998 *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 30 No. 3, 596.

R. LIBCHABER :

« Une fiducie française, inutile et incertaine », in *Mélanges en l'honneur de Philippe Malaurie*, Dalloz, 2005 ;

« Les aspects civils de la fiducie dans la loi du 19 février 2007 », *Deffrénois* 2007, p. 1094 et 1194.

A. LIENHARD, « Réforme du droit des entreprises en difficulté : présentation de l'ordonnance du 18 décembre 2008 », *D.* 2009, p. 110.

C. LISANTI, « Le nantissement des meubles incorporels : une sûreté d'un genre pluriel ? », in *Evolution des sûretés réelles : regards croisés Université-Notariat*, Colloque organisé par le laboratoire de droit privé de la faculté de droit de Montpellier et l'Arnu, Litec, 2008, coll. Colloques et Débats, p. 53.

K. LOBER, « *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial Instruments* », *ECB Legal Working Paper series No. 1* (2006), disponible sur <http://www.ecb.int/pub/pdf/scplps/ecblwpl.pdf>

K. LOBER et **E. KLIMA**, « *The Implementation of Directive 2002/47 on financial Collateral Arrangements* », *JIBLR* 2006, n° 4, p. 203.

K. LOBER et **P. PAECH**, « *Interconnecting Law of Securities Holding and Transfer* », *JIBFL* 1/2007.

E. LOQUIN, « Les sources du droit mondialisé », *Droit et patrimoine* n°96, sept. 2001, p.78.

J.-H. LORENZI, « Avant-Propos », in A. GAUVIN, *Droit des dérivés de crédit*, Revue Banque Edition, 2003.

Y. LUCAS, « L'impact de la crise financière sur les systèmes d'échange », *Bull. Banque Fr.* 1^{er} trimestre 2009, p. 3.

K. LUCIANO, « Fiducie-sûreté et plan de cession », *Revue proc. coll.* 2011, étude 9.

A. LUMEN, « Contribution à l'étude des dérivés de crédit », *Banque & Droit* janvier-février 2001, p. 14.

N. MADELAINE, « Pourquoi la crise financière n'est pas forcément terminée », *Les Echos* du 19 septembre 2008.

Ph. MALAURIE :

« La pensée juridique du droit civil au XX^e siècle », *JCP G* 2001, I 283 ;

« Petite note sur le projet de réforme du droit des contrats », *JCP G* 2008, I 204.

B. MALLET-BRICOUT, « Quelle efficacité pour la nouvelle fiducie-sûreté ? », *Droit et patrimoine* n° 185, oct. 2009, p. 79.

P.-G. MARLY, « A propos de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 sur les contrats de garantie financière, de quelques avatars du gage de compte d'instruments financiers », *Banque & Droit* n° 103, 2005, p. 32.

V. MARQUETTE et **G. STUER**, « Les nouvelles règles de conflit de lois relatives aux titres, aux créances et aux espèces », *Forum Financier/Droit Bancaire et financier* (revue belge), 2007/II.

D.-R. MARTIN :

« De la nature corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux) », *D.* 1996, chron., p. 47 ;

« Du gage d'actifs scripturaux », *D.* 1996, chron., p. 263 ;

« La théorie de la scripturalisation », *D.* 2005, p. 1702 ;

« Quel Gâchis », *RD bancaire et fin.* mai-juin 2005, p. 72 ;

« Gage d'instruments financiers », *Dictionnaire Joly bourse et produits financiers*, 1997-2, A.408, mis à jour au 28 févr. 2001.

L. MARTIN, « Sûretés traquées : crédit détraqué », *Banque* 1975, p. 1133.

B. MATHIEU, « La sécurité juridique : un produit d'importation dorénavant "made in France" », *D.* 2000, Point de vue, p. VII.

M.-E. MATHIEU, « Une garantie financière attractive : le gage sans dépossession », *Option finance* n° 887, juin 2006, p. 32.

J.-P. MATTOU :

« La sécurité et la responsabilité sur les marchés de produits dérivés de gré à gré », *PA* 1996, n° 56, p. 24 ;

« Le netting », *Rev. juris. com.*, n° spécial 1989, p. 65.

P. MAYER, « Les conflits de lois en matière de réserve de propriété après la loi du 12 mai 1980 », *JCP G* 1981, I 3019.

D. MAZEAUD :

- « Une nouvelle rhapsodie doctrinale pour une réforme du droit des contrats », *D.* 2009, p. 1364 ;
« Rapport de synthèse », in « Quel droit européen pour l'Union européenne ? », *RDC* 2009, p. 397.

C. MERKIN et B. de SAINT-MARS, « La garantie de bonne fin de la chambre de compensation du marché des valeurs mobilières », *RD bancaire et bourse* mars-avril 1994, p. 70.

J. MESTRE, « L'évolution du droit du contrat en droit privé français », in *L'évolution contemporaine du droit des contrats*, Journées Savatier, PUF, 1985, p. 41.

P. MINOR et C. COATALEM, « De la souplesse du gage de compte d'instruments financiers », *RD bancaire et fin.* 2004, p. 469.

B. MOJUYÉ, « Les droits intermédiés en common law américain », *RD bancaire et fin.* 2010, p. 6.

N. MOLFESSIS, « Les illusions de la codification à droit constant et la sécurité juridique », *RTD civ.* 2000, p. 186.

I. MOREAU-MARGREVE :

- « Du nouveau à propos des cessions de créance », *Vente et cession de créance*, CUP, Volume XV, Liège, 1997, p. 125 ;
« Evolution du droit et de la pratique en matière de sûretés », in *Les créanciers et le droit de la faillite*, C.D.V.A., Bruylant, 1983, p. 77 ;
« Faut-il réviser les dispositions du Code civil en matière de sûretés et dans l'affirmative, quelles seraient les grandes orientations d'une révision ? », in *Liber memorialis François Laurent, 1810-1887*, E. Story-Scientia, 1989, p. 581.

G. MORTON, « *Modernization of EU financial law: the directive on financial collateral arrangements* », *Euredia* 2003/1.

H. MOTULSKY, « Mission pratique de la philosophie du droit », *Archives de philosophie du droit*, Sirey, 1952, p. 175.

Ch. MOULY, « Efficacité en France des sûretés anglaises », *RD bancaire et bourse* 1992, p. 160.

J.-M. MOUSSERON, « Valeurs, biens, droits », in *Mélanges en l'honneur de A. Breton et F. Derrida*, Dalloz, 1991, p. 277.

S. MOUY, « Normes documentaires pour produits dérivés : la nouveauté 1994 », *Banque* 1994, p. 40.

S. MOUY et H. de VAUPLANE :

- « La réforme du nantissement des titres dématérialisés », *Banque & Droit* n° 48, juill.-août 1996, p. 3 ;
« Gage sur titres : une réforme innovante », *Banque* 1996, n° 573, p. 54 ;
« Nantissement de compte d'instruments financiers : la réforme enfin en place ! », *Banque* juill.-août 1997, n° 583, p. 55.

I. NAJJAR, « La "couverture" du marché à terme », *D.* 1993, chron., p. 45.

Ph. NEAU-LEDUC, « A propos de la réglementation des marchés financiers », in *Mélanges Michel Cabrillac*, Litec, 1999, p. 499.

S. NEUVILLE, « Chambres de compensation : conventions d'adhésion et sous-conventions », *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 74.

F. NIZARD, « Sécurité financière et transfert de titres en droit anglais et en droit New Yorkais », *PA* 21 octobre 2003, p. 12.

G. NOTTE, « Sécurité des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres financiers (Ord. n° 2011-398, 14 avr. 2011) », *JCP E* 2011, act. 220.

D. NOUY :

« Relations interbancaires et risques systémiques », *Banque* n° 535, févr. 1993, p. 26 ;

« La supervision indirecte des *hedge funds* », *Banque de France, Revue de la stabilité financière*, numéro spécial Hedge Funds, n° 10, avril 2007, p. 110.

Y. PACLOT :

« Remarques sur le démembrement des droits sociaux », *JCP E* 1997, I 674 ;

« Vers une régulation financière mondiale », *RD bancaire et fin.* nov.-déc. 2009, p. 1.

Ph. PAECH, « Notes explicatives sur l'avant-projet de convention Unidroit sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire », *Revue dr. unif.* 2005-1/2, p. 37.

H. PAGES et **D. HUMPHREY**, « *Settlement finality as a public good in large-value payment systems* », *ECB Working Paper No. 506*, juillet 2005, disponible sur : <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp506.pdf>

E. PARKER et **A. Mc GARRY**, « *The ISDA Master Agreement and CSA: close-out weakness exposed in the banking crisis and suggestions for change* », *JIBFL* 2009, n° 1, p. 16.

G. PARLEANI, « L'actif financier, un concept simple et opérationnel », in *Les concepts émergents en droit des affaires*, E. LE DOLLEY (ss dir.), LGDJ, 2010.

R. PAROLAI, **Ph. STOFFEL-MUNCK** et **F. ARMAND**, « Les sûretés en matière financière projetées dans une ère nouvelle par la directive "Collateral". L'introduction du droit d'utilisation : le *re-use* à la française, une "quasi-propriété" ? », *Banque & Droit* n° 103, sept.-oct. 2005, p. 3.

O. PARTSCH, « *Analysis of the current legal framework for clearing and settlement services in the European Union* », *Euredia* 2005, p. 15.

G. PASQUIER, « Produits dérivés et ventes à découvert : extension du domaine de la régulation », *PA* 2010, n° 250, p. 37.

F. PELTIER et **A. BROCHARD**, « Les fondements juridiques de la sécurité du Matif », *Banque & Droit* janv.-févr. 1989, p. 26.

F. PERALDI-LENEUF, « L'évolution des lois techniques en droit communautaire : rapport entre technicité, simplification et amélioration du droit », *PA* 2007, n° 134, p. 19.

Ph. PETEL, « Le nouveau droit des entreprises en difficulté : acte II », *JCP E* 2009, n° 1049.

J. PICKERING, « L'approbation de la convention-cadre PSA ISMA sur les pensions », *Banque et Stratégies* oct. 1997, p. 11.

S. PIEDELIEVRE :

« La mise en œuvre des sûretés réelles dans les procédures collectives », *PA* 2000, n° 188, p. 12 ;

« Le matériel et l'immatériel : Essai d'approche sur la notion de bien », in *Aspects du droit privé en fin du XX^e siècle, Etudes réunies en l'honneur de M. de Juglart*, LGDJ/Montchrestien/éd. techn., 1986, p. 55.

H. PIGOT, « *Steps towards the harmonisation of collateral law in Europe* », Butterworths *Journal of International Banking and Financial Law*, octobre 2000.

Ch. PISANI, « La réception de la fiducie par les praticiens, entretien », *PA* 15 mars 2007.

C. PITT, « Improving the legal basis for settlement finality », Butterworths *JIBFL* octobre 2003.

S. PLAIS, « Réflexions sur le gage de compte d'instruments financiers en couverture d'opérations de dérivés de gré à gré », *Banque & Droit* n° 87, janv.-févr. 2003, p. 3.

F. POLLAUD-DULIAN :

« Le principe d'égalité dans les procédures collectives », *JCP G* 1998, I 138 ;

« De quelques avatars de l'action en responsabilité civile dans le droit des affaires », *RTD com.* 1997, p. 349.

E. PONNET, « La réforme des marchés financiers, le point de vue des banques », *RPS* (revue belge) 2003, p. 375.

R. POTOK :

« *Article 9(2) European Union finality directive* », Butterworths *Journal of International Banking and Financial Law*, juillet-août 1999 ;

« Legal certainty for securities held as collateral », *International Financial Law Review* décembre 1999.

C. POULLET, « Les garanties financières : une efficacité renforcée au détriment des droits des autres créanciers? », *RPS* (revue belge) 3/2005, p. 245.

S. PRAICHEUX :

« La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière », *RD bancaire et fin.* mai-juin 2005, p. 56 ;

« Instruments financiers à terme », *Rép. sociétés Dalloz*, 2009 ;

« La garantie financière, esquisse d'une sûreté européenne », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2010, p. 97 ;

« Sûretés financières », *Rép. sociétés Dalloz*, oct. 2010.

S. PRAICHEUX et **D. ROBINE**, « Garanties financières », *Dictionnaire Joly Bourse*.

A. PRÛM, « La crise financière défie les autorités européennes et américaines de surveillance », *RD bancaire et fin.* mai-juin 2008, p. 1.

S. PUEL, « *Prime brokerage* : la réglementation évolue », *Banque stratégie* n° 224, mars 2005, p. 13.

- P. PUIG**, « La fiducie et les contrats nommés », *Droit et patrimoine* juin 2008, p. 68.
- M. QUERE**, « La recherche d'une protection des créanciers contre les « sauvegardes hostiles », *RD bancaire et fin.* juill.-août 2010, p. 96.
- P. REIGNE** et **T. DELORME**, « Le Code monétaire et financier et les valeurs mobilières », *JCP E* 2001, p. 214.
- I. RIASSETTO**, « Réflexions sur la nature juridique des garanties professionnelles », *PA* 1996, n° 151, p. 4.
- M.-A. RIBEYRE**, « Et si l'économie tenait le juridique en l'état », éditorial, *Droit et patrimoine* n° 127, juin 2004, p. 3.
- J.-F. RIFFARD**, « Propriété et garanties : faut-il destituer la reine des sûreés ? Ou du caractère soluble de la propriété-sûreté dans le Guide Législatif de la CNUDCI sur les opérations garanties », in *Repenser le droit des sûretés mobilières*, M.-E. ANCEL (ss dir.), LGDJ, 2005, p. 29.
- D. ROBINE** :
- « La réforme du gage de compte d'instruments financiers par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 400 ;
 - « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 523 ;
 - « Le gage de compte d'instruments financiers », *Droit et patrimoine* n° 106, juill.-août 2002, p. 70 ;
 - « Domaines du gage de droit commun et du gage de véhicule automobile : *specialia generalibus derogant* », *Lexbase hebdo* n° 285.
- R. ROBLLOT**, « Les sûretés mobilières sans déplacement », in *Etudes George Ripert*, LGDJ, 1950, p. 362.
- S. M. ROCKS** et **P. CHRISTOPHOROU**, « Memorandum Regarding the 1994 Uniform Version of Article 8 of the Uniform Commercial Code and the Federal Book-Entry Regulations », in *Conference on Revised Article 9 of the uniform commercial Code ALI-ABA*, 2001, p. 2.
- R. RODIERE**, « La couverture dans les opérations de bourse », *Rev. crit.*, 1934, p. 38.
- J. S. ROGERS** :
- « Revised UCC Article 8 : Why It's Needed, What It Does », C965 ALIABA 285, 1994 ;
 - « Policy Perspectives on revised UCC Article 8 », 43 *UCLA Law review*, 1431, 1996.
- N. RONTCHEVSKY**, « Promulgation de la partie législative du Code monétaire et financier », *RTD com.* 2001, p. 176.
- N. RONTCHEVSKY**, **J.-P. STORCK** et **M. STORCK**, « Le réalisme du droit des marchés financiers », in *Liber amicorum Dominique Schmidt*, éd. Joly, 2005, p. 425.
- Ph. ROUSSEL GALLE**, « Premier aperçu sur l'ordonnance du 18 décembre 2008 réformant le droit des entreprises en difficulté », *PA* 2008, n°257, p. 3.
- M. ROUSSILLE**, « La consécration de la compensation globale par la loi NRE », *RD bancaire et fin.* sept.-oct. 2001, p. 311.

L. RUET, « La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse à terme », *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 521.

C. SAINT-ALARY-HOUIN :

« Présentation générale de l'évolution de la situation des créanciers », *in La situation des créanciers d'une entreprise en difficulté*, Montchrestien, 1998, p. 1 ;

« Rapport de synthèse du colloque portant sur les sûretés et les procédures collectives : morceaux choisis », *PA* 20 septembre 2000, p. 40.

S. SAINT-PE :

« Les gérants d'actifs et la compensation des produits dérivés », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 164 ;

« L'harmonisation européenne du droit des titres détenus auprès d'un intermédiaire », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 280.

L. SCHEER, « Argent gratuit et crash virtuel », *Les Echos* du 7 mars 1996, p. 44.

A. SCHMITT et **I. OMES**, « Chronique de droit bancaire et financier 2005 (Luxembourg), IV, La loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière », *Droit bancaire et financier* (revue belge) 2006/VI, p. 370.

S. L. SCHWARCZ :

« *Indirectly held securities and intermediary risk* », *Uniform Law Review*, 2001-2 ;

« *Intermediary Risk in a Global Economy* », *Duke Law Journal*, 2001, 1541.

J. SEKOLEC, « The UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency », *in M. Giovanoli and G. Heinrich (Eds): International Bank Insolvencies – A Central Bank's Perspective*, 1999.

Th. SERROUYA, « Les trackers présentent aussi des risques », *La Tribune* du 3 nov. 2008.

Y. SEXER, « Nantissement de compte d'instruments financiers », *Bull. ANSA* mai-juin 1997, n° 2892.

Z. SIKFALI, « Financement d'acquisitions d'entreprises – Quelques réflexions de droit comparé sur les régimes juridiques et les pratiques en France, aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne », *in Mélanges AEDBF-France*, 2001, p. 299.

L. SIMON, « Essai de classification des sûretés issues de la pratique et problèmes juridiques qu'elles posent », *in Les sûretés*, Colloque de Bruxelles des 20 et 21 octobre 1983, FEDUCI, 1984, p. 277.

V. SIMONART, « Le *netting* et le *clearing* : notions fondamentales », *Revue de la banque*, mars 1994, p. 121.

B. SOINNE, « Brèves réflexions sur la réforme du droit des sûretés en France », *Revue proc. coll.* 2006, p. 9.

J. SOINNE :

« Les garanties du financement des entreprises, la publicité des garanties financières de l'entreprise : gage d'efficacité », *Revue proc. coll.* 2005, p. 30 ;

« La publicité des garanties financières de l'entreprise : gage d'efficacité ? », *PA* 2005, n° 104, p. 19.

J. H. SOMMER, « *A Law of Financial Accounts: Modern Payment and Securities Transfer* », *The Business Lawyer*, Vol. 53, No. 2, 1998, p. 1182.

J.-P. SORTAIS, « La situation des créanciers titulaires de sûretés et de privilèges dans les procédures collectives », *RTD com.* 1976, p. 269.

Bl. SOUSI, « La procédure Lamfalussy à l'épreuve de la directive concernant les marchés d'instruments financiers », *Euredia* 2004/2, p. 209.

P. STEPHAN :

« La compensation », in *La modernisation des activités financières*, Th. BONNEAU (ss dir.), GLN Joly, 1996, p. 187 ;

« Marchés dérivés et gestion de risques financiers : compétence et devoir des dirigeants sociaux », *Bull. Joly Bourse* 1995, p. 95 ;

« Pourquoi une nouvelle réforme de la loi du 28 mars 1885 », *Bull. Joly Bourse* 1994, p. 5.

M. STORCK :

« Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *RTD com.* 2005, p. 375 ;

« Le nantissement de meubles incorporels », colloque « La réforme du droit des sûretés », Strasbourg, juin 2006, disponible sur : <http://www-cde.u-strasbg.fr/CDE/Annexes/colloque%20s%C3%BBret%C3%A9s%20juin%2006-oral.pdf>

J. STOUFFLET :

« L'usage de la propriété à des fins de garantie », in *Les sûretés*, Colloque de Bruxelles des 20 et 21 octobre 1983, FEDUCI, 1984, p. 319 ;

« Le nantissement de meubles incorporels », *JCP E* 2006, n° 20, I, p. 2.

A.-M. STRANART, « Rapport de synthèse », in *Les sûretés*, Colloque de Bruxelles des 20 et 21 octobre 1983, FEDUCI, 1984, p. 551.

D. STUCKI, « La fiducie : un outil juridique nouveau pour les opérations de fusions et acquisitions ? », *Actes Pratiques et Ingénierie Sociétaire* n° 1, 2008, p. 1.

D. SUETENS, « *Collateralization and the ISDA Credit Support Annex* », *International Financial Law Review*, août 1995, p. 15.

H. SYNDET :

« L'objet du gage de compte d'instruments financiers », in *Droit et actualité, Etudes offertes à Jacques Béguin*, Litec, 2005, p. 719 ;

« Le nantissement de meubles incorporels », *Droit et patrimoine* n° 140, sept. 2005, p. 64 ;

« Le nantissement des meubles incorporels », in « Rapport "Grimaldi" : pour une réforme globale des sûretés », *Droit et patrimoine* n° 140, sept. 2005, p. 64 ;

« Introduction », in « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2009, p. 24 ;

« Le droit financier n'est-il pas en retard d'une guerre ? » in « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2009, p. 24 ;

« La faillite de Lehman Brothers : premiers enseignements, Dossier introduction », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2009, p. 51.

M.-E. TERRET, « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *Bull. Banque Fr.* mai 2005, n° 137, p. 39.

B. TESTON, « Les sûretés réelles mobilières anglo-saxonnes », *Droit et patrimoine* juin 2001, p. 74.

Ph. THERY, « La différenciation du particulier et du professionnel : un aspect de l'évolution du droit des sûretés », *Droit et patrimoine* 2001, p. 53.

L. THEVENOZ, « De Rome à La Haye : les enjeux des projets internationaux », in *20 ans de dématérialisation des titres en France*, H. de VAUPLANE (ss dir.), Revue Banque Edition, 2005, p. 121.

B. THULLIER, « Panorama de législation et de jurisprudence en droit civil de l'entreprise, illustrations marquantes des relations entre droit commun et droits spéciaux, droits des obligations et contrats spéciaux, droit des obligations et droit financier », *D.* 2005, p. 1428.

N. TISON, « *Competing for Legal Certainty : The Regime of Dematerialised Securities in Belgian Law* », in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, H. de VAUPLANE (ss dir.), Revue Banque Edition, 2005, p. 251.

F. T'KINT, « La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », *Charleroi*, le 10 février 2003, p. 4.

F. T'KINT et **W. DERIJCKE**, « La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés », *Euredia* (revue belge) 2003/1, p. 41.

M. TOUCH, « Le contrôle des droits de vote dans les sociétés cotées », *RD bancaire et fin.* juill. 2007, étude 13.

D. TURING, « *The EU Collateral Directive* », Butterworths *JIBFL*, mai 2002.

D. TURING et **K. LESTER**, « *Implementation of the EU Directive on Financial Collateral Arrangements in the United Kingdom* », *JIBLR* 2005, p. 65.

J.-L. VALLENS, « L'attractivité du nouveau droit français de l'insolvabilité », *PA* 2007, n°119, p. 55.

J. van COMPERNOLLE, « Les sûretés réelles en droit belge », in *Les sûretés*, Colloque de Bruxelles des 20 et 21 octobre 1983, FEDUCI, 1984, p. 57.

P. van OMMESLAGHE :

« L'intérêt d'une application limitée du principe de l'égalité des créanciers », rapport présenté à l'occasion de la journée consacrée aux questions pratiques et actuelles du droit de la faillite par l'Association belge des femmes juristes et l'Association belge des juristes d'entreprise, le 30 janvier 1986, doc. dact. ;

« Les sûretés nouvelles issues de la pratique – Développements récents », in *Le droit des sûretés*, Ed. Jeune Barreau, 1992 ;

« Sûretés issues de la pratique et autonomie de la volonté », in *Les sûretés*, Colloque de Bruxelles des 20 et 21 octobre 1983, FEDUCI, 1984, p. 345.

I. VEROUGSTRAETE, « Le développement des sûretés et les entreprises en difficulté », in *Les sûretés*, Colloque de Bruxelles des 20 et 21 octobre 1983, FEDUCI, 1984, p. 532.

A. VIANDIER :

« Réglementation des offres publiques et droit des sociétés : l'expérience française », *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 7 ;

« Le modèle français de relation entre le juge et les autorités de marché », *Bull. Joly Bourse* 1994, p. 249.

S. WEBER, « *The Law Applicable to Bonds* », in *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Sweet and Maxwell, 1999, p. 30.

Th. J. WERLEN et **S. M. FLANAGAN**, « *The 2002 Model Netting Act : A Solution for Insolvency Uncertainty* », *JIBFL*, avril 2002, p. 154.

R. M. WIBIER, « *Financial Collateral in the Netherlands, England and under the EU Collateral Directive. Traditional and novel ways of taking security over cash and securities* », *Tilburg Institute of Comparative and Transnational Law, Working Paper* n° 2008/11.

G. WIEDERKEHR, « Pactes commissoires et sûretés conventionnelles », in *Mélanges A. Jauffret*, Faculté de droit d'Aix-Marseille, 1974, p. 661.

C. WITZ :

« Les sûretés mobilières anglo-américaines au regard du droit français des sûretés », *RD bancaire et bourse* juin-juillet 1992, p. 146 ;

« Les transferts fiduciaires à titre de garantie », in *Les opérations fiduciaires*, FEDUCI-LGDJ, 1985, p. 55.

J.-C. WOOG, « La protection du créancier », *RJ com.* 1999, n° 1, p. 1.

A.-F. ZATTRA-GROS, « La contractualisation du droit des entreprises en difficultés », in *Mélanges en l'honneur de Daniel Tricot*, Dalloz/Litec, 2011, p. 623.

F. ZENATI-CASTAING, « La propriété, mécanisme fondamental du droit », *RTD civ.* 2006, p. 445.

Dossier « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2009, Etudes, p. 24.

Dossier « Les garanties financières », H. SYNDET (ss dir.), *RD bancaire et fin.* janv.-févr. 2007.

« *The Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of laws held at St John's College* » (Oxford Univ.), *JIBFL* septembre 1998.

V. SOURCES EUROPEENNES, INTERNATIONALES ET ETRANGERES

A. Sources européennes

1. Propositions, rapports, communiqués, avis et documents de travail

Communication de la Commission, du 28 octobre 1998, sur les « Services financiers : élaborer un cadre d'action ».

Communication de la Commission, COM(1999)232, 11 mai 1999.

Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les contrats de garantie financière, Bruxelles, le 27 mars 2001, COM(2001) 168 final, 2001/0086 (COD).

Communiqué de presse de la Commission sur la proposition de directive, IP/01/464, du 30 mars 2001.

Document de travail des services de la Commission européenne, « *Analyse de l'impact accompagnant la proposition de directive modifiant la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, en ce qui concerne les systèmes liés et les créances privées* ».

Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability, ECB Monthly Bulletin, 2004, p. 81, disponible sur le site internet:

<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200411en.pdf>

Avis de la Banque Centrale Européenne du 17 mars 2005, (2005/C81/08).

Integration and efficiency in collateral markets – a central bank perspective – Speech by Gertrude Tumpel-Gugerell, Member of the Executive Board of the ECB, Euroclear Collateral Solutions Workshop and Conference, Bruxelles, 2005, disponible sur le site internet : <http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050301.en.pdf>

Commission Staff Working Document, Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention, SEC(2006)910, Bruxelles, 3 juillet 2006.

Questionnaire de la commission européenne mis en place dans le cadre de la procédure d'évaluation de la directive *Collateral*, MARKT/G2/D(2006), janvier 2006.

Avis de la Banque Centrale Européenne du 7 août 2008 sur une proposition de directive modifiant la directive 98/26/CE et la directive 2002/47/CE (CON/2008/37) (2008/C 216/01).

Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending the Settlement Finality Directive and the Financial Collateral Directive Impact Assessment, COM(2008)213 final, SEC(2008)aaa.

Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux COM(2010) 484 final du 15 septembre 2010.

Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil, concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement [EMIR sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux], Bruxelles, 20 octobre 2011, COM(2011) 652 final, 2011/0296.

2. Textes européens

Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil, du 19 mai 1998, concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, *JOCE*, L 166, du 11 juin 1998, p. 45.

Directive bancaire 89/646/CEE du 15 décembre 1989 visant la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (*JOCE* L 386/1 du 30 décembre 1989).

Directive coordonnée 2000/12/CE du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (*JOCE* L 126 du 26 mai 2000).

Règlement CE n° 1346-2000, du 29 mai 2000.

Directive 2009/44/CE du 6 mai 2009, modifiant la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.

B. Sources internationales et étrangères

1. Rapports et documents de travail

Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, The Giovannini Group, novembre 2001.

Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, The Giovannini Group, avril 2003.

HM Treasury, *Implementation of the Directive on financial Collateral Arrangements*, juillet 2003, p. 41.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, « Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres » (Dispositif révisé), juin 2004.

EFMLG Report, *Protection for bilateral insolvency set-off and netting agreements under EC law*, 2004, disponible sur le site internet :
http://www.efmlg.org/Docs/report_on_netting_final_301004.pdf

EFMLG Report, *The regulation of close-out netting in the new Member States of the European Union*, 2005, disponible sur le site internet :
http://www.efmlg.org/Docs/EN_EFMLG_netting%20report%20incl%20annex_clean_Oct2005.pdf

Report of the Alternative Investment Expert Group to the European Commission Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe, European Commission, Internal Market and Services DG, juillet 2006.

The implementation of monetary policy in the Euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, ECB Publications, 15 septembre 2006.

Second Advice of the Legal Certainty Group, Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU, août 2008.

National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, The Financial Crisis Inquiry Report, janv. 2011.

Bank of International Settlements, « Semi-annual OTC derivatives statistics at end-June 2011 », disponible sur le site internet : www.bis.org/statistics/derstats.htm.

Rapport *ICMA repo market survey*, disponible sur le site internet : www.icma-group.org

ISDA Margin Surveys (2007, 2008, 2009, 2010 et 2011), disponible sur le site internet : www.isda.org

« *Market Review of OTC Derivative Bilateral Collateralization Practices* », publié par l'ISDA, disponible sur le site : www.isda.org

International Swaps and Derivatives Association, Lettre à MM. Guillaume Tabourin et Philippe Troussard, Secrétariat Général de la Commission Bancaire, relative aux modalités de calcul du ratio international de solvabilité, Paris, 17 février 2006, disponible sur le site internet de l'ISDA, www.isda.org

European Commission, DG Internal Market and Services, Financial Markets Infrastructure : Presentation on the EC Collateral Directive, disponible sur le site internet : http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/collateral/directive-presentation_en.pdf

Report from the Commission, Evaluation report on the Settlement Finality Directive 98/26/EC (EU 25) (COM(2005) 657 final), disponible sur le site internet : http://ec.europa.eu/internal_market/financialmarkets/docs/settlement/evaluation_report_en.pdf

2. Textes étrangers et internationaux

Loi luxembourgeoise du 21 décembre 1994 relative aux opérations de mise en pension, *Mémorial A* n° 124, du 31.12.1994, p. 3069.

Loi luxembourgeoise du 1^{er} août 2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie, *Mémorial A* n° 106 du 31.08.2001, p. 2183.

Loi du 15 décembre 2004 relative aux sûretés financières et portant des dispositions fiscales diverses en matière de conventions constitutives de sûreté réelle et de prêts portant sur des instruments financiers *Moniteur belge* du 1er février 2005, p. 2961.

Loi luxembourgeoise du 5 août 2005 sur les contrats de garanties financières, *Memorial A*, n° 128, 16 août 2005.

Loi du 26 septembre 2011 transposant la Directive 2009/44/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 mai 2009 modifiant la Directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la Directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, en ce

qui concerne les systèmes liés et les créances privées, *Moniteur belge* du 10 novembre 2011 p. 67839.

Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire, du 5 juillet 2006, sur le site internet : www.hcch.net

Convention Unidroit sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés, adoptée à Genève, le 9 octobre 2009, *UNIDROIT 2007, Etude LXXVIII - Doc. 95*, août 2007, disponible sur le site internet : www.unidroit.org

Dodd-Franck Wall Street Reform and Consumer Protection Act, signée par le président le 21 juillet 2010.

TABLE DES DECISIONS CITEES

I. JURIDICTIONS DU PREMIER DEGRE

Trib. com. Seine, 2 mai 1941 :
JCP 1942, 11, 1811, note R. RODIERE.

TGI Paris, 2 févr. 1996 :
Rev. arb. 1998, p. 577.

II. COURS D'APPEL

CA Bordeaux, 27 avr. 1885 :
DP 1886, 2, p. 263.

CA Poitiers, 24 mai 1897 :
DP 1897, 2, p. 27

CA Douai, 19 avril 1956 :
RTD civ. 1956, p. 561.

CA Aix-en-Provence, 9 mai 1972 :
JCP 1974, II 17900, note C. SCAPEL.

CA Paris, 6 mai 1975 :
JCP 1975, II 18128.

CA Paris, 1^{re} ch., sect. CBV, 24 juin 1991, *Sté Devanlay c/ Sté Galeries Lafayette*,
JurisData n° 1991-024217 :
Bull. Joly Sociétés 1991, p. 771 et 806, note A. VIANDIER ;
JCP E 1991, II 215, note T. FORSCHBACH ;
Rev. sociétés 1992, p. 70, note D. CARREAU et J.-Y. MARTIN ;
RJ com. 1991, p. 305, note C. GOYET ;
RJDA 1991, n° 720.
RTD com. 1992, p. 833, obs. Y. REINHARD.

CA Limoges, 29 oct. 1991 :
Dr. sociétés 1991, n° 204.

CA Paris, 3^e ch., 10 nov. 1992, *Société Pacific Finance c/ Société American Express* :
Dr. sociétés 1993, n° 128, note H. HOVASSE.

CA Versailles, 30 mai 1996 :
Bull. Joly Bourse 1996, p. 622, obs. F. PELTIER.

CA Caen, 29 avril 1997 :
Rev. proc. coll. 1997, p. 417.

CA Paris, 20 oct. 1999 :

D. 2000, somm., p. 254, obs. Y. REINHARD ;
Bull. Joly Sociétés 1999, p. 122, § 29, note P. LE CANNU ;
JCP E 1999, p.1433, obs. J.-J. DAIGRE ;
RJDA 1998, n° 1365 ;
RTD com. 1999, p. 153, obs. C. GOYET.

CA Montpellier, 1^{re} ch. B, 4 mars 2003, *JurisData* n° 2003-216256.

CA Paris, 1^{re} ch. sect. H, 8 avr. 2009, *Société Générale c/ Day Trade Asset Managementi*, n° 2008/22218 :

Bull. Joly Bourse mai 2009, p. 191, note A. PRUM et I. RIASSETTO.

III. COUR DE CASSATION

Cass. req., 13 févr. 1834 :

DP 1834, 1, 118 ;
H. CAPITANT, F. TERRE et Y. LEQUETTE, *Grands arrêts de la jurisprudence civile*, 12^e éd., Dalloz, 2008, n° 65, p. 421 ;
S., 1834, 1, 205.

Cass. req., 16 janv. 1861, *Lizardi c/ Chaize et autres* :

B. ANCEL et Y. LEQUETTE, *préc.*, n° 5.

Cass. req., 19 mars 1872, *Craven* :

S. 1872, 1, 238

Cass. req., 27 nov. 1882 :

DP 1883, 1, 199.

Cass. req., 12 nov. 1884 :

DP 1884, 7, 468.

Cass. civ., 24 juin 1891 :

DP 1899, 1, 185.

Cass. civ., 14 juin 1892 :

DP 1893, 1, 500.

Cass. req., 31 mai 1897, 1, 552.

Cass. civ., 25 mars 1903 :

DP 1904, 1, 273, note E. GUENEE.

Cass. civ., 29 mai 1925 :

DH 1925, p. 426.

Cass. req. 30 mars 1926, 217.

- Cass. req., 24 mai 1933, *Sté Administratie Kantoor de Mas c/ Synd. Soc. Automobiles Ravel* :
S. 1935, 1, 257, note H. BATIFFOL ;
Rev. crit. DIP 1934.142, note J.-P. NIBOYET.
- Cass. req., 27 déc. 1938 :
Rev. gén. dr. faillites 1939, p. 179.
- Cass. req., 15 janv. 1940 :
Gaz. Pal. 1940, 1, p. 303.
- Cass. 1^{re} civ., 17 nov. 1959, *Bull. civ. I*, n° 480 :
Banque 1980, p. 160, obs. X. MARIN ;
D. 1960, somm., p. 37 ;
RTD civ. 1960, p. 138, n° 5, obs. H. SOLUS.
- Cass. com., 28 oct. 1964, *Bull. civ. III*, n° 456.
- Cass. com., 13 janv. 1965, *Bull. civ. III*, n° 38 :
JCP G 1966, II 14469, note D.-R. MARTIN.
- Cass. 1^{re} civ., 25 janv. 1966, *Royal Dutch c/ Labadie* :
Rev. crit. DIP 1966, p. 238.
- Cass. com., 4 janv. 1967, *Bull. civ. IV*, n° 9.
- Cass. 1^{re} civ., 8 juillet 1969, *Sté DIAC c/ Alphonse Oswald* :
B. ANCEL et Y. LEQUETTE, préc., n° 48 ;
JDI 1970, p. 916, note J. DERRUPE ;
JCP G 1970, II 16182, note H. GAUDEMET-TALLON ;
Rev. crit. DIP 1971, p. 75, note Ph. FOUCHARD.
- Cass. 1^{re} civ., 17 oct. 1972, *Adouze c/ Royal Dutch* :
Rev. crit. DIP 1973, p. 520, note H. BATIFFOL.
- Cass. 1^{re} civ., 3 mai 1973, *Sté Nederlandsche Middenstands Financierings Bank N.V. c/ Girard et autres* :
JDI 1975, p. 74, note Ph. FOUCHARD ;
Rev. crit. DIP 1974, p. 108, note E. METZGER.
- Cass. 1^{re} civ., 13 oct. 1982, *Bull. civ. I*, n° 286.
- Cass. 1^{re} civ. 8 mars 1988, *Bull. civ. I*, n° 65 :
D. 1989, jur., p. 577, note J. ROBERT ;
Rev. arb. 1989, p. 473.
- Cass. 1^{re} civ., 15 févr. 1991, *Bull. civ. I*, n° 44 :
Rev. arb. 1991, p. 625.
- Cass. 1^{re} civ., 4 févr. 1992, *Bull. civ. I*, n° 38 :
D. 1992, jur., p. 181, note G. CAS ;
Rev. arb. 1992, p. 663.
- Cass. com., 11 mai 1993, *Bull. civ. IV*, n° 184.

- Cass. com., 17 mai 1994, *Bull. civ. IV*, n° 1808, *JurisData* n° 1994-001009 :
D. 1995, jur., p. 124, note Ch. LARROUMET ;
JCP E 1994, pan., p. 959 ;
JCP G 1994, IV 1808.
- Cass. com., 2 nov. 1994 :
D. 1995, p. 182.
- Cass. com., 17 oct. 1995, *BNP c/ Tournier*, inédit.
- Cass. com., 9 avr. 1996, *JurisData* n° 1996-001498 :
D. 1996, jur. p. 399, note Ch. LARROUMET ;
JCP E 1996, pan., 583 ;
JCP G 1996, IV 1341 ;
JCP N 1996, II p. 1520.
- Cass. com., 28 mai 1996, pourvoi n° 94-10.361 :
D. 1996, somm., p. 310.
- Cass. com., 14 janv. 1997, pourvoi n° 94-18.574, inédit.
- Cass. com., 28 janv. 1997, n° 94-20.554 :
D. 1997, somm. p. 214, obs. A. HONORAT.
- Cass. com., 12 nov. 1997, pourvoi n° 95-14.900.
- Cass. com., 20 janv. 1998, pourvoi n° 95-16.402, *Bull. civ. IV*, n° 28.
- Cass. soc., 12 mai 1998, *Bull. civ. V*, n° 243 :
D. 1998, IR, p. 149.
- Cass. 1^{re} civ., 23 mars 1999, *Bull. civ. I*, n° 108.
- Cass. com., 4 juill. 2000, *Bull. civ. IV*, n° 136
Banque & Droit n° 75, 2001, p. 44, note F. JACOB ;
JCP G 2000, IV, 2501.
- Cass. com., 5 mars 2002, *Bull. civ. IV*, n° 48:
D. 2002, AJ, p. 1139, obs. A. LIENHARD.
- Cass. Ass. Plén., 17 mai 2002, *Bull. A.P.*, n° 1 :
JCP G 2002, II 10131, note J. MONEGER.
- Cass. 1^{re} civ., 2 oct. 2002, *Bull. civ. I*, n° 230.
- Cass. com., 13 nov. 2002 :
Actualités du droit des procédures collectives, n° 1/2003, n° 8.
- Cass. com., 10 déc. 2002 :
D. 2003, AJ, p. 134, obs. A. LIENHARD.
- Cass. com., 14 janv. 2003 :
Banque & Droit n° 88, mars-avril 2003, p. 33, obs. H. de VAUPLANE et
J.-J. DAIGRE ;
Bull. Joly Bourse 2003, p. 254, note L. RUET.
- Cass. com., 4 févr. 2003 :
Banque & Droit n° 89, 2003, p. 52.

- Cass. com., 23 avr. 2003 :
JCP E 2003, 1116, note D. SCHMIDT et M. DELESPAUL ;
RD bancaire et fin. 2003, p. 291.
- Cass. com., 8 juill. 2003, *Bull. civ.* IV, n° 118.
- Cass. com., 31 janvier 2006, *Bull. civ.* IV n° 19 :
Dr. sociétés 2006, n° 94, obs. T. BONNEAU.
- Cass. com., 6 mars 2007 :
RD bancaire et fin. 2007, n° 130.
- Cass. com., 30 sept. 2008, pourvoi n° 07-12.768, *Bull. civ.* IV, n° 165 :
Banque & Droit 2008, comm. 68, p. 48, obs. N. RONTCHEVSKY ;
D. 2008, p. 2596, obs. X. DELPECH ;
BRDA 2008, n° 17, p. 8 ;
JCP E 2008, I 2353, note S. PIEDELIEVRE ;
JCP G 2008, II 10192 ;
RD bancaire et fin. 2008, comm. 171, p. 43, note A. CERLES ;
RD bancaire et fin. 2009, comm. 33, note Th. BONNEAU ;
RJDA 2008, n° 1311 ;
RLDC 2008/54, n° 3188, obs. G. MARRAUD DES GROTTES ;
RLDC juin 2009, p. 25, note I. RIASSETTO ;
RTD civ. 2008, p. 706, obs. P. CROCQ ;
RTD com. 2009, p. 202, obs. B. BOULOC.
- Cass. com., 15 décembre 2009, pourvoi n° 08-14949, *Société Aenix et autres c/ Société Access Graphics BV* :
Gaz. Pal. 2010, n° 21, p. 28.

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE	13
PRINCIPALES ABRÉVIATIONS EMPLOYÉES	15
INTRODUCTION GÉNÉRALE	19
-I- LE CONTEXTE D'ÉMERGENCE DES GARANTIES SUR ACTIFS FINANCIERS.....	24
-II- LES GARANTIES SUR ACTIFS FINANCIERS DANS LE CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER	33
§ 1 Absence de structuration de la matière	36
A. Multiplication des institutions et des réformes	37
B. L'approche tantôt globalisante, tantôt technique, tantôt sectorielle	38
§ 2 Champ d'application restreint aux garanties sur actifs financiers présentant un caractère dérogatoire.....	40
A. Le caractère dérogatoire dans les garanties sur actifs financiers.....	44
B. Les techniques de garantie sur actifs financiers présentant un caractère dérogatoire	46
I^{RE} PARTIE LES DIFFÉRENTES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES	55
TITRE I LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES	61
CHAPITRE I DÉFINITION DE LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES	63
Section 1 : La notion de contrats dits de « garantie financière »	63
§ 1 La difficile appréhension de la notion de « contrat de garantie financière » de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.....	64
A. Imprécision de la notion de « contrat de garantie financière ».....	64
1. Les contrats de garantie financière dans la directive Collateral.....	64
2. L'appréhension par le droit français de la notion européenne de « contrats de garantie financière ».....	68
B. Imprécision des contours de la notion de « contrat de garantie financière »	69
1. La notion de contrat de garantie financière recouvre-t-elle l'ensemble des garanties contenues dans l'ordonnance du 24 février 2005 ?	70
2. La notion de contrat de garantie financière recouvre-t-elle exclusivement les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier ?	72
§ 2 Tentative de définition de la « garantie financière »	72
A. Éléments de définition	73
1. Aspects terminologiques de la garantie des obligations financières	73
2. Des éléments pour une définition	75
B. Nature du contrat qui porte « garantie des obligations financières ».....	77
1. Le contrat de garantie des obligations financières est-il une sûreté ?	78
2. L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier : un régime qui se greffe sur des sûretés.....	80
Section 2 : L'appui sur des garanties sous-jacentes.....	83
§ 1 Les remises en pleine propriété éligibles au titre des contrats de garantie financière	84
A. Les remises en pleine propriété spécifiques aux opérations de marché	85
1. Les remises en pleine propriété sur les marchés réglementés.....	85
2. Les remises en pleine propriété sur les marchés de gré à gré	86
B. Les remises en pleine propriété pouvant être utilisées en dehors des marchés.....	87
1. Les pensions et prêts de titres	88
a. La notion de pension de titres.....	89
b. Le champ d'application des opérations de pension	92
2. Les fiducies-sûretés	94
§ 2 Les « sûretés » éligibles au sens de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier	95
A. Les sûretés de droit français éligibles au titre de la « constitution de sûreté ».....	96
1. Que faut-il entendre par « constitution de sûreté » au sens de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier	97
a. Une formulation malheureuse	98
b. L'inclusion des sûretés réelles translatives de propriété.....	100
2. Les formes de nantissement admises au titre de la « constitution de sûreté » de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.....	102
a. Le nantissement de compte-titres	103
b. Les nantissements de droit commun	107

B. Une définition qui peut embrasser des sûretés de droit étranger	109
CHAPITRE II CRITÈRES D'APPLICATION DE LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES.....	113
Section 1 : Le domaine d'application quant aux actifs	114
§ 1 Le mécanisme de garantie utilisé : un élément déterminant de la composition de l'assiette de la garantie.....	115
A. La spécificité des domaines de chacune des garanties sous-jacentes	116
B. Articulation du domaine de l'article L. 211-38 avec les domaines des garanties sous-jacentes	117
§ 2 La composition de l'assiette des garanties des obligations financières	120
A. Les actifs scripturalisés	121
1. Les instruments financiers	121
2. Les sommes d'argent	123
B. Les nouveaux actifs admis au titre des garanties des obligations financières	124
1. Les créances	124
2. Les valeurs, effets et contrats	126
Section 2 : La définition du champ d'application en référence à la qualité des parties et la nature de l'obligation	130
§ 1 Les éléments de définition du champ d'application	130
A. La qualité des parties comme élément déterminant de la définition du champ d'application.....	130
1. La restriction des parties éligibles au titre de la garantie des obligations financières	131
2. Mise en œuvre	132
B. La nature des obligations garanties comme élément déterminant de la définition du champ d'application	134
1. L'obligation garantie : une obligation financière.....	135
2. La flexibilité dans les traits de l'obligation garantie	137
§ 2 Le critère croisé de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier	140
A. Un régime général	140
B. Un régime sectoriel	141
C. Le champ d'application des garanties financières en droit comparé.....	143
CONCLUSION DU TITRE	147
TITRE II LES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES AUTRES QUE LA GARANTIE DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES.....	149
CHAPITRE I LA COUVERTURE SUR LES MARCHÉS RÉGLEMENTÉS	151
Section 1 : La notion de couverture sur les marchés réglementés.....	152
§ 1 Définition de la notion de couverture	153
A. Nature juridique de la couverture	154
B. La couverture dans les textes.....	157
1. La couverture dans le Code monétaire et financier	157
2. La couverture en dehors du Code monétaire et financier	159
§ 2 Les garanties réelles sous-jacentes à la notion de couverture	163
A. Le dépôt de garantie	164
B. Les marges et fonds complémentaires.....	167
1. Les appels de marges	167
2. Les fonds complémentaires	168
Section 2 : Le champ d'application des couvertures sur les marchés réglementés	170
§ 1 Définition du champ d'application en référence aux opérations concernées	170
A. La couverture se définit par référence au risque de contrepartie	171
B. Les opérations couvertes dans le règlement général de l'AMF et les règles de la compensation de LCH.Clearnet SA.....	172
1. Les règles applicables aux chambres de compensation.....	172
2. Les règles visant spécifiquement les marchés à terme	176
§ 2 Les autres éléments de définition du champ d'application des couvertures	177
CHAPITRE II LES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES EN DEHORS DES STRICTES OPÉRATIONS DE MARCHÉ.....	181
Section 1 : Les garanties réelles financières appliquées à des secteurs financiers spécifiques	182
§ 1 Les garanties de l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier	182
A. Champ d'application quant aux opérations concernées.....	183
B. Champ d'application	185
1. Le champ d'application razione materiae et razione personae	185
2. Quelle autonomie pour le régime de l'article L. 330-2 ?	186
§ 2 Champ d'application des garanties de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier	188
Section 2 : Les garanties réelles financières appliquées à des opérations financières spécifiques	189
§ 1 Le recours aux garanties réelles financières par renvoi à l'article L. 211-38	189
A. Les textes opérant par renvoi à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier	189

B. Les principales applications particulières.....	190
§ 2 Le recours aux garanties réelles financières dans les opérations de financements bancaires	192
CONCLUSION DU TITRE	199
CONCLUSION DE LA I^{RE} PARTIE	201
II^E PARTIE LES REGIMES JURIDIQUES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES	203
TITRE I LA SOUPLESSE DANS LES RÉGIMES JURIDIQUES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES 209	
CHAPITRE I LA SOUPLESSE DANS LES RÉGIMES JURIDIQUES DE CONSTITUTION ET DE RÉALISATION	
DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES	213
Section 1 : La souplesse dans le régime de constitution des garanties réelles financières.....	215
§ 1 La souplesse dans le régime de constitution des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier	217
A. Les règles applicables à la garantie des obligations financières de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier	217
1. Absence de formalités pour les garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.....	218
a) Le régime général d'allègement des formalités	218
b) Le régime d'allègement des formalités pour les entités éligibles.....	220
i) Le principe de levée des formalités	220
ii) Le maintien de l'exigence d'un écrit	221
2. Autres mesures permettant une flexibilité dans la constitution des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.....	223
B. Articulation des règles de constitution des garanties de l'article L. 211-38 avec les régimes de constitution des garanties sous-jacentes.....	224
1. Le régime applicable à la « constitution de sûreté » au sens de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.....	224
a) Le nantissement de compte-titres constitué en application du régime général de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.	225
b) Le gage-espèces constitué en application du régime général de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.....	227
c) Le nantissement de créance constitué en application du régime de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.	228
2. Les remises en pleine propriété constituées en application du régime général de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.	230
a) Régime antérieur à la transposition de la directive Collateral	230
b) Régime actuel de constitution des contrats de garantie financière par remise en pleine propriété.....	232
i) Principe	232
ii) Modalités de la remise.....	233
§ 2 La souplesse dans le régime de constitution des garanties réelles financières autres que les garanties des obligations financières	234
A. La souplesse dans le régime de constitution des garanties prenant la forme de transferts de propriété à titre de garantie sur les marchés réglementés.....	235
1. La souplesse dans le régime de constitution des couvertures	235
a) Principe.....	235
b) Nature et modalités de la remise.....	236
2. Le régime de constitution des garanties de l'article L. 211-27 du Code monétaire et financier	238
B. La souplesse dans le régime de constitution des garanties réelles financières autres que les garanties des obligations financières et les couvertures.....	239
Section 2 : La souplesse dans la réalisation des garanties réelles financières	240
§ 1 Intérêt des transferts de propriété à titre de garantie dans la réalisation de la sûreté.....	241
§ 2 Consécration d'une réalisation automatique pour les couvertures sur les marchés réglementés	246
A. Le principe d'une réalisation automatique des couvertures sur les marchés réglementés.....	246
B. Le mécanisme de réalisation des couvertures sur les marchés réglementés	248
§ 3 Consécration d'une réalisation par compensation, appropriation ou vente pour les garanties des obligations financières	252
A. La contractualisation des modes de réalisation des garanties des obligations financières	252
1. La règle de réalisation prévue à l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier	252
2. Portée de la règle	253
B. La compensation, l'appropriation ou la vente comme modes de réalisation	255
1. L'admission de la réalisation par vente ou appropriation	257
2. La généralisation de la compensation.....	258

CHAPITRE II LA SOUPLESSE DANS LA GESTION DES ACTIFS AFFECTÉS EN GARANTIE	263
Section 1 : Les droits du créancier sur l'assiette de la garantie.....	266
§ 1 Le pouvoir de modification de l'assiette des garanties réelles financières	267
A. Le besoin de sûretés adaptables.....	267
1. L'incertitude portant sur la valeur de la créance	268
a) L'indétermination de la créance	268
b) L'évolution de la valeur de la créance.....	270
2. L'incertitude de la valeur de l'assiette de la garantie	270
B. Le pouvoir d'ajustement de l'assiette des garanties réelles financières	271
1. La règle du complément de couverture sur les marchés organisés.....	271
2. Le pouvoir d'ajustement organisé contractuellement	274
a) Les techniques contractuelles utilisées pour adapter l'assiette aux variations de la valeur des instruments financiers qui la composent	275
b) Les techniques contractuelles utilisées pour adapter l'assiette aux variations de la créance garantie.....	277
C. Le pouvoir de substitution de l'assiette de la garantie réelle financière	278
§ 2 Le droit de disposition des actifs affectés en garantie	280
A. Le droit de disposition traditionnellement reconnu en matière de couverture en bourse.....	280
1. Un fondement dans le droit de propriété.....	280
2. Caractéristiques de ce droit de propriété.....	282
B. Le droit de disposer des actifs constitutifs de la garantie de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier	287
1. Eléments de définition du droit d'utilisation.....	287
a) Nature du droit d'utilisation	288
b) Etendue du droit d'utilisation.....	291
2. Régime juridique du droit d'utilisation.....	292
a) Modalités de mise en œuvre du droit d'utilisation.....	293
b) L'obligation de restitution.....	293
i) Principe de restitution par équivalent ou par compensation.....	294
ii) Mise en œuvre de la restitution.....	295
Section 2 : La souplesse dans les droits reconnus au constituant sur l'assiette de la garantie réelle financière.....	298
§ 1 La perception des fruits et produits	299
§ 2 L'exercice des droits de vote.....	301
CONCLUSION DU TITRE	307
TITRE II LA SÉCURITÉ DANS LES RÉGIMES JURIDIQUES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES .	309
CHAPITRE I L'IMMUNITÉ FACE AUX PROCÉDURES COLLECTIVES.....	313
Section 1 : Immunité de la constitution de la garantie	315
§ 1 Dérogation au régime des nullités de la période suspecte	316
A. Le régime général des nullités de la période suspecte	316
1. L'article L. 632-1 du Code de commerce : les nullités obligatoires des dettes antérieurement contractées	317
2. L'article L. 632-2 du Code de commerce : les nullités facultatives des dettes antérieurement contractées	319
B. Les régimes dérogatoires des garanties réelles financières.....	320
§ 2 Autres dérogations en faveur de l'immunisation des constitutions des garanties réelles financières	323
A. Dérogation à la règle dite « du zéro heure ».....	324
B. L'immunisation des remises postérieures de garanties.....	325
Section 2 : Immunité dans la réalisation de la garantie.....	329
§ 1 Dérogation au gel des garanties.....	330
A. La réalisation des garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.....	330
B. La réalisation des régimes spéciaux de transfert de propriété à titre de garantie	333
C. La réalisation des garanties sectorielles.....	335
§ 2 La sécurité des garanties réelles financières renforcée à travers le mécanisme du « close-out netting »	337
A. La forme actuelle de la compensation sur les marchés.....	338
1. Mécanisme du close-out netting	339
2. Importance des conventions-cadre pour le jeu de la résiliation-compensation	342
B. Le caractère dérogatoire du régime de la résiliation-compensation de l'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier	345
1. Les obstacles au jeu de la compensation de droit commun dans le cadre d'une procédure du Livre VI du Code de commerce.....	345
2. Le régime dérogatoire de la résiliation-compensation	347

a) La résiliation avec déchéance du terme.....	347
b) Les mesures dérogatoires additionnelles permettant l'efficacité du dispositif.....	349
§ 3 Dérogation aux procédures civiles d'exécution ou à l'exercice d'un droit d'opposition.....	350
A. L'immunité rétroactive face aux procédures civiles et au droit d'opposition.....	351
B. La portée de l'immunité rétroactive.....	352
CHAPITRE II LA DÉROGATION AUX RÈGLES DE CONFLIT DE LOIS TRADITIONNELLES.....	357
Section 1 : L'inadaptation des règles de conflit traditionnelles à certaines garanties réelles financières ..	360
§ 1 L'application de la règle de la <i>lex rei sitae</i> en matière de droits réels.....	360
A. La prédominance de la <i>lex rei sitae</i> en matière de sûretés réelles.....	360
1. Le principe d'application de la <i>lex rei sitae</i> en matière de sûretés réelles.....	361
2. Propositions de règles de conflit plus adaptées.....	364
B. La <i>lex rei sitae</i> appliquée aux instruments financiers.....	365
§ 2 L'inadaptation de la <i>lex rei sitae</i> face à la spécificité de certaines problématiques posées par les actifs financiers.....	367
A. Inadaptation de la règle de conflit classique du fait de la nature même des actifs financiers.....	368
1. L'inscription en compte des titres.....	368
2. La localisation des titres.....	369
B. Inadaptation de la règle de conflit du fait de la spécificité des modes de détention.....	372
Section 2 : La mise en place de règles dérogatoires spécifiques à la matière.....	374
§ 1 L'approche européenne de l'application de la <i>lex rei sitae</i> à un compte pertinent.....	375
A. Le principe du rattachement de la règle de conflit européenne à la <i>lex rei sitae</i>	376
1. Le principe d'application de la <i>lex rei sitae</i> au compte pertinent.....	376
2. La règle de conflit « PRACA » dans les directives européennes.....	377
B. La localisation des titres dans un compte pertinent.....	379
1. Le raisonnement en deux temps de la règle de conflit.....	379
2. Les applications de la règle « PRACA » aux garanties réelles financières.....	381
a) La règle de conflit applicable aux garanties de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier.....	381
b) La règle de conflit applicable aux transferts de propriété à titre de garantie.....	381
i) Les opérations de pension livrées.....	382
ii) Les couvertures sur les marchés réglementés.....	382
§ 2 L'approche de la convention de La Haye : le rejet de la <i>lex rei sitae</i>	383
A. Le rattachement à la loi d'autonomie.....	385
1. Un rattachement de principe à la loi d'autonomie.....	385
2. Un encadrement par un test de réalité.....	386
B. La désignation de l'intermédiaire pertinent.....	387
1. La recherche de la loi de l'intermédiaire pertinent.....	387
2. L'incompatibilité entre la règle « PRIMA » et la règle « PRACA ».....	389
a) Risques d'incohérence entre la convention de La Haye et les règles actuelles.....	389
b) Travaux visant à modifier les instruments communautaires afin d'adopter la règles « PRIMA ».....	390
§ 3 Les règles dérogatoires dans le contexte d'une faillite internationale.....	393
Section 3 : L'insuffisance des règles spécifiques.....	395
§ 1 Le champ d'application insuffisant des règles spécifiques.....	396
A. Les limites du champ d'application des règles de conflit issues des directives européennes.....	396
1. L'incertitude pour les actifs financiers autres que les titres inscrits en compte auprès d'un intermédiaire.....	396
2. L'interprétation des principes généraux en l'absence de règles de conflit spécifiques.....	400
B. Les limites du champ d'application de la règle de conflit contenue dans la convention de La Haye.....	401
1. Les limites visant le champ d'application <i>ratione materiae</i>	402
2. Les limites visant le champ d'application <i>ratione personae</i>	403
§ 2 Les limites à l'efficacité des règles spécifiques.....	403
A. Les limites de la règle dite « PRACA ».....	404
B. Les limites des règles de conflit posées par la convention de La Haye.....	407
1. Faiblesse de la règle « PRIMA » en présence de transferts impliquant plusieurs intermédiaires.....	407
2. L'insuffisance de la convention de La Haye face aux situations de concours.....	408
CONCLUSION DU TITRE.....	413
CONCLUSION DE LA II^E PARTIE.....	415
III^E PARTIE LE REGROUPEMENT DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES.....	417
TITRE I UNE CATÉGORIE EN QUÊTE DE RECONNAISSANCE.....	423

CHAPITRE I LES SPÉCIFICITÉS FONCTIONNELLES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES.....	425
Section 1 : Identité des besoins.....	426
§ 1 Diversité des situations et des risques couverts.....	427
A. Le risque de crédit ou risque de contrepartie.....	428
B. Le risque systémique.....	430
§ 2 Une identité des objectifs poursuivis par les garanties réelles financières.....	433
A. La protection contre le risque de crédit comme objectif immédiat des garanties réelles financières.....	433
B. Les objectifs indirects des garanties réelles financières.....	436
1. La prévention du risque systémique.....	437
2. Les objectifs d'intérêt général autres que la prévention du risque systémique.....	438
a. Les objectifs d'intérêt général dans les garanties des obligations financières.....	439
b. Les objectifs d'intérêt général dans les couvertures en bourse.....	442
Section 2 : Identité des moyens.....	443
§ 1 Examen de la teneur du régime dérogatoire des garanties réelles financières.....	444
A. La <i>ratio legis</i> du droit dérogatoire.....	445
B. La teneur du droit dérogatoire.....	447
§ 2 Examen du régime dérogatoire à l'aune de certains principes du droit réel et du droit des contrats.....	451
A. Examen à l'aune des principes généraux du droit réel.....	452
1. La titularité : une propriété nouvelle portant sur une valeur.....	452
2. Examen des droits réels accessoires.....	457
a. Un caractère dérogatoire exorbitant même par rapport aux fiducies-sûretés.....	457
b. Les garanties financières, une notion qui contribue à la convergence des techniques.....	460
c. Les manifestations de la convergence du point de vue du régime.....	463
B. Une catégorie caractérisée à la fois par la contractualisation et l'objectivation du droit des sûretés.....	464
1. La contractualisation du droit des sûretés réelles.....	464
a. Le rattachement du rapport de garantie au droit des contrats.....	465
b. La contractualisation du régime juridique des garanties sur actifs financier.....	467
2. L'objectivation des sûretés réelles.....	469
CHAPITRE II LES CARACTÉRISTIQUES STRUCTURELLES DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES 473	473
Section 1 : Les caractéristiques structurelles des éléments de définition des garanties réelles financières.....	474
§ 1 Des garanties réparties sur deux marchés principalement.....	474
A. La diversité des opérations couvertes par les garanties réelles financières.....	474
B. La bipolarisation des garanties réelles financières.....	475
§ 2 Des garanties-cadre, globalisantes.....	478
A. Le caractère globalisant.....	478
B. Une généralité restreinte.....	480
§ 3 Des garanties triplement spéciales.....	481
A. D'un droit des sûretés sur instruments financiers à un droit triplement spécial.....	482
1. Le passage d'un droit des garanties sur instruments financiers à un droit des garanties sur actifs financiers.....	483
2. Le passage d'un droit des garanties sur instruments financiers à une dualité entre un droit des garanties sur actifs financiers et un droit dérogatoire réservé.....	486
B. La teneur du droit triplement spécial.....	489
Section 2 : Faiblesses dans le dispositif : la difficile délimitation des champs d'application des différentes garanties.....	492
A. Champs d'application de plusieurs textes qui se chevauchent.....	492
1. La problématique.....	492
2. Les cas de chevauchement possibles.....	494
a. Les conflits potentiels de l'article L. 211-38 avec les garanties réelles financières qui décrivent des remises en pleine propriété.....	495
i. Les conflits potentiels entre les articles L. 440-7 et L. 211-38 du Code monétaire et financier.....	495
ii. Les conflits potentiels entre les articles L. 211-27 et L. 211-38 du Code monétaire et financier.....	496
b. Les conflits entre les garanties de l'article L. 211-38 et les garanties réelles financières constitutives de garanties sectorielles.....	498
B. Tentative de délimitation des champs d'application entre les différents textes.....	499
1. L'application cumulative des textes.....	499
2. L'application de la règle <i>specialia generalibus derogant</i>	501
CONCLUSION DU TITRE.....	505
TITRE II UNE CATÉGORIE EN QUÊTE DE STRUCTURE.....	507

CHAPITRE I LE REMODELAGE DES GARANTIES RÉELLES FINANCIÈRES DANS UNE SEULE GARANTIE	
CADRE	509
Section 1 : L'opportunité d'un remodelage des garanties réelles financières dans une garantie unique ...	510
§ 1 L'argument tiré du droit comparé	511
A. Le modèle de garantie proposé par la directive <i>Collateral</i>	511
B. Le modèle de garantie consacré en droits belge et luxembourgeois.....	513
1. La notion de « contrat de garantie financière » telle que transposée dans les droits belge et luxembourgeois.....	514
a. La notion de « sûreté financière » en droit belge.....	515
b. La notion de « contrat de garantie financière » en droit luxembourgeois.....	516
2. L'étendue du droit dérogatoire : l'exemple donné par le droit comparé.....	519
§ 2 L'argument tiré de l'influence du marché sur le régime de la garantie	520
A. La détermination de la sûreté sur le marché de gré à gré	521
1. La spécificité du risque sur les marchés de gré à gré.....	521
2. Les caractéristiques de la garantie réelle requise	523
B. La convergence	525
1. La convergence dans le fonctionnement des marchés	526
a. Le risque systémique	526
b. Mesures pour lutter contre le risque systémique	527
2. La convergence des garanties réelles financières	528
Section 2 : Nécessité d'un remodelage des garanties réelles financières	530
§ 1 Intérêt de la consécration d'une garantie unique du point de vue fonctionnel	530
A. Intérêt du fait de la généralisation des règles dérogatoires à l'ensemble des garanties réelles financières	531
B. Intérêt du point de vue pratique	533
§ 2 Intérêt du point de vue structurel	534
A. Intérêt d'une classification.....	535
1. L'apport d'une meilleure lisibilité au droit français	535
2. Un apport de sécurité juridique	538
a. Limites à l'approche pragmatique	538
b. Eviter la confusion générée par le chevauchement des textes	539
B. Harmonie avec les autres législations européennes et la directive <i>Collateral</i>	541
CHAPITRE II LES TRAITES DE LA NOUVELLE GARANTIE RÉELLE FINANCIÈRE : L'ARTICLE L. 211-38	
DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER REVISITÉ	
545	
Section 1 : La garantie de l'article L. 211-38 : une vocation à englober les autres garanties dérogatoires	546
§ 1 L'aptitude de la notion de « garantie des obligations financières » à jouer le rôle de notion cadre unique pour les garanties réelles financières.....	546
A. Une garantie à vocation générale.....	547
1. Les traits de généralité dans la garantie de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier	547
a. L'article L. 211-38, une garantie de droit commun sur les marchés.....	547
b. Le recours aux contrats de garantie financière au-delà des marchés financiers.....	549
2. La généralité restreinte, un dévoiement de l'institution réceptionnée	551
a. L'inconvénient d'une réception partielle.....	552
b. La compréhension des fondements de la règle réceptionnée.....	554
B. Une garantie plurale.....	556
1. Absence de rattachement à une sûreté en particulier	556
2. Un régime dérogatoire qui se greffe sur une garantie sous-jacente et épouse sa forme	557
§ 2 La faisabilité de l'absorption des autres garanties réelles financières par l'article L. 211-38	558
A. L'aptitude de l'article L. 211-38 à absorber les garanties de l'article L. 440-7	559
1. Compatibilité des institutions	559
2. Compatibilité des régimes	562
B. L'aptitude des contrats de garanties financières à absorber les garanties réelles financières sectorielles.....	564
1. Les régimes des garanties sectorielles	565
a. Le régime de l'article L. 330-2 du Code monétaire et financier	565
b. Le régime de l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier	566
2. L'absorption des garanties sectorielles.....	567
Section 2 : La garantie actuelle de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier revisitée	568
§ 1 Les aménagements de la garantie de l'article L. 211-38	569
A. Les traits structurels de la garantie unique	569
1. Un appui sur des garanties sous-jacentes.....	569
a. Nature du rapport avec les garanties sous-jacentes.....	570
b. Les garanties éligibles au titre du sous-jacent	571
c. Portée de l'appui sur des garanties sous-jacentes	573

B. L'étendue du champ d'application de la garantie unique	574
1. Les opérations visées	574
2. La notion de contrats de garantie financière a-t-elle vocation à englober les garanties sur actifs financiers non dérogatoires ?	576
§ 2 Le nécessaire cantonnement du droit dérogatoire.....	578
A. Les risques d'atteintes aux principes commandant les procédures collectives que la généralisation des règles du droit dérogatoire peut entraîner	579
1. Portée juridique du traitement privilégié des créanciers munis de sûretés dérogatoires.....	579
a. Le renforcement des droits des créanciers munis de garanties réelles financières au détriment des autres créanciers et de la procédure.....	580
b. Le principe d'égalité des créanciers : une limite à l'extension du champ d'application du régime dérogatoire.....	581
2. Portée économique du traitement privilégié des créanciers munis de sûretés dérogatoires ...	583
B. Spécificités de la <i>ratio legis</i> des règles dérogatoires	586
1. La finalité des garanties réelles financières, un fondement pour le droit dérogatoire	586
2. Le droit dérogatoire a-t-il vocation à être généralisé ?.....	590
a. Une approche contestable : le droit orienté.....	590
b. Le droit dérogatoire impropre à la généralisation	592
CONCLUSION DU TITRE	599
CONCLUSION DE LA III^E PARTIE.....	601
 <i>CONCLUSION GÉNÉRALE.....</i>	 <i>603</i>
 <i>BIBLIOGRAPHIE</i>	 <i>607</i>
 <i>TABLE DES DÉCISIONS CITÉES</i>	 <i>641</i>
 <i>TABLE DES MATIÈRES</i>	 <i>649</i>