



HAL
open science

Les obligations financières.

Audrey Colin

► **To cite this version:**

Audrey Colin. Les obligations financières.. Droit. Université Sorbonne Paris Cité, 2015. Français.
NNT: 2015USPCD044 . tel-01538517

HAL Id: tel-01538517

<https://theses.hal.science/tel-01538517>

Submitted on 13 Jun 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITÉ PARIS XIII – PARIS-NORD, SORBONNE PARIS CITÉ
Droit, Sciences Politiques et Sociales

LES OBLIGATIONS FINANCIÈRES

Thèse pour le Doctorat en Droit
(Arrêté du 7 août 2006)

Présentée et soutenue publiquement
le 30 juin 2015 par

Audrey COLIN

Directeur de thèse :

Madame Anne-Catherine MULLER
Professeur à l'Université Paris XIII

Membres du jury :

Madame Anne-Valérie LE FUR
Professeur à l'Université de Versailles Saint-Quentin-en-
Yvelines, rapporteur

Madame Isabelle RIASSETTO
Professeur à l'Université du Luxembourg, rapporteur

Madame Pascale BLOCH
Professeur à l'Université Paris XIII

Monsieur Antoine GAUDEMET
Professeur à l'Université Paris II – Panthéon-Assas

L'UNIVERSITÉ PARIS 13 – PARIS-NORD, SORBONNE PARIS CITÉ n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses, ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Je tiens à remercier ma directrice de thèse, Madame le Professeur Anne-Catherine Muller.

Je tiens à remercier et à exprimer toute ma reconnaissance à ces personnes qui m'ont tant aidée et soutenue au cours de l'élaboration de ce travail.

À ma mère,

À mes grands-parents, Monsieur et Madame Jean-Paul Pfeffer.

SOMMAIRE

INTRODUCTION	1
---------------------------	----------

PREMIÈRE PARTIE. L'OBJET DU SYSTÈME FINANCIER

TITRE I.

LA CONDITION D'EXISTENCE DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE

<i>CHAPITRE 1. LE DOMAINE FINANCIER DE L'OBLIGATION.....</i>	<i>31</i>
--	-----------

SECTION I. DES OBLIGATIONS NÉES D'OPÉRATIONS FINANCIÈRES	31
SECTION II. DES OBLIGATIONS ENTRE PARTICIPANTS AU SYSTÈME FINANCIER	36

<i>CHAPITRE 2. LE CARACTÈRE FINANCIER DE L'OBLIGATION</i>	<i>59</i>
---	-----------

SECTION I. UNE OBLIGATION NÉE D'UNE OPÉRATION DE MARCHÉ	60
SECTION II. LE FAIT GÉNÉRATEUR DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE	89

TITRE II.

LA DÉTERMINATION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES

<i>CHAPITRE 1. LA DÉTERMINATION DE L'OBJET DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE LORS DE LA FORMATION DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ</i>	<i>117</i>
---	------------

SECTION I. DE LA NÉGOCIATION À L'ENREGISTREMENT DE LA TRANSACTION	117
SECTION II. L'ENREGISTREMENT DE LA TRANSACTION PAR LA CHAMBRE DE COMPENSATION.....	122

<i>CHAPITRE 2. LA DÉTERMINATION DE L'OBJET DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE LORS DU DÉNOUEMENT DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ</i>	<i>131</i>
---	------------

SECTION I. L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES NÉES D'UNE OPÉRATION DE MARCHÉ	132
SECTION II. L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES NÉES D'UNE OPÉRATION DE MARCHÉ A TERME.....	154

SECONDE PARTIE.
L'ENCADREMENT DU RISQUE DE SYSTÈME

TITRE I.

L'ANTICIPATION DES RISQUES FINANCIERS DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ

CHAPITRE 1. LA GARANTIE DE L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES..... 195

SECTION I. L'ANTICIPATION DU RISQUE CRÉDIT PAR UN MÉCANISME DE GARANTIE
BILATÉRALE..... 195

SECTION II. L'ANTICIPATION DU RISQUE CRÉDIT PAR UN MÉCANISME DE GARANTIE
COLLECTIVE..... 268

*CHAPITRE 2. LA PROTECTION DE LA GARANTIE DE L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS
FINANCIÈRES.....* 279

SECTION I. LE TRAITEMENT DES RISQUES DE DROIT INTERNE..... 279

SECTION II. LE TRAITEMENT DU RISQUE ÉMANANT DU DROIT INTERNATIONAL 327

TITRE II.

LES IMPERFECTIONS DU TRAITEMENT DES RISQUES DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ

*CHAPITRE 1. LE TRAITEMENT NÉCESSAIRE DES RISQUES DE L'OPÉRATION DE
MARCHÉ.....* 369

SECTION I. LA LIMITATION DU RISQUE CRÉDIT..... 369

SECTION II. L'ÉVICTION DU RISQUE CRÉDIT 400

*CHAPITRE 2. LE TRAITEMENT IMPARFAIT DES RISQUES DE L'OPÉRATION DE
MARCHÉ.....* 451

SECTION I. UN TRAITEMENT FACTEUR DE RISQUES INTRINSÈQUES 452

SECTION II. UN TRAITEMENT FACTEUR DE RISQUES EXTRINSÈQUES..... 468

CONCLUSION GÉNÉRALE..... 487

PRINCIPAUX SIGLES ET ABRÉVIATIONS

<i>Act. proc. coll.</i>	<i>Actualités des procédures collectives</i>
<i>Adde</i>	ajouter
AJ	actualités jurisprudentielles
AMF	Autorité des marchés financiers
AEBDF	Association européenne de droit bancaire et financier
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
al.	alinéa
<i>APD</i>	<i>Archives de philosophie du droit</i>
art.	article
avr.	avril
<i>Banque</i>	<i>Banque magazine</i>
<i>Banque & Droit</i>	<i>Revue Banque & Droit</i>
<i>Banque stratégie</i>	<i>Revue Banque stratégie</i>
BCE	Banque centrale européenne
BDF	Banque de France
<i>BRDA</i>	<i>Bulletin rapide de droit des affaires</i>
BRI	Banque des règlements internationaux
<i>Bull. Banque Fr.</i>	<i>Bulletin de la Banque de France</i>
<i>Bull. civ.</i>	<i>Bulletin des arrêts de la Cour de cassation, chambres civiles</i>
<i>Bull. Joly Bourse</i>	<i>Bulletin Joly Bourse et produits financiers</i>
<i>Bull. Joly Sociétés</i>	<i>Bulletin Joly Sociétés</i>
CA	Cour d'appel
CFTC	<i>Commodity futures trading commission</i>
CCC	<i>Contrats, concurrence, consommation</i>
C. civ.	Code civil
C. com.	Code de commerce
C. conso.	Code de la consommation
C. mon. fin.	Code monétaire et financier

C. proc. civ.	Code de procédure civile
C. rur.	Code rural
<i>Cah. dr. entr.</i>	<i>Cahier du droit de l'entreprise</i>
CERS	Comité européen du risque systémique
CGI	Code général des impôts
ch.	chambre
chron.	chronique
Civ.	Arrêt d'une Chambre civile de la Cour de cassation
CJCE	Cour de justice des Communautés européennes
CJUE	Cour de justice de l'Union européenne
CMF	Conseil des marchés financiers
coll.	collection
Com.	Arrêt de la chambre commerciale, économique et financière de la Cour de cassation
comm.	commentaire
comp.	comparer
concl.	conclusions
<i>contra</i>	en sens contraire
<i>D.</i>	<i>Recueil Dalloz</i>
<i>D. Aff.</i>	<i>Dalloz Affaires</i>
Déc.	décision
déc.	décembre
<i>Defrénois</i>	<i>Répertoire du notariat Defrénois</i>
<i>DH</i>	<i>Recueil hebdomadaire de jurisprudence Dalloz</i>
<i>Dict. perm. diff. Entr.</i>	<i>Dictionnaire permanent difficultés des entreprises</i>
dir.	direction
doctr.	doctrine
<i>DP</i>	<i>Dalloz périodique</i>
<i>Dr. et pat.</i>	<i>Droit et patrimoine</i>
<i>Dr. Sociétés</i>	<i>Droit des sociétés</i>

éd.	édition
ESES	<i>Euroclear Settlement of Euronext-one Securities</i>
ESMA	<i>European Securities and Market Authority</i>
fasc.	fascicule
FBE	Fédération bancaire européenne
FBF	Fédération bancaire française
FEFS	Fonds européen de stabilité financière
févr.	février
GAJC	Grands arrêts de jurisprudence civile
<i>Gaz. Pal.</i>	<i>Gazette du palais</i>
Gr. arrêts DIP	Grands arrêts de la jurisprudence française de droit international privé
<i>Ibid.</i>	<i>ibidem</i>
i.e.	<i>id est</i> , c'est-à-dire
<i>in</i>	dans
<i>in fine</i>	au final, à la fin
<i>Infra</i>	ci-dessous
IR	informations rapides
ISDA	<i>International Swaps and Derivatives association</i>
janv.	janvier
<i>J.-Cl.</i>	<i>Juris-Classeur</i>
<i>JCP</i>	<i>Juris-Classeur périodique, édition générale</i>
<i>JCP E</i>	<i>Juris-Classeur périodique, édition entreprise</i>
<i>JCP N</i>	<i>Juris-Classeur périodique, édition notariale et immobilière</i>
<i>JDI</i>	<i>Journal du droit international (Clunet)</i>
<i>JIBFL</i>	<i>Journal of International Banking and Financial Law</i>
JO	Journal officiel
JOCE	Journal officiel des Communautés européennes
JORF	Journal officiel de la République française
JOAN	Journal officiel, Assemblée nationale, débats

JOUE	Journal officiel de l'Union européenne
juill.	juillet
LGDJ	Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence
LPA	<i>Revue Les Petites Affiches</i>
MATIF	Marché à terme international de France
M. B.	<i>Moniteur Belge</i>
MES	Mécanisme européen de stabilité
MONEP	Marché d'options négociables de Paris
MTF	<i>Multilateral Trading Facilities</i>
n°	numéro
n ^{os}	numéros
nov.	novembre
obs.	observation(s)
oct.	octobre
<i>op. cit.</i>	<i>opere citato</i> , ouvrage précité
<i>op. cit. et loc. cit.</i>	<i>opere et loco citato</i> , ouvrage et passage cités
OSRD	Ordre à Service de Règlement Différé
OTC	<i>Over the counter</i> ou ouvert à toute cession
p.	page
pan.	panorama
préc.	précité(e)
préf.	préface
PSI	prestataire de services d'investissement
PU	Presse Universitaire
PUAM	Presse Universitaire d'Aix-Marseille
PUF	Presse Universitaire de France
<i>RDBB</i>	<i>Revue de droit bancaire et de la bourse</i>
<i>RDBF</i>	<i>Revue de droit bancaire et financier</i>
<i>RDC</i>	<i>Revue de droit des contrats</i>
<i>RDCB</i>	<i>Revue de droit commercial belge</i>

Rec.	Recueil
rééd.	réédition
<i>Rédac. éd. Francis Lefebvre</i>	<i>Rédaction des éditions Francis Lefebvre</i>
<i>Rép. civ. Dalloz</i>	<i>Répertoire civil, encyclopédie Dalloz</i>
<i>Rép. Eur. Dalloz</i>	<i>Répertoire européen, encyclopédie Dalloz</i>
<i>Rép. Internat. Dalloz</i>	<i>Répertoire international, encyclopédie Dalloz</i>
<i>Rép. Soc. Dalloz</i>	<i>Répertoire sociétés, encyclopédie Dalloz</i>
Req.	Arrêt de la chambre des requêtes de la Cour de cassation
<i>Rev. crit. DIP</i>	<i>Revue critique de droit international privé</i>
<i>Rev. Fr. Dr. San. et Soc.</i>	<i>Revue Française de Droit Sanitaire et Social</i>
<i>Rev. éco. fin.</i>	<i>Revue d'économie financière</i>
<i>Rev. juris. com.</i>	<i>Revue de jurisprudence commerciale</i>
<i>Rev. proc. coll.</i>	<i>Revue des procédures collectives</i>
<i>Rev. Sociétés</i>	<i>Revue des sociétés</i>
RG AMF	Règlement Général de l'Autorité des marchés financiers
<i>RJDA</i>	<i>Revue de jurisprudence de droit des affaires</i>
<i>RLDA</i>	<i>Revue Lamy de droit des affaires</i>
<i>RLDC</i>	<i>Revue Lamy de droit civil</i>
<i>RTD civ.</i>	<i>Revue trimestrielle de droit civil</i>
<i>RTD com.</i>	<i>Revue trimestrielle de droit commercial</i>
<i>RTDF</i>	<i>Revue trimestrielle de droit financier</i>
S.	<i>Recueil Sirey</i>
SBI	Sociétés de bourse intermédiaires
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC	<i>Security exchange commission</i>
sect.	section
sept.	septembre
SLAB	Sous-système d'appariement « livraison par accord bilatéral »
suiv.	suivant(e)(s)
somm.	sommaire

spéc.	spécialement
<i>Supra</i>	ci-dessus
suppl.	supplément
t.	tome
T. com.	Tribunal de commerce
<i>Trav. com. fr. DIP</i>	<i>Travaux du comité français de droit international privé</i>
UNIDROIT	Institut International pour l'Unification du Droit Privé
V.	Voir
V°	verbo
vol.	volume

INTRODUCTION

« Dans toute politique législative, une stratégie est incluse. Le mot évoque le combat, dont l'issue, comme de tout combat, n'est pas donnée d'avance. »

J. CARBONNIER, *Sociologie juridique*¹

1. **Une obligation financière couverte par un contrat de garantie financière.** La notion d' « obligation financière couverte » est issue de la directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière² (la directive *Collateral*) : l'obligation financière couverte est l'obligation garantie par un contrat de garantie financière. La transposition française est intervenue par voie d'ordonnance en 2005³. Le législateur français, quant à lui, utilise la notion d' « obligation financière ». Cette

¹ PUF, coll. Quadrige manuels, 1978, p. 280

² Directive du PE et du Cons. UE 2002/47CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, *JO*, n° L 168, 27 juin 2002, p. 43 et suiv., dite directive *Collateral*

³ Ordonnance n° 2005-171 du 24 févr. 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières, transposant la directive n° 2002/47/CE du 6 juin 2002. V. « Dossier : Les garanties financières », *RDBF*, janv.-févr. 2007, p. 81 ; Th. BONNEAU, « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 », *Dr. sociétés*, n° 6, 2005, comm. 120, p. 32 ; J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *Dr. et pat.*, n° 140, sept. 2005, p. 25 ; H. de VAUPLANE, « Réforme du netting », *Revue Banque*, n° 668, 2005, p. 87 ; M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *RTD com.*, 2005, p. 375 ; A. LIENHARD, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *D.*, 2005, p. 634 ; D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse*, 2005, n° 5, p. 521 ; G. ELIET et A. GAUVIN, « Transposition en droit français de la directive « collatéral » », *RDBF*, n° 74, mars-avr. 2005, p. 47 ; S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie

sûreté réelle conventionnelle qui bénéficie du régime dérogatoire prévu par la directive *Collateral* protège non seulement le bénéficiaire de la garantie du risque d'inexécution des obligations financières, mais aussi le marché.

2. **La directive *Collateral*.** La directive *Collateral* est née du constat suivant : la réglementation de la couverture du risque crédit est insuffisante. Les limites de l'encadrement préexistant du risque crédit ont justifié les demandes des opérationnels. En 1998, ces limites sont celles de la directive concernant le caractère définitif du règlement¹ : le régime juridique des garanties transfrontalières n'a pas vocation à s'appliquer à toutes les transactions conclues sur les marchés financiers². Or, les opérationnels réclament la mise en place d'un régime unique applicable à toutes les garanties transfrontalières. La stabilité du système financier au sein de l'Union nécessite la mise en place d'une reconnaissance mutuelle des garanties transfrontalières³.

3. **Le contexte de la directive *Collateral*.** À la demande des opérateurs de marchés, soutenus par les associations professionnelles, un régime dérogatoire et spécial a été mis en place pour les garanties des opérations financières, pour lutter contre l'hétérogénéité des mécanismes de couverture. La sécurité juridique nécessaire à la vitalité financière⁴ est permise

financière (commentaire de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005) », *RDBF*, n° 3, mai 2005, p. 56 ; 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) », *JCP E*, 2005, p. 1519 ; R. PAROLAI, Ph. STOEFFEL-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° 104, nov.-déc. 2005, p. 3 ; M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *Bull. Banque Fr.*, mai 2005, n° 137, p. 46 ; S. ECONOMOU, « La proposition de directive européenne sur les contrats de garantie financière », *Bull. Joly Bourse*, 2002, n° 1, p. 1

¹ Directive 98/26/CE du PE et du Cons. UE du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, *JO*, n° L 166, 11 juin 1998, p. 45 et suiv.

² Proposition de directive du PE et du Cons. UE concernant les contrats de garantie financière, COM (2001) 168 final, 27 mars 2001, dite proposition de directive *Collateral*

³ Dr. Th. J. WERLEN et S. M. FLANAGAN, « The 2002 Model Netting Act: A Solution for Insolvency Uncertainty », *JIBFL*, avr. 2002, p. 154: « *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. wich are used to manage the risks associated with traditional financial activities). The growth of the privately negotiated derivatives market has led to large, variable credit exposures between many financial institutions. These credit exposures are substancially reduced through the netting of these obligations under master greements and the collateralization of remaining exposures.* »,

⁴ V. J. PAILLUSSEAU, « Le droit des activités économiques à l'aube du XXI^e siècle », *D.*, 2003, p. 260 ; A. COURET, « Innovation financière et règle de droit », *D.*, 1990, p. 135

grâce à la mise en place d'une politique des sûretés et, en matière financière, du « collatéral »¹.

Le constat : la croissance et l'hétérogénéité des mécanismes de garanties. Les organisations professionnelles ont alerté les banques centrales et les opérateurs de marchés de l'existence d'un risque pour les systèmes de paiement et règlement des opérations sur valeurs mobilières. Les opérationnels ont été amenés à mettre en place et utiliser des mécanismes de compensation ou de garanties². La croissance de l'hétérogénéité des mécanismes de garanties se justifiait déjà par l'intensification des transactions financières³, spécialement les produits dérivés⁴. Pour traiter le risque en l'anticipant, les opérateurs concluaient des garanties transfrontalières⁵. Il s'agissait soit de sûretés composées de titres ou d'espèces, soit de transfert en pleine propriété. L'hétérogénéité des garanties des opérations financières était contraire à la sécurité juridique des transactions puisque plusieurs régimes juridiques étaient applicables. En effet, « *les règles nationales concernant l'utilisation des garanties sont souvent complexes, discordantes, peu pratiques, voire obsolètes* »⁶. Cette insécurité juridique portait atteinte à l'efficacité des garanties transfrontalières et limitait le volume des transactions⁷.

¹ M. GRIMALDI, « Problèmes actuels des sûretés réelles: rapport français présenté aux journées portugaises de l'association Henri Capitant (20-30 mai 1996 ; les garanties du financement) », *LPA*, 26 juin 1996, n° 77, p. 7 : « *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 le 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.* »

² Proposition de directive *Collateral*, préc., p. 1

³ 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 », www.ec.europa.eu, p. 5 : « *Les infrastructures de marchés 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.* »

⁴ Rapp. au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 févr. 2005, simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, n° 438, p. 293

⁵ *Ibid.* Ces garanties sont autrement dénommées « collatéralisation ».

⁶ *Ibid.*

⁷ *Ibid.*

La réaction européenne. Une première étape est franchie en 1998 : il s'agit de la directive concernant le caractère définitif du règlement¹. À l'époque, il s'agissait du seul texte communautaire législatif régissant les garanties transfrontalières constituées dans le cadre d'opérations financières. Cependant, elle ne s'appliquait pas aux transactions plus générales, conclues sur les marchés financiers². Consciente de cette fâcheuse restriction, la Commission a mis en place un plan d'action pour les services financiers et a pris en considération la nécessité d'élaborer une directive concernant l'utilisation transfrontalière des garanties. Elle donne à ce projet une priorité absolue. En mars 2000, les chefs d'États et de gouvernement réunis en Conseil européen à Lisbonne avalisent ce plan d'action. Un groupe de travail est composé à partir de l'automne 1999. À la lecture de ces travaux, la Commission en conclut que « *la meilleure suite à donner consistait à adopter une directive communautaire concernant l'utilisation des garanties, qui étendrait à toutes les transactions effectuées sur les marchés financiers les bases juridiques saines établies par la directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres* »³. La stabilité du système financier au sein de l'Union nécessite la mise en place d'une reconnaissance mutuelle des garanties transfrontalières. Pour répondre aux exigences relatives, d'une part, à l'intégration du marché européen et, d'autre part, au bon fonctionnement de la politique monétaire unique dans l'Union monétaire européenne conformément au plan d'action établi par la Commission, il a donc été proposé d'instaurer un régime minimal uniforme applicable aux garanties fournies, sous la forme de titres ou d'espèces, par constitution d'une sûreté ou par transfert de propriété, y compris les opérations de mise en pension⁴. Cette proposition était justifiée par les constatations contemporaines, c'est-à-dire les contradictions entre les besoins des opérateurs et les instruments juridiques à leur disposition.

4. **Les antagonismes constatés.** Un formalisme trop lourd, l'inefficacité probable de la garantie soit en raison de l'existence d'un risque juridique de droit interne ou de droit international étaient en parfaite opposition avec l'efficience⁵ et la stabilité du système

¹ Directive 98/26/CE, préc.

² Proposition de directive *Collateral*, préc.

³ Proposition de directive *Collateral*, préc., p. 2

⁴ *Ibid.*, p. 43

⁵ M.-A. FRISON-ROCHE, « Esquisse d'une sociologie du droit boursier », *L'Année sociologique*, n° 49, 1999, p. 457, spéc. p. 475 : « *Les autorités juridiques qui s'expriment sur le droit boursier se soucient avant tout de l'adéquation et de l'effectivité de celui-ci. Certes, l'effectivité n'est pas un souci absent du droit, mais le droit financier, pur instrument au service de la régulation, met au premier plan cet impératif car l'efficience des*

financier espérées par la mise en place d'un régime harmonisé de garantie des opérations financières.

Premier antagonisme : l'efficience et un formalisme trop lourd. L'objectif de la directive *Collateral* est clair : il faut réduire le formalisme attaché à la constitution et à la mise en œuvre des garanties financières¹. L'article 4 de la proposition de directive *Collateral* propose de limiter les formalités pouvant conditionner l'exécution d'un contrat de garantie financière. Lors de la constitution de la garantie, il est proposé d'interdire de subordonner la validité du contrat à l'accomplissement d'un acte formel. La proposition de directive n'écarte pas les dispositions législatives et réglementaires des États membres en ce qui concerne la publicité et l'enregistrement. Cependant, si ces dispositions conduisent à invalider le contrat de garantie financière, leurs effets sont anéantis. La faveur est à la validité des contrats de garantie financière. Cette faveur se justifie par le champ d'application de la directive : il s'agit d'une garantie financière que si celle-ci a été transférée au preneur ou que son existence est attestée par une inscription sur le compte ou le registre où le droit du fournisseur sur le bien constitué en garantie est enregistré².

Deuxième antagonisme : l'efficience et le risque d'anéantissement de la garantie par le droit des procédures collectives et des procédures civiles d'exécution. La protection de la garantie des obligations financières exige qu'aucune disposition de droit interne ne puisse remettre en cause l'efficacité de ce contrat. La législation sur la faillite est un véritable problème juridique dans le cadre transfrontalier. Le traitement égalitaire des créanciers du débiteur failli contredit la stabilité du système financier. Le principe du traitement égalitaire des créanciers dans le cadre d'une procédure collective est largement partagé dans les États membres. Mais, les critères des faveurs dérogatoires octroyées aux créanciers d'une entreprise en difficultés sont hétérogènes. Tantôt, il s'agit du critère de la bonne foi du créancier, tantôt il s'agit de règles objectives en vertu desquelles « *toute transaction ayant pour effet de garantir une dette antérieure peut être invalidée si elle a eu lieu au cours d'une période déterminée précédant la faillite* »³. Ainsi, ces différences de régime peuvent conduire à

marchés en dépend. [...] Aussi, le droit boursier réussi est un droit pleinement intégré dans le système financier. »

¹ Rapp. au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 févr. 2005, simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, préc.

² Proposition de directive *Collateral*, préc.

³ Proposition de directive *Collateral*, préc. V. spéc. FAQ, IP/01/464, MEMO/01/108

remettre en cause la validité du contrat de garantie financière. Le contrat de garantie financière doit être immunisé des effets de l'ouverture d'une procédure de faillite à l'encontre du constituant.

Troisième antagonisme : l'efficience et le conflit de lois applicables au contrat de garantie financière. La protection de la garantie des obligations financières exige qu'aucune loi étrangère ne puisse remettre en cause l'efficacité de ce contrat¹. Une règle de conflit de lois est proposée. Pour déterminer la loi applicable à la garantie des obligations financières, le facteur de rattachement proposé est l'État dans lequel le « compte pertinent »² est ouvert. Ainsi, la loi applicable à la garantie est celle qui est applicable au compte titre pertinent sur lequel porte la garantie³. Par conséquent, la directive *Collateral* prend en considération ce constat et met en place une garantie efficace de l'exécution (I) des obligations financières (II).

I. LA GARANTIE : UN CONTRAT DE GARANTIE FINANCIÈRE

5. **Une garantie efficace de l'exécution des obligations financières au service de la stabilité du système financier.** L'objectif de la directive *Collateral* est l'efficacité du système financier. Il faut permettre la constitution et la réalisation de garanties (sûretés réelles) rapides et efficaces nécessaires à la stabilité du système financier au sein de l'Union. « *Il n'existe pas à ce jour de définition communément acceptée de la stabilité financière. Il est particulièrement difficile d'identifier avec une précision raisonnable un exemple d'instabilité financière, si ce n'est une crise financière évidente. Selon la définition utilisée par la BCE, la stabilité financière est une situation dans laquelle le système financier – qui englobe les intermédiaires, les marchés et les infrastructures de marché – est capable de résister aux chocs et de résorber les déséquilibres financiers.* »⁴. La stabilité est une situation au sein de laquelle le risque est soit au mieux évincé, soit limité ou encore maîtrisé. La stabilité financière exige la confiance des intervenants, c'est-à-dire la confiance que les obligations à la charge des intervenants seront exécutées. Or, l'objectif de la directive *Collateral* est de lutter contre le risque d'inexécution des obligations à la charge des intervenants. Il faut

¹ M.-A. FRISON-ROCHE, « Esquisse d'une sociologie du droit boursier », *op. cit.*, p. 472 : « *La mondialisation s'exprime à travers la financiarisation de l'économie. La circulation des biens et des services conserve des liens avec le territoire, du fait de la corporativité des objets économiques et du caractère concret de la consommation. Mais les produits financiers sont des reflets immatériels des valeurs économiques.* »

² Art. 2.1.h) de la proposition de directive *Collateral*

³ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garantie financière », *op. cit.*, p. 45

⁴ BCE, « 10^{ème} anniversaire de la BCE », *Bull. mensuel*, 2008, www.ecb.europa.eu, p. 123

« réduire le risque crédit par lequel l'une ou l'autre des parties à une transaction n'honore pas son obligation de paiement »¹.

6. **Un contrat de garantie financière efficace** Selon l'article 2.1.a) et f) de la directive *Collateral*, un contrat de garantie financière est une garantie des obligations financières grâce à un transfert de propriété ou à un constituion de sûreté. L'efficacité du dispositif *Collateral* repose sur la mise en place d'un contrat de garantie financière spécial et dérogatoire.

Un dispositif spécial. D'abord, le dispositif *Collateral* est un dispositif spécial, car il est destiné à la garantie de l'exécution des obligations financières grâce à la constitution d'une sûreté ou à un transfert de propriété dont l'assiette est constituée d'actifs financiers déterminés par la loi. La directive établit une *summa divisio* ; elle distingue entre les garanties à titre de sûreté et les garanties translatives de propriété. Le contrat de garantie financière avec constitution de sûreté est défini comme « un contrat par lequel le constituant remet au preneur ou en sa faveur, des espèces ou des instruments financiers en garantie où le constituant conserve la pleine propriété des ces actifs lorsque le droit afférent à cette sûreté est établi »². La directive définit également le contrat de garantie avec transfert de propriété ; il s'agit d'« 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 donnés en garantie, afin d'assurer l'exécution des obligations financières couvertes ou de la couvrir d'une autre manière »³.

Un dispositif dérogatoire. Ensuite, le dispositif *Collateral* est un dispositif dérogatoire, car le régime du contrat de garantie financière fait exception aux règles de droit commun. En effet, la constitution et la réalisation rapides et efficaces de la garantie des obligations financières sont assurées, d'une part, par la réduction du formalisme relatif à la constitution et à la réalisation du contrat de garantie financière et, d'autre part, par l'éviction de tout obstacle risquant d'anéantir l'efficacité du contrat de garantie financière. Les obstacles susceptibles d'anéantir l'efficacité de la garantie sont évincés : il s'agit, en premier lieu, de

¹ Rapp. au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2005-171 du 24 févr. 2005, simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garantie financière, n° 438, p. 293

² Art. 2.1.c) de la directive *Collateral*

³ Art. 2.1.b) de la directive *Collateral*

l'éviction des mesures dérogatoires des procédures civiles d'exécution et des procédures collectives et, en second lieu, de l'élaboration d'une règle de conflit de lois permettant de déterminer la loi applicable dont le facteur de rattachement est la localisation du compte pertinent¹.

Première dérogation : la réduction du formalisme. Le formalisme relatif à la constitution de la garantie financière est supprimé. Il n'est ni une condition de validité de la garantie, ni une condition de preuve de la conclusion de celle-ci². Sont également supprimés la référence à une convention-cadre de place, les formalités d'enregistrement et de publication, les droits de timbre et le recours à des instruments de remise particuliers (*Earmarking*)³. La directive exige simplement la traçabilité de l'existence de l'acte, ce qui implique l'existence d'un écrit, notamment électronique. Au stade de l'exécution de la garantie, la réalisation est définie comme le moment « *lorsque la dette garantie n'a pas été remboursée par le constituant et que le bénéficiaire veut, soit prendre possession, soit vendre, soit compenser les actifs remis en garantie* »⁴. Il est demandé aux États membres de supprimer les exigences relatives aux délais de réalisation, les autorisations judiciaires, les procédures de mises aux enchères ou d'encadrement du prix de l'actif réalisé. La directive autorise, pour ce qui est des garanties constituées à titre de sûreté, la faculté de substitution par le constituant⁵ et la réutilisation des actifs remis en garantie par le bénéficiaire⁶.

Deuxième dérogation : une immunité contre les procédures collectives et les procédures civiles d'exécution. Le principal risque de contrepartie est la faillite. Force est de constater que la majorité des pays européens assortissent l'ouverture d'une procédure collective à la suspension du paiement des dettes. Une garantie peut faire échec à la suspension des paiements. Outre la suspension des paiements, quatre autres mesures peuvent porter atteinte à la garantie financière. L'interdiction de la déchéance du terme, la règle du « zéro heure », la règle relative à la période suspecte et le gel des garanties sont autant de risques qui peuvent aboutir à l'anéantissement de la garantie financière, risques qui s'accommodent mal avec l'objectif de la directive concernant les contrats de garantie

¹ Art. 2.1.h) de la directive *Collateral*

² Art. 3 et 4 de la directive *Collateral*

³ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 38

⁴ *Ibid.*

⁵ Art 8.3.b) de la directive *Collateral*

⁶ Art. 5 de la directive *Collateral*

financière. L'interdiction de la déchéance du terme est l'obligation des poursuivre les contrats en cours¹, et ce, même si la partie est en faillite. Cette interdiction aboutit à celle du « *Close-out Netting* » des actifs remis en garantie². La mise en œuvre de la règle du « zéro heure » aboutit l'anéantissement automatique et rétroactif des paiements effectués le jour du jugement de faillite. Par application de la théorie du principal et de l'accessoire, cette règle s'étend également aux garanties. La règle de l'accessoire trouve également à s'appliquer en ce qui concerne les nullités de la période suspecte. Il s'agit d'une période antérieure au jugement d'ouverture de la procédure, déterminée par le législateur, pendant laquelle les paiements suspects peuvent être remis en cause, et par voie de conséquent, les garanties assorties à l'obligation dont l'exécution a donné lieu au paiement. Le gel des garanties constitue l'impossibilité de réaliser les actifs reçus en garantie par le débiteur en procédure collective. Face à ce constat, la directive *Collateral* a apporté des réponses. Le contrat de garantie financière doit être efficace, c'est-à-dire que l'application des dispositions du droit des procédures civiles d'exécution et des procédures collectives doit être écartée. Une immunité est accordée à la garantie des obligations financières : l'application du droit des procédures civiles d'exécution et des procédures collective est évincée³. La directive permet de mettre en œuvre la déchéance du terme en cas de faillite, à condition que l'appropriation des garanties s'effectue par compensation avec l'obligation sous-jacente ou toutes autres dettes et créances, quand bien même celles-ci ne présenteraient aucun lien de connexité⁴.

Troisième dérogation : une règle de conflit de lois. L'article 9 de la directive *Collateral* concernant les contrats de garantie financière contient une règle de conflit de lois pour désigner la loi applicable au contrat de garantie financière. Il s'agit de la loi du pays où le compte pertinent est situé. La désignation de la *lex rei sitae* évince toute autre loi applicable et évite la remise en cause de la garantie des obligations financières par l'application d'une loi étrangère. Par conséquent, la directive *Collateral* propose un traitement du risque crédit susceptible d'affecter tout le système financier.

7. Les risques de l'opération de marché visés par le dispositif *Collateral*. S'il fallait choisir un mot, objet et sujet, capable d'englober l'ensemble de l'étude des obligations

¹ Art. L. 622-13 du C. com.

² M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 41

³ Art. 7 de la directive *Collateral*

⁴ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 38

financières, il s'agirait du mot « risque », notion plus compréhensible que définissable. Jadis, le hasard effrayait. Aujourd'hui, on se joue du hasard, on l'utilise à des fins spéculatives. Auparavant réprouvée, la spéculation est vantée et est présentée comme un vecteur d'enrichissement¹. Le désir bizarre de s'abandonner aux caprices de la fortune s'est mué en opportunité d'investissement et les conventions de prévention du hasard, hier favorisées, sont devenues une exigence incompressible de financement². Pourquoi cela ? Parce que le rapport entre le principe et son exception s'est inversé : faire de l'aléa la cause du contrat est devenu un principe et la garantie est devenue inévitable. On passe de l'exclusion du hasard à la prise en compte du hasard comme objet du contrat. Pour finalement ne plus s'intéresser qu'aux moyens juridiques de le couvrir.

Le risque. Le risque est une notion polysémique³ : le risque est philosophique, économique, culturel, technique, anthropologique, sociologique, juridique⁴. Au sens commun, le risque est « *un danger plus ou moins éventuel, plus ou moins prévisible* »⁵ ; il s'agit d'un événement préjudiciable qui dépend du hasard. En droit, le risque est un « *événement dommageable dont la survenance est incertaine, quant à sa réalisation ou à la date de cette réalisation* »⁶. En réalité, « *le risque possède deux orientations contextuelles opposées : soit il suscite l'admiration, associé à l'audace, au défi et à des valeurs héroïques, l'amour du risque, soit il provoque le rejet, la méfiance, assimilé à une forme d'inconscience, d'irresponsabilité* »⁷. En droit des marchés financiers, cette vision dualiste du risque est dépassée. Au-delà de la connotation positive de la notion⁸, c'est l'utilitarisme qui la supplante. Sans ce risque, la spéculation est impossible. Or, la spéculation⁹ dispose d'une force créatrice

¹ A. BÉNABENT, *La chance et le droit*, Thèse Paris II, 1973, Préf. J. Carbonnier, LGDJ, coll. Anthologie du Droit, 2014, n° 62, p. 52 : « Parmi les attitudes que l'on peut observer envers le hasard, nous trouvons enfin la spéculation. Il ne s'agit plus simplement de tenir compte du hasard, mais de le provoquer. Le Code y est naturellement hostile. D'une part parce qu'au lieu de réduire le champ d'action du hasard en le ramenant à l'incompressible, une telle attitude l'élargit par des manifestations sollicitées. D'autre part, parce que la spéculation est immorale en ce que par elle le gain est dissocié du travail et de la sécurité d'une gestion prudente. »

² *Ibid.*, n° 50, p. 46 : « Et pour les auteurs du Code, la raison c'est combattre le hasard, « de ne pas (lui) abandonner ce qui peut être réglé par le conseil » et au contraire « s'abandonner aux caprices de la fortune » n'apparaît que comme « un désir bizarre ». »

³ N. VOIDEY, *Le risque en droit civil*, Thèse Strasbourg III, 2003, Préf. G. Wiederkehr, PUAM, 2005, p. 11

⁴ Y. LAMBERT-FAIVRE, *Droit des assurances*, 11^{ème} éd., Dalloz, 2001, n° 307, p. 239

⁵ Dictionnaire ROBERT, V° « risque »

⁶ Voc. Jur. G. CORNU, V° « risque »

⁷ C. VELTCHEFF, « Le risque, un écueil étymologique, une aventure sémantique », *Rev. Fr. Dr. San. et Soc.*, 1996, p. 72

⁸ D. LE BRETON, *La sociologie du risque*, PUF, coll. Que sais-je ?, 1995, p. 10

⁹ D. PONTON-GRILLET, « La spéculation en droit privé », *D.*, 1990, p. 157

de valeur¹. Certains ont pu dire que le risque était une fiction². La survenance du risque envisagée sous l'angle du sinistre serait la concrétisation du risque abstrait. Le risque est l'instant ou la pièce jetée en l'air flotte dans l'air avant de toucher le sol. À cela s'oppose l'approche selon laquelle le risque est réel malgré le caractère incertain du principe ou de la date de sa survenance³. Le risque de défaillance du débiteur existe avant que ce dernier manque son obligation⁴. Tel est le cas du risque d'inexécution des obligations financières. Ainsi, l'obligation financière est une notion fonctionnelle au service de la désignation des risques afférents à une opération financière. Le risque d'inexécution de l'obligation financière fait partie de l'ensemble plus vaste des risques financiers.

Le risque financier. L'investissement prend en compte le risque : l'investissement est opportun lorsque les bénéfices possibles dépassent les risques éventuels. L'ingénierie financière est « *un droit de prévision et de gestion des incertitudes reposant sur des outils d'anticipation, de mesure et de suivi du risque* »⁵. On accepte les risques individuels, mais nous rejetons les risques collectifs⁶ : le risque crédit, sur les marchés, peut devenir un risque collectif, c'est-à-dire un risque systémique à son ultime phase, que nous tentons, tant bien que mal, d'encadrer. Le risque est aussi une notion présentant des degrés. Ce degré relatif à l'intensité de l'exposition au risque détermine celle de la chance de gain tout comme celle du risque de perte. Tout le dispositif *Collateral* a été élaboré en contemplation du risque crédit, c'est-à-dire du risque d'inexécution des obligations financières.

Le risque crédit : le risque d'inexécution des obligations financières. Le risque crédit fait partie du risque bancaire et financier. Il est classé parmi les risques majeurs qui, en cas de survenance, engage des pertes de fonds propres et la solvabilité de l'établissement⁷. De manière restrictive, le risque crédit est le risque de défaillance de l'emprunteur. Il s'agit du

¹ P. ROBERT, *La spéculation créatrice ou le rôle essentiel de l'anticipation spéculative dans la création de la valeur économique*, Éd. Amalthée, 2005

² J. BIGOT, *Traité du droit des assurances*, t. III, *Le contrat d'assurance*, 3^{ème} éd., LGDJ, 2002, n° 1323, p. 975 : « *Le risque est abstrait ; le sinistre est concret.* »

³ *Ibid.*, n° 55, p. 34

⁴ V. MAZEAUD, *L'obligation de couverture*, Thèse Paris I, 2009, Préf. P. Jourdain, IRJS éditions, coll. Biblio. de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne – André TUNC, t. 27, 2010, n° 173, p. 255 : « *Par exemple, le risque de défaillance du débiteur existe nécessairement avant que le débiteur ne défaille ; de même que le risque de vol existe avant que le vol ne survienne. [...] Il est donc important de distinguer l'existence du risque de sa réalisation, d'où l'on peut déduire que l'existence de l'obligation de couvrir un risque ne peut se concevoir qu'en présence d'un risque à garantir, sans jamais que sa réalisation ne soit nécessaire.* »

⁵ V. LASSERRE, « Le risque », *D.*, 2011, p. 1632

⁶ A. POLACH, « Risque et gestion des risques : notions », *Cahiers de droit de l'entreprise*, janv. 2008, dossier 2

⁷ Accord Bâle II, 26 juin 2004, www.bis.org, spéc. « Premier pilier : exigences minimales de fonds propres »

risque d'inexécution de son obligation de remboursement. Le risque crédit est assimilable au risque de contrepartie défini comme le risque que la contrepartie n'honore pas son obligation. De manière élargie, le risque crédit contient une somme d'autres risques (contrepartie, structurel, sectoriel, financier, opérationnel, politique, *etc* ...) de nature à générer le risque crédit. En somme, le risque crédit est le risque d'inexécution de l'obligation de la contrepartie : le risque de défaillance, qu'il s'agisse d'une défaillance contractuelle ou d'une insolvabilité. Les risques opérationnels (juridiques) génèrent le risque crédit qui génère un risque de système.

Le risque d'inexécution des obligations financières, un foyer de risque de système. La survenance du risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières est susceptible de générer un risque de système, c'est-à-dire la faillite en chaîne des opérateurs de marché parce que leurs opérations financières sont imbriquées et interdépendantes. Dans cette mesure, le risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières menace tout le système financier¹. Ainsi, en plus des normes prudentielles, la garantie de l'exécution des obligations financières est un instrument juridique qui permet d'anticiper le risque de système².

8. **Le traitement des risques de l'opération de marché par le dispositif *Collateral*.** Le traitement du risque d'inexécution des obligations financières est l'objectif de la directive *Collateral*. Ce risque est d'abord un risque crédit, c'est-à-dire le risque d'inexécution des obligations financières par les participants au système financier, générant, en raison de la collectivité caractéristique des marchés, un risque de système. En réalité, la qualification et la détermination des obligations financières permettent celles du risque crédit, à chaque étape de l'opération financière. L'unité de la notion de l'obligation financière est justifiée en raison des risques générés par son inexécution : le risque crédit puis le risque systémique. L'exécution des obligations financières permet la réduction ou même l'éviction du risque crédit et par suite du risque systémique. Le risque crédit concerne tant les opérations au comptant que les

¹ Ch. BOILLOT, « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : exceptions ou contradictions ? », *D.*, 2003, p. 2741

² Considérant n° 1 de la directive *Collateral*. V. à ce sujet : 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 », *RDBF*, nov.-déc. 2009, p. 1 ; B. BRÉHIER, « Les nouvelles régulations bancaires et financières », *Bull. Joly Bourse*, 2010, p. 426. Cependant, la crise *Subprimes* donne une illustration contraire. V. sur ce point : V. CATILLON, « Le droit des sûretés à l'épreuve des crises financières systémiques », *LPA*, 2008, n° 159, p. 8

opérations à terme. Ainsi, les obligations financières naissent indistinctement d'opérations financières au comptant que d'opérations financières à terme. Les risques de l'opération financière doivent être couverts par un contrat de garantie financière. Dès 2006, l'évaluation des effets de ce dispositif est très positive. En effet, la Commission considère que la directive *Collateral* a favorisé la conclusion de contrats de garantie financière¹. Une obligation garantie par un contrat de garantie financière est une obligation financière.

II. L'OBLIGATION GARANTIE : UNE OBLIGATION FINANCIÈRE

9. **L'obligation financière.** Selon l'article 2.1.f) de la directive *Collateral*, une l'obligation financière couverte est une obligation garantie par un contrat de garantie financière et qui donne droit à un règlement en espèces et/ou à la livraison d'instruments financiers. D'abord, l'obligation financière est une obligation. Ensuite, elle est une obligation particulière car elle est financière.

Une obligation. Les Romains, caractérisés par leur pragmatisme, n'ont pas ressenti le besoin de définir le terme. La définition de l'obligation n'est fournie qu'au IIIe siècle². En effet, Ulpien, jurisconsulte, l'a définie comme le lien de droit. Les *Institutes* de Justinien nous livrent une définition : *Obligatio est iuris vinculum quo necessitate astringimur alicujus solvenda rei secundum nostrae civitatis iura*³, ce qui signifie l'obligation est le lien de droit par lequel nous sommes tenus de payer quelque chose à quelqu'un en vertu du droit de notre cité. Cette définition apparaît comme incomplète, car il n'est pas possible de réduire l'obligation à un simple paiement. Par conséquent, le jurisconsulte Paul l'a complétée : *obligationum substantia non in eo constitit ut aliquod corpus nostrum vel aliquam servitutum nostram faciat sed ut alium obstringet ad dandum aliquid vel faciendum vel praestandum*⁴, ce qui signifie la substance des obligations ne consiste pas à nous rendre propriétaire d'une chose

¹ Commission européenne, « Rapport de la Commission au PE et au Cons. UE d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE) », 20 déc. 2006, COM(2006)833 final, www.ec.europa.eu, p. 5 : « 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 a favorisé la conclusion de ces contrats, et cette opinion est partagée par d'autres. La Commission y souscrit également. »

² J.-L. GAZZANIGA, *Introduction historique au droit des obligations*, PUF, coll. fondamentale, 1992, p. 17

³ Inst. Jus. 3, 13

⁴ D. 44, 7, 3

ou titulaire d'une servitude, mais à astreindre une autre personne envers nous soit à transférer la propriété, soit à faire, soit à fournir quelque chose. L'obligation est « *le lien de droit par lequel quelqu'un est tenu de faire ou de ne pas faire quelque chose*¹ ». Ce lien de droit n'unit pas une personne et une chose², mais constitue la relation entre deux personnes respectivement créancier et débiteur³. Le lien de droit permet aux créanciers d'exiger du débiteur une prestation ou une abstention, envisagée comme l'exécution d'une obligation de faire ou de ne pas faire. Le lien de droit est une sorte de « *distance de reconnaissance entre deux personnes comprenant un accrochage qui se maintient dans le temps* »⁴. L'obligation conçue comme un lien de droit est inadaptée au domaine financier puisque l'obligation en raison de sa nature financière est, non plus un lien d'obligation, mais un objet du système financier.

Une obligation financière. Communément, ce qui est financier vise « *ce qui concerne la gestion des patrimoines privés ou publics, ainsi que les opérations effectuées sur le marché des capitaux à long terme (émission d'actions ou obligations)* »⁵. Or les opérations financières sont « *celles qui contribuent, par le marché financier, à fournir aux entreprises des capitaux propres ou des emprunts à long terme (augmentations de capital ou émission d'obligations)* »⁶. Spécifiquement, les obligations financières sont, selon l'article 2.1.f) de la directive *Collateral*, des obligations couvertes par un contrat de garantie financière qui donnent droit à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers. Par conséquent, l'obligation financière ne peut être réduite à une obligation de payer une somme d'argent, c'est-à-dire une « *obligation de fournir une certaine somme* »⁷, puisque son exécution d'une obligation financière peut être accomplie par la livraison du sous-jacent. En réalité, l'obligation est financière en raison de son domaine.

10. Le domaine financier de l'obligation financière. Le périmètre du dispositif *Collateral* correspond, en réalité, au domaine de l'obligation financière. L'obligation est dite

¹ *Ibid.*

² E. JEULAND, « L'énigme du lien de droit », *RTD civ.*, 2003, p. 455: « *Il peut s'agir de l'union juridique de deux choses telles que le lien de connexité, le lien suffisant, le lien de causalité ou le lien de l'accessoire et du principal.* »

³ Y. LEQUETTE, F. TERRE et Ph. SIMLER, *Les obligations*, 11^{ème} éd., Dalloz, coll. Précis, 2014, p. 1 et suiv.

⁴ E. JEULAND, « L'énigme du lien de droit », *op. cit. et loc. cit.*

⁵ Dict. Grand Larousse, V° « financier », p. 1240

⁶ *Ibid.*

⁷ V. Voc. Jur. CORNU, V° « obligation », p. 587

financière, car elle est afférente au système financier, puisqu'elle oblige les intermédiaires qui le constituent, en raison d'opérations financières qu'ils concluent.

S'agissant des bénéficiaires. Selon l'article 1.2 de la directive Collateral, le preneur ou le constituant de la garantie doit appartenir à l'une des catégories visée par le texte, à savoir, une autorité publique, un organisme du secteur public, une banque centrale, un établissement financier, un établissement de crédit, une entreprise d'assurance, un organisme de placement collectif en valeurs mobilières, une société de gestion ou une contrepartie centrale. Plus synthétiquement, le champ d'application de la directive s'étend à toute personne morale, dès lors que l'une des contreparties est une entité réglementée. Cela étant, la directive laisse le choix aux États membres de ne pas inclure les personnes morales non financières¹. Il s'agit d'une clause optionnelle qui avait été demandée par la France². Mais le jeu de la reconnaissance mutuelle des contrats de garanties financières laisse peu de place à l'option, car celle-ci ne permet pas aux États ayant opté pour l'exclusion des personnes morales non financières de refuser que celles-ci participent. Au contraire, la directive n'interdit pas aux États membres d'étendre le champ d'application de la directive. Tout comme l'a fait la Belgique ou la Grande-Bretagne, il est possible d'inclure dans le champ de la directive d'autres catégories, telles que les personnes physiques. En pareille hypothèse, le contrat de garantie financière auquel participe une personne physique n'est pas opposable aux pays n'ayant pas étendu le champ d'application de la directive, la reconnaissance mutuelle n'étant d'aucun secours en cas de sur-transposition de la directive d'harmonisation minimale.

S'agissant des opérations. L'article 2.1.f) de la directive définit les obligations financières couvertes comme « *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* ». La directive utilise les termes d'« obligations financières couvertes ». Cependant, la définition est plus large et il semble qu'elle puisse couvrir les obligations sous-jacentes, autrement dit « *toutes les obligations au sens du Code civil ou de la Common law* »³. Il s'agit premièrement des obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers. Cette expression n'est pas précise et reste floue, elle vise à recouvrir le plus grand nombre d'opérations, telles que celles appréhendées par la notion d'instruments

¹ Art. 2.3 de la directive *Collateral*

² M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 46

³ *Ibid.*, p. 47

financiers à terme, à l'instar des *Swaps*, options et contrats à terme. Il s'agit deuxièmement des obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à règlement d'espèce ou à livraison d'instruments financiers. Les obligations financières ici visées sont celles « dont l'exécution se concrétise par le règlement de sommes d'argent ou par la livraison d'instruments financiers »¹. Il s'agit troisièmement des obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement interbancaire ou de règlement et de livraison d'instruments financiers. En réalité, l'obligation est financière, car elle naît d'une opération de marché², quelle que soit la sphère de négociation³, pourvu qu'elles soient compensées par une contrepartie centrale.

11. **Les sources de l'obligation financière.** L'obligation est dite financière en raison de son fait générateur, l'opération de finance de marché. En 1993, à l'occasion de la directive sur les services d'investissement, la volonté était de « favoriser l'éclosion d'un grand marché financier »⁴. Dans ce cadre, le marché a été érigé comme une notion fondamentale⁵. Consécutivement à cela, la distinction entre les marchés réglementés et les opérations conclues de gré à gré s'est imposée. D'un côté, le marché réglementé est un « 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. »⁶. Traditionnellement, les marchés réglementés sont opposés au marché de gré à gré⁷. Les opérations conclues de gré à gré sont pleinement soumises à la volonté des parties¹.

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 25

² J.-B. MOJUYÉ, *Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...)* en France et aux États-Unis, Thèse Paris II, 2003, Préf. C. Jauffret-Spinosi, LGDJ, Biblio. de Droit privé, t. 440, Paris, 2005, n° 1075, p. 468

³ V. MAZEAUD, *op. cit.*, n° 174, p. 256 : « Replacée dans la sphère du droit, la référence au risque permet de retrouver une certaine unité au sein d'institutions que l'on a trop souvent séparées, sans percevoir clairement les points qui les unissait. »

⁴ J.-J. DAIGRE, « De la directive de 1993 à celle de 2004 : d'un modèle de marché à un autre », *Banque & Droit*, n° 102, juill.-août 2005, p. 7

⁵ *Ibid.*, p. 9

⁶ Art. L. 421-1-I du C. mon. fin.

⁷ J.-B. MOJUYÉ, *op. cit.*, n° 357, p. 122 : « Le marché de gré à gré n'est par conséquent pas un marché, dans son sens traditionnel ou moderne : il ne désigne ni une place physique, ni une structure délocalisée permettant une confrontation des offres et des demandes. Plutôt, il identifie les modalités particulières de négociations entre les parties dont le caractère synallagmatique des engagements pris tranche avec les mécanismes mis en œuvre sur les marchés réglementés, où l'interposition de la Chambre de compensation exclut, d'une part, au rapport

D'un autre côté, le « marché de gré à gré »² peut être défini comme « l'ensemble des contrats, négociés et conclus entre deux parties, en dehors des marchés réglementés portant sur des instruments financiers, sans aucun contrôle réglementaire, du moins en principe, n'étant pas soumis, sauf en cas d'option des cocontractants, à un mécanisme de compensation multilatérale »³. Ainsi, une obligation financière peut apparemment naître indistinctement d'une opération de marché ou d'une opération conclue de gré à gré.

12. **La notion de marché.** Le marché peut être défini comme « le lieu d'échanges commerciaux, le rassemblement périodique de vendeur et d'acheteur en vue de la vente au détail et au comptant de marchandises à emporter, une espèce de convention, l'ensemble des opérations commerciales relatives à des catégories de biens, sur une place ou dans un espace géographique donné [...] » ou encore comme « l'ensemble des transactions et des tractations relatives à des opérations déterminées »⁴. La Cour de cassation a épousé cette approche dans l'affaire BERGE⁵. La notion de marché est intimement liée au développement du commerce, « il représente l'institution essentielle, la dorsale de toute l'économie des échanges »⁶. Ainsi, le marché n'a pas échappé à la conceptualisation des économistes, élément qui est exclu des présents développements. Habituellement, le marché est caractérisé par des critères traditionnels, à savoir un lieu ou une activité. D'une part, le marché financier ne peut être défini comme étant un lieu dans la mesure où la dématérialisation et l'informatisation s'opposent au critère géographique caractérisant le marché⁷. Cependant, « aucune définition ne correspond

synallagmatique ou lien contractuel réciproque ou bilatéral et, d'autre part, tout intuitu personae entre les contractants originaux. Le marché de gré à gré vise alors l'ensemble des contrats conclus entre opérateurs en dehors des marchés réglementés portant sur des instruments financiers. »

¹ J.-P. MATTOUT, *Droit Bancaire International*, 3^{ème} éd., Préf. J.-L. Rives-Lange, Revue Banque Edition, coll. Droit Fiscalité, 2004, n° 361, p. 352 : « Les parties se rencontrent directement, sans intermédiaire obligé, et déterminent entre elles librement l'ensemble des éléments de leur contrat » ; S. AMADOU, « Bourses d'hier et de demain, brève réflexion sur l'évolution des incertitudes sémantiques et juridiques relatives à la notion de « marché » », *Mélanges AEBDF-France*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1997, p. 13 : « Par opposition au concept de marchés réglementés qui généralement renvoie aux structures, géographiques ou institutionnelles, les marchés de gré à gré, bien que théoriquement susceptibles de la même charge sémantique, désignent de préférence les transactions elle-mêmes »

² Il est loisible de parler de « marché de gré à gré » par convenance de langage. Cependant, l'expression n'est pas parfaitement exacte, bien que de nombreux manuels l'emploient, dans la mesure où le gré à gré n'est pas un lieu, tel que le terme de marché pourrait le laisser entendre.

³ J.-B. MOJUYÉ, *op. cit.*, n° 363, p. 124

⁴ V. Voc. Jur. CORNU, V° « marché », p. 539

⁵ Com., 18 juin 1996, n° 94-13.660, *Bull. civ. IV*, n° 175 p. 151 ; *JCP* 1996, II, 22710 note H. HOVASSE

⁶ J.-B. MOJUYÉ, *op. cit.*, n° 303, p. 94

⁷ A.-C. MULLER, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, Thèse Paris II, 2001, Préf. H. Synvet, Economica, Coll. Recherches Juridiques, t. 16, 2007, n° 11^{bis}, p. 13 : « Une seule certitude, il n'est pas possible de définir un marché financier comme un lieu de rencontre des offres et des demandes relatives à un instrument financier car la dématérialisation et l'informatisation des échanges ont rendu impossible toute détermination géographique. »

exactement à la notion de marché financier »¹. D'autre part, le marché ne peut se réduire à une activité notamment en raison de la pluralité de services et de prestations s'adossant à l'opération. En réalité, le marché est un « instrument » au service de « tous ceux que la loi qualifie de prestataires de services d'investissement »². « Un marché financier se définirait alors comme un système informatique de rapprochement entre investisseurs en vue de conclure des négociations portant sur des instruments financiers »³. Dès à présent, il est loisible de constater que l'approche économique du marché n'est pas satisfaisante pour les juristes. En réalité, il existe une pluralité de marchés.

13. **Les marchés.** Se pencher sur la notion de marché à l'aune du droit des marchés financiers invite à évincer la notion de marché pertinent appartenant au droit de la concurrence, préalable obligatoire avant d'envisager tout atteinte au libre jeu de la concurrence, qu'il s'agisse d'abus de domination ou encore de pratiques restrictives. Le marché financier se départit du marché pertinent, car le premier, contrairement au second, présente une organisation collective. Cette précision étant acquise, les marchés financiers ont pris la place de ce que l'on appelait jadis la Bourse. La directive MIF a créé différents systèmes de négociation ; coexistent les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les internalisations. La MIF a refondu la physionomie des marchés. La MIF a créé différents systèmes de négociation ; coexistent les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les internalisateurs. Ainsi, « *il ne faudrait donc plus parler de marchés réglementés pour les premiers, car tous les systèmes le sont désormais, mais plutôt de « marchés agréés », car tel est leur particularité, ils sont agréés en eux-mêmes et pour eux-mêmes par une autorité* »⁴. La MIF a donc refondu la physionomie des marchés. En premier lieu, elle a remplacé les « catégories de marché » par les « plates-formes de négociation ». L'idée conduite par la MIF est de placer sur un pied d'égalité les différents modes de conclusion d'une transaction. Ainsi coexistent les marchés réglementés, les MTF (*multilateral trading facilities* ou marchés organisés) et les internalisateurs systématiques. Les marchés réglementés et les MTF sont, somme toute, assez ressemblants alors que les internalisateurs systématiques ne correspondent qu'à la consécration de pratiques connues, mais confidentielles entre membres de marché réglementé que sont la contrepartie et

¹ *Ibid.*

² P. DIDIER, *Droit commercial*, t. 3, *Le marché financier – Les groupes de sociétés*, PUF, coll. Thémis Droit privé, 1999, p. 232

³ A.-C. MULLER, *op. cit. et loc. cit.*

⁴ *Ibid.*

l'application. Concernant le marché réglementé, une définition est fournie, aujourd'hui, par l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier : le marché réglementé d'instruments financiers, géré par une entreprise de marché¹, est « *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* »². Un système multilatéral de négociation est, quant à lui, « *un système qui, sans avoir la qualité de marché réglementé, assure 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, de manière à conclure des transactions sur ces instruments* »³. La différence entre un marché réglementé et un système multilatéral de négociation est l'entité qui en assure la gestion. Si le marché réglementé est géré par une entreprise de marché⁴, un système multilatéral de négociation l'est par un prestataire de services d'investissement agréé ou par une entreprise de marché autorisée⁵. Enfin, les internalisateurs systématiques peuvent être définis comme « *une entreprise d'investissement qui négocie pour son compte propre les ordres des clients en les exécutant de façon organisée, fréquente et systématique* »⁶. Les internalisateurs systématiques sont une catégorie particulière au sein des prestataires de services d'investissement qui se chargent d'apparier les ordres de sens contraires ou de se porter contrepartie des ordres d'un client. Plus récemment, la jurisprudence a eu l'occasion de revenir sur la notion de marché contenue dans la directive MIF.

14. **L'affaire RARES DORALIN NILAS.** Récemment, la Cour de justice a dû se prononcer sur la notion de marché réglementé contenue dans la directive MIF⁷, condition d'application de la directive abus de marché.

¹ Art. L. 421-2 du C. mon. fin.

² Art. L. 421-1-I du C. mon. fin.

³ Art. L. 424-1 al. 1^{er} du C. mon. fin.

⁴ Art. L. 421-2 du C. mon. fin.

⁵ Art. L. 424-1 al. 2 du C. mon. fin.

⁶ Art. L. 425-1 du C. mon. fin. Sur ce point : J. KROL, « Présentation générale de la directive MIF et de sa mise en œuvre », *Banque & Droit*, n° 102, juill.-août 2005, p. 4, spéc. p. 5

⁷ CJUE, 2^e ch., 22 mars 2012, aff. C-248/11, RARES DORALIN NILAS et a. ; *Europe* 2012, comm. 193, obs. F. GAZIN ; *RDBF*, n° 4, juill. 2012, comm. 139, obs. A.-C. MULLER ; *Bull. Joly Bourse*, 2012, n° 6, p. 248, obs. Th. BONNEAU

L'affaire. Dans cette affaire, les transactions concernent des actions admises à la négociation sur un marché organisé roumain (le *Rasdaq*). Un opérateur de ce marché organisé a fusionné avec un autre du marché réglementé (*Bursa Valori Bucuresti*). Des personnes ayant conclu des opérations sur le *Rasdaq* sont poursuivies ; on leur reproche une manipulation du cours d'une société anonyme. Pour évincer l'application de la directive abus de marché, ils se défendent en opposant que le *Rasdaq* n'était pas un marché réglementé et que, par conséquent, la directive abus de marché n'était pas applicable. La Cour a dû dire si le *Rasdaq* constitue ou non un marché réglementé, au sens de la directive MIF. La Cour procède en deux temps : d'une part, la Cour ne précise pas si les actions ont été admises ou non aux négociations sur un marché réglementé et, d'autre part, elle tranche le point de savoir si l'inscription d'un marché sur une liste est une condition de qualification du marché réglementé.

Premier temps : l'absence de précision s'agissant de l'admission des actions aux négociations sur un marché réglementé. D'une part, elle souligne que la juridiction de renvoi se limite à relever que les opérations litigieuses ont été exécutées sur le *Rasdaq*, sans préciser si ces actions ont été admises sur un autre marché d'instruments financiers qui aurait pu être qualifié de marché réglementé, ce qui aurait pu justifier l'application de la directive abus de marché¹. La directive MIF prend soin de définir la notion de marché réglementé : il s'agit d'un « *système multilatéral, exploité et/ou géré par un opérateur de marché, qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon ses règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement* »². Il convient alors de vérifier si le *Rasdaq* présente la réunion des conditions nécessaires à la qualification de marché réglementé, c'est-à-dire si celui-ci a obtenu l'agrément et si son fonctionnement est régulier³.

¹ CJUE, 2^e ch., 22 mars 2012, arrêt préc., point n° 37 : « À cet égard, la juridiction de renvoi se limite à indiquer que les opérations reprochées aux prévenus dans l'affaire au principal ont été exécutées sur le marché *Rasdaq*. Elle ne précise pas si les actions concernées ont été également admises à la négociation sur un autre marché d'instruments financiers qui, lui, serait qualifié de marché réglementé ou si la demande d'une telle admission avait été présentée à l'époque des faits. Si tel avait été le cas, ce qu'il incombe au juge national d'établir, lesdites manipulations relèveraient en tout état de cause du champ d'application de la directive 2003/6, en vertu de l'art. 9 de celle-ci, et il ne serait pas nécessaire de savoir, aux fins du litige au principal, si le marché *Rasdaq* est ou non un marché réglementé au sens de la directive 2004/39. »

² Art. 4.1.14 de la directive MIF

³ CJUE, 2^e ch., 22 mars 2012, arrêt préc., point n° 43 : « Il découle des deux points précédents, d'une part, que

La Cour considère, en l'espèce, que la fusion d'un opérateur *du Rasdaq* avec un autre d'un marché réglementé et que la mise à disposition du support électronique du marché réglementé auprès de l'opération du *Rasdaq* est indifférente, n'emportant pas la qualification de marché réglementé. La Cour précise à ce propos que la directive MIF prévoit d'ailleurs ce cas dans lequel un opérateur de marché réglementé exploite un autre système de négociation, sans que ce système devienne un marché réglementé¹. De telle sorte, si un marché d'instruments financiers ne satisfait pas aux conditions du titre III de la directive MIF, il ne peut pas être qualifié de marché réglementé, même si un de ses opérateurs a fusionné avec un autre opérateur du marché réglementé.

Second temps : l'inscription d'un marché sur une liste ne présume pas de sa qualité de marché réglementé. D'autre part, elle tranche le point de savoir si l'inscription d'un marché sur une liste est une condition de qualification du marché réglementé². La Cour rappelle que la directive n'érige pas l'inscription d'un marché sur cette liste comme une condition de la qualification de marché réglementé³. Par conséquent, il est loisible de tirer deux enseignements de cet arrêt : d'une part, un marché d'instruments financiers qui ne satisfait pas aux conditions du titre III de la directive MIF, en d'autres termes aux conditions d'obtention et de maintien de l'agrément en raison d'un fonctionnement régulier, ne relève pas de la notion de marché réglementé et, d'autre part, que l'inscription d'un marché d'instruments financiers sur une liste des marchés réglementés n'est pas une condition nécessaire à la qualification de ce marché en tant que marché réglementé, au sens de la

pour être qualifié de « marché réglementé », au sens de l'art. 4, paragraphe 1, point 14, de la directive 2004/39, un marché d'instruments financiers doit être agréé en tant que marché réglementé et, d'autre part, que son fonctionnement conformément aux exigences visées dans le titre III de cette directive constitue une condition essentielle pour l'obtention et le maintien de cet agrément. »

¹ *Ibid.*, point n° 46 : « À cet égard, il convient de relever que la directive 2004/39 envisage explicitement des situations où l'opérateur d'un marché réglementé exploite également un autre système de négociation, sans que ce dernier devienne un marché réglementé en vertu de cette exploitation. » et point n° 47 : « Ainsi, le cinquante-sixième considérant de la directive 2004/39 énonce que les exploitants d'un marché réglementé devraient aussi pouvoir exploiter un MTF, lequel est régi, comme il ressort de la définition figurant à l'article 4, paragraphe 1, point 15, de cette directive, par les dispositions du titre II de celle-ci et ne constitue pas, dès lors, un marché réglementé. De même, la disposition transitoire figurant à l'art. 71, paragraphe 5, de cette même directive prévoit que tout système existant relevant de la définition d'un MTF exploité par un opérateur de marché d'un marché réglementé est, sous certaines conditions, autorisé en tant que MTF à la demande de cet opérateur. »

² CJUE, 2^e ch., 22 mars 2012, arrêt préc., point n° 50 : « Par sa troisième question, la juridiction de renvoi cherche, en substance, à savoir si l'art. 47 de la directive 2004/39 doit être interprété en ce sens que l'inscription d'un marché sur la liste des marchés réglementés visée à cet article constitue une condition nécessaire pour la qualification de ce marché en tant que marché réglementé au sens de cette directive. »

³ *Ibid.*, point n° 54 : « Il s'ensuit que le fait d'apparaître sur cette liste n'est pas un élément constitutif de la qualification d'un marché d'instruments financiers en tant que marché réglementé au sens de la directive 2004/39. Partant, le seul fait de ne pas figurer sur ladite liste ne saurait suffire pour exclure que le marché en question est un marché réglementé. »

directive MIF. Cet arrêt permet d'apporter des précisions sur la notion de marché réglementé. Or, les obligations financières trouvent leur fait générateur dans l'opération de marché, notamment réglementé. Pour désigner les obligations nées d'une opération de marché, le législateur français utilise la notion d'obligation financière, contrairement au législateur européen qui utilise la notion d'obligation financière couverte. Ainsi, l'obligation financière est conçue par l'ordonnance de transposition comme une obligation indépendante de sa garantie.

15. **L'autonomie de l'obligation financière.** Le législateur européen centre le dispositif *Collateral* sur la garantie, laissant à l'obligation financière couverte une place secondaire, accessoire et fonctionnelle qui ne saurait exister sans sa garantie. De l'autre côté, le législateur français recentre l'ordonnance de transposition, non plus sur la garantie, mais sur l'obligation garantie. Ainsi, il rétablit la place de l'obligation principale face à son accessoire. Il rétablit toute l'autonomie de l'obligation principale, de l'obligation financière¹. D'un côté, le législateur européen subordonne l'existence de l'obligation financière couverte à l'existence du contrat de garantie financière, de l'autre, le législateur français confère une autonomie à l'obligation financière, la départissant du contrat de garantie financière.

La subordination de l'obligation financière couverte au contrat de garantie financière. La directive *Collateral* emploie la notion d' « obligation financière couverte » et subordonne cette qualification à l'existence d'un contrat de garantie financière². Ainsi, l'obligation financière couverte est l'obligation qui est garantie par un contrat de garantie financière ; cela signifie que l'existence de l'obligation financière couverte est subordonnée à celle du contrat de garantie financière. En l'absence de contrat de garantie financière, l'obligation financière couverte ne peut exister. Or, à la lecture de l'article L. 211-36-1° du Code monétaire et financier, l'obligation financière est autonome face à sa garantie.

L'autonomie de l'obligation financière face au contrat de garantie financière. Le législateur s'écarte de la lettre de la directive et utilise la notion d'obligation financière indépendamment du contrat de garantie financière. En effet, le législateur européen fait de la

¹ Dans ces conditions, il est délicat de dégager la fonction de l'obligation financière sans trahir l'esprit de la directive *Collateral*, tout comme il est délicat de répondre à cette fonction en contemplation de l'unique garantie sans trahir le contenu de l'ordonnance.

² Art. 2.1.f) de la directive *Collateral*

garantie un critère de qualification de l'obligation garantie. Le législateur français anéantit le lien théorique unissant la garantie et l'opération garantie en lui conférant une existence autonome. La notion d'obligation financière s'affranchit, dans les textes français, de sa subordination au contrat de garantie financière. Le législateur se détache ainsi des critères de qualification de la directive et introduit finalement une nouvelle notion : une obligation financière qui en théorie, pour exister, n'a nul besoin d'être couverte par un contrat de garantie financière.

Le particularisme du rapport entre l'obligation financière et sa garantie. La question est de savoir dans quelle mesure l'obligation financière préexiste au contrat de garantie financière. Selon la directive, l'existence d'une obligation financière couverte est subordonnée à celle de sa garantie. Mais la garantie ne crée pas, en principe, d'obligation principale et cette dernière doit préexister à la garantie. Les mécanismes collectifs caractéristiques de la sphère financière dénaturent les logiques traditionnelles. Le dispositif *Collateral* en fournit une illustration. Si le point d'ancrage de la directive est le contrat de garantie financière, celui de l'ordonnance de transposition est l'obligation financière. L'approche pragmatique de la directive *Collateral* inverse le rapport traditionnel entre le principal et l'accessoire. Cette démonstration est un des objectifs de l'étude des obligations financières.

16. **L'intérêt et l'objectif de l'étude des obligations financières.** D'abord, l'intérêt de cette étude pourrait paraître limité parce que le sujet semble cantonné à la sphère financière dématérialisée, abstraite et lointaine de la réalité économique. En réalité, la matière financière sert les intérêts des acteurs de l'économie réelle. Ensuite, les objectifs de cette étude sont simples et tentent de répondre à deux questions.

L'intérêt concret de l'étude des obligations financières. L'obligation financière n'est pas exclue de ce qu'il est commun d'appeler vulgairement « l'économie réelle »¹. L'obligation financière est une expression de l'économie réelle sur les marchés : même si le

¹ *Contra* P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, Thèse Paris I, 2008, Préf. J.-J. DAIGRE, IRJS éditions, Biblio. de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne – André Tunc, t. 28, 2011, n° 4, p. 12 : « Cette fonction économique d'anticipation du risque a pour effet de dissocier l'instrument financier à terme de l'économie réelle : le sous-jacent a simplement un rôle de référent. »

sous-jacent n'est qu'un simple référent¹, les prises de position ont un impact sur le cours et par la même sur l'exercice ou non de l'option offerte par le contrat financier. Les opérateurs se servent des marchés pour spéculer et se couvrir. L'obligation financière naît d'une opération financière. Or l'instrument financier est un mécanisme d'incorporation du risque. Bon nombre d'opérateurs souhaitent spéculer ou se couvrir² : pensons à la confiserie industrielle qui souhaite se garantir d'acheter la tonne de sucre au meilleur prix³. Dans ce cas, l'obligation financière est l'obligation née de l'opération financière relative à un instrument financier servant de couverture du prix de la tonne de sucre pour ce confiseur.

L'objectif simple de l'étude des obligations financières. Rappelons que la notion d'obligation financière sert à désigner l'obligation garantie par un contrat de garantie financière. L'objectif de cette étude est simple et réside dans deux questions. La première question consiste à s'interroger sur la notion d'obligation financière : que sont les obligations financières ? La seconde implique de se demander ce à quoi elles servent : quelle est la fonction des obligations financières ?

17. **Plan.** À la lecture de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier, l'obligation financière, rendue autonome sous la plume du législateur français, est une obligation qui appartient au système financier, car l'intervention des entités qui le constitue, c'est-à-dire les marchés, les intermédiaires et les infrastructures, est nécessaire pour l'existence et la détermination de l'obligation financière. Non seulement le domaine et les caractères de l'obligation financière, mais aussi les modalités de détermination de son *quantum* permettent de démontrer que l'obligation financière est un objet du système financier (**PREMIÈRE PARTIE**). Le dispositif *Collateral* entend lutter contre le risque crédit relatif au risque

¹ A. GAUDEMET, *Les dérivés*, Thèse Paris II, 2008, Préf. H. Synvet, Economica, Coll. Recherches Juridiques, t. 22, 2010, n° 217, p. 104

² P. PAILLER, *op. cit.*, n° 4, p. 11 : « le sous-jacent participe du mécanisme financier, mais il ne contribue qu'indirectement à la réalisation de l'objet de l'instrument financier à terme, sauf dans le cas marginal où se dénoue par livraison : le sous-jacent joue le plus souvent le rôle d'un simple support technique, dont l'évolution du cours permet la fixation du prix du risque. »

³ A.-C. MULLER, « L'aléa » in *L'aléa Journées nationales Tome XIV/Le Mans*, Dalloz, coll. Thèmes & commentaires Association Henri Capitant, Paris, 2010, p. 77 : « Un exemple simple permet de comprendre le mécanisme. Un fabricant de chocolat entend ne pas subir une éventuelle hausse du cours du cacao au moment des chocolats de Pâques. Il sait qu'il aura besoin de 5 tonnes de chocolat au mois de février. Il prend par conséquent une position d'acheteur de 5 tonnes de cacao à échéance fin février pour un prix déterminé, celui du marché le jour de sa conclusion du contrat à terme, par exemple 2500 euros la tonne. À l'échéance, le cours du cacao sur le marché est monté à 3000 euros. Notre fabricant peut acheter 5 tonnes au prix prévu au contrat à terme, dit prix d'exercice, soit 2500 euros. Il ne subira pas, par conséquent, la hausse du cours et maintiendra son prix de revient. »

d'inexécution de cet objet du système financier, foyer du risque de système. Pour cela, elle met en place un régime spécial pour la garantie des obligations financières. Pour assurer son efficacité, cette garantie bénéficie d'un régime dérogatoire de droit commun. Mais ce dispositif, même imparfait, est nécessaire, car il permet un encadrement du risque de système (**SECONDE PARTIE**).

Les obligations financières, un objet du système financier (**PREMIÈRE PARTIE**) ;

L'encadrement du risque de système (**SECONDE PARTIE**).

PREMIÈRE PARTIE. L'OBJET DU SYSTÈME FINANCIER

18. **Plan.** C'est à partir de la lecture des articles L. 211-36 et suivants du Code monétaire et financier que l'obligation s'est révélée comme un objet du système financier. L'existence de l'obligation financière est liée par essence à celle du système financier. L'intervention des entités qui le constituent permet de déterminer l'objet des obligations financières. En réalité, l'obligation financière est un objet du système financier, car son existence et sa détermination dépendent du système financier, car elle mobilise toutes ses entités, c'est-à-dire les marchés, les intermédiaires et les infrastructures.

Le système financier : condition d'existence de l'obligation financière. D'abord, l'appartenance de l'obligation financière au système financier est la condition de son existence. L'appartenance de l'obligation financière au système financier est un premier élément qui permet la démonstration de la conception de l'obligation tel un objet du système financier. En effet, nous soutenons qu'il ne peut exister d'obligations financières sans système financier. La condition d'existence de l'obligation financière est démontrée grâce à l'étude de son domaine et de son caractère. S'agissant de son domaine, l'existence de l'obligation financière est subordonnée à celle d'une opération financière et à l'intervention d'un participant au système financier. S'agissant de son caractère, l'obligation est financière, car elle naît d'une opération de marché et trouve son fait générateur dans l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. En somme, l'appartenance au périmètre du système financier constitue une condition d'existence de l'obligation financière (**TITRE I**).

Le système financier : condition de détermination du *quantum* de l'obligation financière. L'obligation financière n'existe que dans le système financier. La condition du principe de son existence est déterminée. Si le principe de l'existence de l'obligation est acquis, il convient ensuite de présenter les modalités de la détermination de son objet, c'est-à-dire de son *quantum*. La détermination de son objet nécessite l'intervention des infrastructures de marchés lors de la formation et du dénouement de l'opération. L'intervention des

infrastructures de marchés constitue alors un second élément au soutien de la démonstration de la conception de l'obligation financière tel un objet du système financier (**TITRE II**).

TITRE I. LA CONDITION D'EXISTENCE DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE

19. **Plan.** L'étude permet de démontrer que l'obligation financière est un objet du système financier dès lors que son domaine et son caractère sont financiers. L'existence de l'obligation financière est conditionnée par l'existence d'opérations financières entre participants au système financier. Cela signifie que l'obligation financière naît d'une opération de finance de marché et trouve son fait générateur dans l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. L'existence de l'obligation financière est conditionnée par l'intervention des entités qui constituent le système financier : les marchés, les intermédiaires et les infrastructures. Le domaine et le caractère de l'obligation démontrent que son appartenance au système financier est la condition de son existence.

Le domaine financier de l'obligation. Le domaine des obligations financières est fourni par l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier. Les deux critères de définitions de l'obligation financière déterminent son domaine. D'une part, les obligations financières naissent de certaines opérations, c'est-à-dire d'opérations financières et plus précisément d'opérations « de finance de marché »¹. D'autre part, les obligations financières obligent certaines personnes, les entités réglementées, c'est-à-dire les participants au système financier. Ainsi, la définition de l'obligation financière démontre qu'elle appartient au domaine financier (**CHAPITRE 1**).

Le caractère financier de l'obligation. Le caractère financier de l'obligation permet de faire la distinction entre l'obligation financière et l'obligation de droit commun. L'obligation financière est un objet du système financier parce qu'elle naît d'une opération de marché dont le fait générateur réside dans l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. Autrement dit, les infrastructures du système financier sont mobilisées pour permettre l'existence de l'obligation financière (**CHAPITRE 2**).

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *Dr. et pat.*, n° 140, sept. 2005, p. 25

CHAPITRE 1. LE DOMAINE FINANCIER DE L'OBLIGATION

20. **Plan.** L'étude du domaine financier de l'obligation financière participe à la démonstration de l'idée selon laquelle l'obligation financière n'a d'existence que dans le cadre du système financier. Le dispositif *Collateral* désigne l'obligation garantie par un contrat de garantie financière par une expression générique : les obligations financières. Or, l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier définit l'obligation financière selon deux critères : d'un côté, les personnes qu'elles obligent et, de l'autre, les opérations qui sont sources d'obligations financières. D'abord, les opérations sources d'obligations financières sont des opérations financières (**Section I**). Ensuite, les personnes qui peuvent être obligées d'exécuter une obligation financière sont des participants au système financier (**Section II**).

SECTION I. DES OBLIGATIONS NÉES D'OPÉRATIONS FINANCIÈRES

21. **Plan.** Les catégories d'obligations financières sont visées par l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier. Les obligations financières résultent de certaines opérations et certains contrats. Or, il s'agit de notion juridique très large. Il convient d'en circonscrire le sens et la portée. Deux critères doivent être réunis pour qu'il s'agisse d'obligations financières. Le premier critère est relatif à la qualité des parties. Le second critère est relatif aux opérations. L'article L. 211-36 du Code monétaire et financier envisage trois catégories d'obligations financières : celles résultant d'opérations sur instruments financiers (§1), celles résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à la livraison d'instrument financier (§2) et celles résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement et de livraison (§3).

§1. Les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers

22. **Les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers.** La première catégorie d'obligation financière résulte d'opérations sur instruments financiers. Cette expression est floue. Elle vise à recouvrir le plus grand nombre d'opérations, telles que

celles appréhendées par la notion de contrats financiers qui correspond à celle d'instruments financiers à terme, à l'instar des *Swaps*, options et contrats à terme¹. Ainsi, il s'agirait alors des obligations financières nées d'une opération afférente à des instruments financiers à terme. Les opérations sur instruments financiers consistent notamment en un règlement de somme d'argent ou en une livraison d'instrument financier à la condition qu'elles s'inscrivent dans le cadre d'une « opération de finance de marché »². Des précisions doivent être apportées s'agissant des dérivés.

23. **Les dérivés : la directive *Collateral* et le règlement EMIR.** La directive *Collateral* et le règlement EMIR concernent les dérivés puisque ce sont des contrats financiers. Cela étant, l'esprit de chacun de ces deux textes est différent.

Les dérivés. Concernant les dérivés, le dispositif *Collateral* a été complété par le règlement EMIR. Les dérivés sont définis par l'article 2.5 du règlement EMIR comme « *un instrument financier tel que mentionné à l'annexe I, section C, points 4 à 10, de la directive 2004/39/CE, en combinaison avec les articles 38 et 39 du règlement (CE) n° 1287/2006* ». Or il existe sept catégories de dérivés, selon règlement EMIR, contenues dans l'article D. 211-1 A du Code monétaire et financier. Ces dérivés sont des contrats financiers et entrent dans le champ d'application de la directive *Collateral*.

Le domaine d'application *rationae materiae* du règlement EMIR confronté à celui de la directive *Collateral*. Les obligations financières peuvent résulter d'opérations sur instruments financiers, de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers ou de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement-livraison. Sont assimilés à des instruments financiers les contrats d'option, contrats à terme ferme, contrats d'échange et tous autres contrats à terme autres que les parts ou actions d'organismes de placement collectifs, si ces instruments qui se règlent par la livraison physique font l'objet d'un enregistrement par une chambre de compensation reconnue ou d'appels de couverture périodiques. Les dérivés font partie du champ *rationae materiae* de la directive *Collateral*. Les contrats dérivés standardisés OTC visés par le règlement EMIR entrent dans le champ de L. 211-36-1° du Code monétaire et financier. La directive *Collateral*

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.* et *loc. cit.*

² *Ibid.*

englobe tant les opérations conclues de gré à gré que celles négociées sur un marché réglementé¹. Néanmoins, des exigences spécifiques sont applicables à certains contrats financiers dérivés. Les dérivés font partie de la deuxième catégorie d'obligations financières. S'ils donnent lieu à une livraison physique, ils doivent être enregistrés auprès d'une chambre de compensation ou faire l'objet d'appel de couverture périodique. Les dérivés donnant lieu à une livraison physique sont exclus puisque le règlement EMIR ne vise que les dérivés conclus de gré à gré pour les assujettir à une obligation d'enregistrement auprès d'une contrepartie centrale. Une fois assujettis, le mode de dénouement de l'opération importe peu. Le raisonnement mené par le projet de règlement EMIR est l'inverse de celui de la directive *Collateral* : si pour la directive *Collateral*, le mode de dénouement du dérivé imposait qu'il soit être enregistré, à l'inverse pour le règlement EMIR, c'est parce qu'il s'agit d'un contrat dérivé standardisé *OTC* qu'il doit être soumis à l'obligation d'enregistrement. La nature prévaut sur le mode d'exécution. Envisageons la seconde catégorie d'obligations financières : les obligations financières résultant de tous contrats donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers.

§2. Les obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers

24. **Les obligations financières résultant de tous contrats donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers.** La deuxième catégorie d'obligations financières résulte de tous contrats donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers. Même si à première vue cette deuxième catégorie a la même nature que la première, les obligations financières de la deuxième catégorie n'ont pas la même origine, car elles résultent, non plus d'opérations, mais de tout contrat. En réalité, la notion d'obligations financières est une notion téléologique ne distinguant pas expressément entre celles liées à un contrat donnant lieu à livraison d'instruments financiers et celles liées à un contrat donnant lieu à un règlement monétaire. Les obligations doivent résulter d'un contrat, « *ce qui est à la fois plus ou moins large que la notion d'opérations sur instruments*

¹ J.-B. MOJUYE, *Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...)* en France et aux États-Unis, Thèse Paris II, 2003, Préf. C. Jauffret-Spinosi, LGDJ, Biblio. Droit privé, t. 440, Paris, 2005, n° 1075, p. 468 : « *Les modalités de l'opération ne semblent pas constituer un obstacle à l'application de l'art. [L. 211-36], qui vise aussi bien les opérations conclues de gré à gré que les opérations effectuées sur un marché réglementé.* »

financiers du 1° de l'article L. 431-7»¹. Nombreuses sont les opérations sur instruments financiers qui ont vocation à entrer dans le champ de l'article L. 211-36-2° du Code monétaire et financier. Toutes les obligations de sommes d'argent ou de livraison d'instruments financiers liant deux entités réglementées profitent du dispositif *Collateral* (les contrats de crédits, les conventions de compte courant, la location de coffre-fort ou encore le bail immobilier...)»². Des précisions doivent être apportées concernant cette seconde catégorie qui fait du mode de dénouement un critère de distinction.

25. **Le mode de dénouement.** Le mode de dénouement constitue un critère de qualification des obligations financières de deuxième catégorie. Le dénouement d'une position ouverte sur un marché à terme implique soit la livraison de l'actif sous-jacent, soit le paiement du différentiel. En revanche, pour un contrat à terme optionnel, ce n'est qu'à l'échéance, si l'option est levée, que l'exécution des obligations financières intervient par la livraison de l'actif sous-jacent ou par le paiement du différentiel. C'est la raison pour laquelle L. 211-36-II du Code monétaire et financier prend soin de préciser 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* ». Envisageons la troisième et dernière catégorie d'obligations financières, celles qui résultent de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement interbancaire ou de règlement et de livraison d'instruments financiers.

§3. Les obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement interbancaire ou de règlement et de livraison d'instruments financiers

26. **Les obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement et de livraison d'instruments financiers.** La troisième et dernière catégorie d'obligation financière résulte de tout contrat conclu dans le cadre d'un système

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 26 : « *Plus large, puisque tout contrat bancaire ou commercial entre dans le champ d'application ; moins large car les opérations sur instruments financiers à terme sont parfois le produit de deux ordres inverses rapprochés par un système de négociation, ce qui n'en fait peut-être pas naître un contrat* » ;

² *Ibid.*

interbancaire ou d'un système de règlement et de livraison d'instruments financiers. Depuis l'ordonnance du 24 février 2005, ces obligations sont des obligations financières. Cette qualification unitaire concourt à l'éviction du risque systémique¹. La mise en œuvre de cet objectif connaît néanmoins une limite. Le maintien des articles L. 330-1 et suivants du Code monétaire et financier relatif aux systèmes de règlement et de livraison crée un « double emploi » avec les articles L. 211-36 et suivants du même Code. En revanche, le maintien des dispositions dédiées aux systèmes de règlement et de livraison permet, par confrontation, d'identifier puis de qualifier, à chaque étape de l'opération financière, de marché ou non, les obligations qui sont des obligations financières. La redondance se montre, en l'occurrence, utile. L'unité trouvée grâce à la notion d'obligations financières présente des avantages.

27. **L'unité permise par la notion d'obligations financières.** La prévention du risque de système passe par l'encadrement des systèmes interbancaires de règlement ou encore des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers. Ce n'est pas une nouveauté issue de la directive *Collateral*. Néanmoins, cette directive permet d'unifier, grâce à la notion d'obligation financière, des régimes épars, mais ayant tous deux été adoptés dans le cadre d'une politique de prévention du risque de système. La prévention du risque systémique avait impliqué diverses réformes tant dans le domaine bancaire, que dans le domaine financier. Concrètement, deux régimes coexistaient : l'un concernant les opérations sur instruments financiers², l'autre concernant les systèmes de règlements interbancaires et de règlement et de livraison d'instruments financiers³. Depuis l'ordonnance de transposition de la directive *Collateral*, les obligations financières résultent indistinctement des contrats conclus dans le cadre soit d'un système de règlements interbancaires, soit d'un système de règlement et de livraison d'instruments financiers. La notion d'obligation financière est unitaire.

Conclusion de la section I

28. L'obligation financière appartient au système financier en raison de son domaine. L'article L. 211-36 du Code monétaire et financier définit trois catégories d'obligations financières. Les premières résultent d'opérations sur instruments financiers. Les deuxièmes résultent de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 27 : « En insérant ce troisième type d'obligations financières dans le champ des garanties, l'ordonnance met en cohérence tout le dispositif des règles adoptées dans une politique de lutte contre le risque systémique. »

² Ancien art. L. 431-7 du C. mon. fin.

³ Art. L. 330-2 du C. mon. fin.

d'instruments financiers. Les troisièmes résultent de tout contrat conclu dans un système interbancaire de paiement ou de livraison d'instruments financiers. Ainsi, le domaine des obligations financières est financier, car elles résultent d'opérations financières.

SECTION II. DES OBLIGATIONS ENTRE PARTICIPANTS AU SYSTÈME FINANCIER

29. **Plan.** En application de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier, les obligations financières sont définies en raison de la qualité des personnes qu'elles obligent. Ces personnes sont des participants au système financier. D'abord, le dispositif *Collateral* vise exclusivement les intermédiaires du système financier, c'est-à-dire ceux qui sont susceptibles de générer, par leur défaillance, un risque de système (§1). Ensuite, le dispositif *Collateral* exclut de son domaine toutes les autres personnes, morales ou physiques, qui ne sont pas des entités financières. En effet, ces personnes, puisqu'elles n'appartiennent pas au système financier, ne génèrent pas directement de risque de système. Ce sont les oubliés du dispositif *Collateral* (§2).

§1. Les intermédiaires du système financier

30. **Plan.** Les participants au système financier, les intermédiaires, appartiennent à ce système. Dans cette mesure, ils sont identifiés comme étant un vecteur de propagation du risque de système. Le domaine financier des obligations financières est justifié par le fait qu'elles lient des intermédiaires financiers. Cette approche est identique, qu'il s'agisse de la directive *Collateral* ou du règlement EMIR.

31. **Les entités réglementées au sein de la directive *Collateral*.** Le champ d'application de la directive *Collateral* est une combinaison de deux critères présentés conjointement par les textes. Le premier critère *rationae materiae* vise les contrats, instruments et opérations. Le second critère *rationae personae*, celui qui nous intéresse ici, vise les entités tenues d'exécuter les obligations financières. Le second critère est fonction du premier. Les entités liées sont distinctes selon la nature des opérations dont résultent les obligations financières : selon d'abord, les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers ; ensuite, les obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers ; enfin, les obligations financières

résultant de tout contrat conclu dans système visé à l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier.

Les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers.

L'article L. 211-36-1° du Code monétaire et financier vise les « [...] *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* ». Pour cette première catégorie, une seule entité réglementée est exigée. Le législateur français a tronqué les exigences de la directive *Collateral*. Pour cette première catégorie d'obligations financières, une seule des parties cocontractantes doit être une entité réglementée, à savoir un établissement de crédit, un prestataire de service d'investissement, un établissement public, une collectivité territoriale, une institution, une personne ou une entité entrant dans le champ d'application de L. 531-2 du Code monétaire et financier, une chambre de compensation, un établissement non-résident ayant le statut comparable, et enfin une organisation ou organisme financier international dont la France ou la Communauté européenne est membre. Pour les obligations financières de deuxième et de troisième catégorie, les obligations financières n'obligent que des entités réglementées.

Les obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers. L'article L. 211-36-2° du Code monétaire et financier vise les « [...] *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* ». Pour les obligations financières de deuxième catégorie, les deux contreparties doivent être des entités réglementées. Il s'agit des mêmes entités réglementées que celles visées pour les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers. Ce principe connaît deux exceptions.

Première exception fondée sur l'activité des parties. Il s'agit des personnes qui ne fournissent des services d'investissement qu'aux personnes morales qui les contrôlent, à celles que ces dernières contrôlent, ainsi qu'à celles qu'elles contrôlent elles-mêmes ; des entreprises dont les activités de services d'investissement se limitent à la gestion d'un système d'épargne salariale ; des personnes qui fournissent les services de conseil en investissement ou de réception et de transmission d'ordres pour le compte de tiers, de manière accessoire et dans le cadre d'une activité professionnelle non financière ou d'une activité d'expert-comptable dès lors que ces dernières se soumettent à un code de déontologie approuvé par une autorité publique ; des personnes négociant des instruments financiers pour compte propre ou fournissant des services d'investissement concernant des contrats à terme sur marchandises ou autres contrats à terme précisés par décret, aux clients de leur activité principale, à condition que ces prestations soient accessoires à leur activité principale, lorsque cette activité principale est appréhendée au niveau du groupe, au sens du III de l'article L. 511-20 du Code monétaire et financier, et qu'elle ne consiste pas en la fourniture de services d'investissement ou en la réalisation d'opérations de banque ; des personnes, autres que les conseillers en investissements financiers, fournissant des conseils en investissements ; des entreprises dont les services d'investissement consistent exclusivement à négocier pour compte propre sur des marchés d'instruments financiers à terme, ou sur des marchés au comptant. Ces personnes, en raison de leur activité, sont des entités réglementées et entrent dans le champ du dispositif *Collateral*.

Seconde exception fondée sur la qualité de l'entité. Il s'agit des institutions de retraites et des personnes morales les administrant, des démarcheurs financiers qui sont mandatés par des personnes habilitées ; des conseillers en investissements financiers ; des personnes dont l'activité principale consiste à négocier pour compte propre des marchandises ou des instruments dérivés sur marchandises, cependant l'exception ne s'applique pas lorsque la personne qui négocie pour compte propre des marchandises ou des instruments dérivés sur marchandises fait partie d'un groupe, au sens du III de l'article L. 511-20, dont l'activité principale est la fourniture de services d'investissement ou la réalisation d'opérations de banque ; des personnes qui ne fournissent aucun autre service d'investissement que la négociation pour compte propre, à moins qu'elles ne soient teneurs de marché ou qu'elles ne négocient pour compte propre de façon organisée, fréquente et systématique en dehors d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation, en fournissant un service

accessible à des tiers afin d'entrer en négociation avec eux. En d'autres termes, si l'une des parties, en raison de son activité ou de sa qualité, entre dans le champ de l'exception, la qualité de l'autre partie cocontractante au contrat de garantie financière est indifférente. Envisageons-les participants au système financier au sein de la troisième catégorie d'obligations financières.

Les obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier. L'article L. 211-36-3° du Code monétaire et financier vise les « [...] *obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1* ». Il s'agit de définir ce que sont les systèmes visés à l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier.

Un système de règlements interbancaires ou de règlement et de livraison d'instruments financiers. Un système de règlements interbancaires ou de règlement et de livraison d'instruments financiers est défini par L. 330-1-I du Code monétaire et financier. Il s'agit « *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* ». Ce système doit avoir été institué par une autorité publique ou être régi par une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre de place ou par une convention type¹. Les participants à ce système sont des entités réglementées et entrent dans le périmètre de la directive *Collateral*.

Les intermédiaires appartenant au système de règlements interbancaires ou de règlement et de livraison d'instruments financiers : des entités réglementées. Ces intermédiaires sont expressément visés par l'article L. 330-1-II du Code monétaire et financier ; il s'agit des établissements de crédit et les entreprises ; des institutions ou entreprises mentionnées à l'article L. 518-1 du Code monétaire et financier² ; des adhérents d'une chambre de compensation, des dépositaires centraux ; des gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers. Ces intermédiaires sont des entités

¹ Art. L. 330-1-I du C. mon. fin.

² Art. L. 518-1 du C. mon. fin.

réglementées au sens de la directive *Collateral*. Le règlement EMIR apporte des précisions concernant les entités constituant le système financier. Il convient de confronter de déterminer si le règlement EMIR s'articule avec le dispositif *Collateral*.

32. **La confrontation des intermédiaires du système financier au sein du règlement EMIR face à ceux de la directive *Collateral*.** Le règlement EMIR a vocation à s'appliquer aux contreparties centrales, aux membres compensateurs, aux contreparties financières, aux référentiels centraux et aux contreparties non financières ainsi qu'aux plates-formes de négociation sous certaines conditions¹. Ces infrastructures de marché et ces intermédiaires sont désignés ici sous le terme plus vaste de participant.

Premier participant : les contreparties centrales et les membres compensateurs.

Une contrepartie centrale est, selon le règlement EMIR, « *une personne morale qui s'interpose entre les contreparties à des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur* »². Il s'agit des chambres de compensation ainsi que les membres compensateurs.

Deuxième participant : les contreparties financières. Une contrepartie financière est « *une entreprise d'investissement agréée conformément à la directive 2004/39/CE, un établissement de crédit agréé conformément à la directive 2006/48/CE, une entreprise d'assurance agréée conformément à la directive 73/239/CEE, une entreprise d'assurance agréée conformément à la directive 2002/83/CE, une entreprise de réassurance agréée conformément à la directive 2005/68/CE, un OPVCM et, le cas échéant, sa société de gestion agréée conformément à la directive 2009/65/CE, une institution de retraite professionnelle au sens de l'article 6, point a), de la directive 2003/41/CE et un fonds d'investissement alternatif géré par des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs agréés ou enregistrés conformément à la directive 2011/61/UE* »³.

¹ Art. 2.1 du règlement EMIR

² Art. 2.1 du règlement EMIR

³ Art. 2.8 du règlement EMIR

Troisième participant : les référentiels centraux. Un référentiel central est « *une personne morale qui collecte et conserve de manière centralisée les enregistrements relatifs aux produits dérivés* »¹.

Quatrième participant : les contreparties non financières. Une contrepartie non financière « *une entreprise, autre que les entités visées aux points 1) et 8), établie dans l'Union* »², c'est-à-dire qu'il ne s'agit ni d'une contrepartie centrale ni d'une entité réglementée (entreprise d'investissement, établissement de crédit, entreprise d'assurance ou de réassurance, institution de retraite professionnelle, fonds d'investissement). Ces entités sont des intermédiaires faisant partie du système financier dès lors que les opérations dépassent un certain seuil.

Cinquième participant : les plates-formes de négociation. Une plate-forme de négociation est un « *système exploité par une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché, au sens de l'article 4, paragraphe 1, points 1) et 13), de la directive 2004/39/CE, à l'exclusion des internalisateurs systématiques, au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 7), de ladite directive, qui assure la rencontre en son sein même d'intérêts acheteurs et vendeurs pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats conformément au titre II ou au titre III de ladite directive* ».

33. **Les participants au système financier et acteurs du risque systémique.** Le domaine *rationae personae* du règlement EMIR est déterminé. Les entités concernées sont celles qui participent au système financier ou qui génèrent un risque de système soit en raison de leur qualité, soit en raison des opérations qu'ils concluent.

La qualité des participants. Le champ d'application du règlement EMIR vise les contreparties centrales, les membres compensateurs, les contreparties financières et les référentiels centraux³. Ces entités sont des intermédiaires ou des infrastructures de marché et font ainsi partie du système financier. À ce titre, leur défaillance correspond au risque d'inexécution des obligations financières.

¹ Art. 2.2 du règlement EMIR

² Art. 2.9 du règlement EMIR

³ Art. 1.2 du règlement EMIR

Les opérations conclues par les participants. Si une disposition particulière le justifie, le règlement EMIR peut s'appliquer à des contreparties non financières et aux plates-formes de négociation¹. En d'autres termes, « *le texte européen, pour sa part, vise les « contreparties financières » pour y inclure les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance et de réassurance, les organismes de placement collectif et les gestionnaires de fonds alternatifs au sens de la réglementation européenne existante, à l'exception toutefois des banques centrales membres du Système européen de banques centrales et des banques de développement multilatéral* »². En raison du quantum des positions prises sur des instruments financiers dérivés, les contreparties non financières sont assujetties aux mêmes obligations que les entités réglementées³. Ces seuils seront déterminés par la Commission européenne⁴. Ces seuils (*Clearing Threshold*), révisables régulièrement, exprimés en valeur notionnelle brute⁵, ont été déterminés par l'ESMA⁶ : 1 milliard d'euros pour les dérivés de crédit et d'actions et 3 milliards d'euros pour les dérivés de taux d'intérêt, de changes et de matières premières et autres⁷. Concrètement,

¹ Art. 1.2 du règlement EMIR

² H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *Bull. Joly Bourse*, 2011, n° 5, p. 339, spéc. n° 21

³ Art. 3.1 et 7 du règlement EMIR

⁴ Sur ce point : AMF, « Fiche Presse. EMIR, un environnement réglementaire nouveau pour les dérivés de gré à gré », 18 mars 2013, www.amf-france.org ; ESMA, « Regulation (EU) n° 648/2012 (EMIR). What does EMIR mean for Non-financial counterparties », mars 2013, www.esma.europa.eu ; ESMA, « Final report. Draft technical standards under the Regulation (EU) n° 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories », 27 sept. 2012, ESMA/2012/600, www.esma.europa.eu

⁵ BDF, « Enquête triennale – dérivés de gré à gré (otc) 2010 », déc. 2009, F09-118, www.banque-france.fr : La valeur brute de marché peut être définie comme « *La valeur brute de marché est définie comme la valeur de tous les contrats ouverts, avant toute compensation. Ainsi, la valeur brute positive des contrats en cours d'un établissement déclarant est la somme des valeurs de remplacement de tous les contrats qui sont en position de gain potentiel. De même, la valeur brute négative est la somme des valeurs de remplacement de tous les contrats qui sont en position de perte potentielle.* »

⁶ N. PISCIONE, « Les enseignements pratiques relatifs aux normes techniques », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, spéc. n° 32 à 34, p. 77

⁷ ESMA, « Final report. Draft technical standards under the Regulation (EU) n° 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories », *op. cit.*, n° 73, p. 18: « *In the CP, ESMA considered that the clearing thresholds used to determine which NFCs should be subject to the clearing obligation should be set per asset class. For the purpose of the clearing thresholds, 5 asset classes were considered i.e. credit derivatives, equity derivatives, interest rate, foreign exchange and, finally, commodity and others. ESMA indicated that it would set a threshold of EUR 1 billion in gross notional value of OTC derivative contracts for each of the credit and equity derivative contracts and of EUR 3 billion in gross notional value of OTC derivative contracts for each of the interest rate, foreign exchange, and commodity or others derivative contracts. In this respect, when one of the clearing thresholds for an asset class is reached as determined in EMIR, the counterparty is considered as exceeding the clearing thresholds and therefore is subject to the relevant EMIR requirement for all classes of OTC derivative contracts and not only for those pertaining to the class of OTC derivatives where the clearing threshold is exceeded. The clearing obligation would apply to all OTC derivatives contracts concluded after the clearing threshold was exceeded, irrespective of the asset class to which these OTC derivative contracts belong to. ESMA also considered that the clearing threshold should be simple to implement by NFCs. As a result, for the purpose of setting the clearing thresholds,*

cela signifie qu'au-delà de ces seuils, une contrepartie non financière a l'obligation de faire compenser les dérivés de gré à gré par une contrepartie centrale. En réalité, la soumission des entités non réglementées à l'obligation de compensation par une contrepartie centrale est justifiée par l'intensité et la fréquence du recours aux contrats dérivés et par le fait qu'il ne s'agisse que d'opérations purement spéculatives. Parce que les contreparties non financières participent de manière non négligeable, parce que l'effectivité de l'obligation de compensation par une contrepartie centrale l'exige, parce que la transparence et la visibilité impliquent que toute partie prenant une position significative sur des contrats dérivés, il semble qu'il faille se réjouir et penser qu'il est opportun d'étendre ces obligations aux entités non réglementées. Il s'agit désormais de confronter la directive *Collateral* au règlement EMIR : les acteurs du risque sont-ils les mêmes ?

34. La confrontation des domaines de la directive *Collateral* et du règlement EMIR. Lors de la confrontation du champ d'application *rationae personae* de la directive au règlement, deux lignes de force apparaissent. D'une part, tous les deux fixent un socle de règles visant à lutter contre le risque de système. D'autre part, les acteurs du risque sont divisés : d'un côté, tous les participants sont visés, c'est-à-dire tant les régulateurs que les opérateurs ; de l'autre, seuls les opérateurs sont concernés.

Un point commun : le risque de système. Tant la directive *Collateral*¹ que le règlement EMIR² fixent des règles qui ont vocation à lutter contre le risque systémique. Alors que la directive *Collateral* traite du risque crédit et par suite du risque systémique, le règlement EMIR, quant à lui, envisage uniquement le risque systémique. Si le risque crédit ne peut se confondre avec le risque systémique, le risque crédit est susceptible d'entraîner le risque systémique : le risque crédit ou le risque de contrepartie est un foyer de risque systémique. Cette différence d'approche est justifiée par les événements de 2007 : si la

ESMA considered referring to the gross notional value of OTC derivative contracts concluded by NFCs. »

¹ Considérant n° 1 de la directive *Collateral* : « 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. »

² Considérant n° 1 du règlement EMIR : « Le 25 février 2009, un groupe à haut niveau, dirigé par Jacques de Larosière, a publié à la demande de la Commission un rapport qui concluait à la nécessité de renforcer le cadre de la surveillance du secteur financier de l'Union pour réduire le risque de crises financières futures et leur gravité. Il a recommandé des réformes profondes de la structure de surveillance de ce secteur, y compris la création d'un système européen de surveillance financière comprenant trois Autorités européennes de surveillance, une pour le secteur bancaire, une pour le secteur des assurances et des pensions professionnelles et une pour le secteur des valeurs mobilières et des marchés financiers, ainsi que la création d'un Conseil européen du risque systémique. »

directive *Collateral* est antérieurement à la crise financière, le règlement EMIR est postérieur¹. Le traitement du risque de système est le point commun de ces deux textes. Cela étant, il convient de distinguer au sein des participants au système financier, ceux qui le régulent et ceux qui le prennent : les régulateurs et les opérateurs.

Les divergences quant aux participants : les opérateurs distincts des régulateurs. Les entités réglementées ne sont pas assimilables aux contreparties financières. La question est de savoir si les contreparties financières sont à EMIR, ce que les entités réglementées sont à la directive *Collateral*. Il convient de répondre par la négative : les contreparties financières d'EMIR ne sont pas les entités réglementées de la directive *Collateral*. Alors que la directive *Collateral* vise tant les régulateurs que les opérateurs, le règlement EMIR, quant à lui, vise les opérateurs, c'est-à-dire ceux qui usent des dérivés et non ceux qui les réglementent. Les entités réglementées et les contreparties financières ou non financières dépassant les seuils fixés sont des opérateurs de marchés. En revanche, les acteurs du risque décisionnels ou mettant en œuvre la politique économique et financière² ne font pas partie des contreparties financières. Cette différence notable conduit ainsi à la situation au sein de laquelle un contrat de garantie financière³ peut être conclu par une entité qui n'est pas soumise aux obligations contenues dans le règlement EMIR : cette entité est un spectateur du risque en pareil cas. Ainsi, des personnes sont « oubliées » du dispositif *Collateral*.

§2. Les oubliés

35. **Présentation.** Les spectateurs du risque de système sont ceux qui ne sont ni visés par la directive *Collateral*, ni par le règlement EMIR. En réalité, les oubliés sont les personnes qui ni ne génèrent ni ne réglementent le risque de système. Mais cette distinction n'est pas si claire tantôt parce que la directive *Collateral* laisse une option ouverte, tantôt parce que le règlement EMIR fait de la contrepartie non financière un acteur du risque de système en raison du dépassement de seuils. Il convient d'identifier les oubliés du risque de système d'abord au sein de la directive *Collateral*, puis au sein du règlement EMIR. En réalité, les

¹ Considérant n° 4 du règlement EMIR : « Ces contrats créent un réseau d'interdépendances complexe, de sorte qu'il peut être difficile de déterminer la nature et le niveau des risques encourus. La crise financière a démontré que ces caractéristiques augmentaient l'incertitude en période de tensions sur les marchés et constituaient donc un risque pour la stabilité financière. »

² Art. L. 211-36 du C. mon. fin.

³ Art. L. 211-36-1° du C. mon. fin.

oubliés des dispositifs en présence sont, d'une part, les personnes physiques (A) et, d'autre part, les régulateurs et les contreparties non financières (B)

A. La personne physique

36. **Les oubliés au sein de la directive *Collateral*.** Les oubliés du dispositif *Collateral* sont les personnes, physiques ou morales, exclues du champ d'application de la directive. Ces personnes ne font pas partie du système financier et ne sont pas directement des générateurs de risque de système. Cela étant, la directive laisse une marge de manœuvre aux États. Ils disposent d'une option concernant la personne physique : soit de l'inclure (*Opt-in*), soit de l'exclure (*Opt-out*). Le législateur français n'a pas exercé cette option. La Belgique a fait le même choix, contrairement à la Grande-Bretagne. Ce constat est riche d'enseignement et permet de soutenir que la qualité de participant au système financier est un critère pertinent de qualification des obligations financières qui les obligent.

37. **L'option dans la directive *Collateral*.** La directive *Collateral* permet aux États membres d'exercer un choix¹ : il s'agit de la faculté pour les États membres d'exclure du champ d'application une personne autre qu'une personne physique, y compris une entreprise non constituée en société et en un groupement (*Partnership*), dès lors que l'autre partie est une entité réglementée. La question est de savoir si la personne physique entre dans le champ d'application *rationae personae* de la directive *Collateral*. La directive répond par la négative. Les personnes physiques sont exclues du dispositif *Collateral*, notamment parce qu'elles ne sont pas un facteur de risque systémique². La doctrine a pu écrire à ce sujet que la condition *rationae personae* était double, négative et positive³. Cette condition est négative, car les personnes physiques sont exclues du champ d'application de la directive⁴ et elle est

¹ Art. 1.3 de la directive *Collateral*

² Art. 1.2.e) de la directive *Collateral*

³ 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) », *JCP E*, 2005, p. 1519 ; S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière (commentaire de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005) », *RDBF*, n° 3, mai 2005, p. 56

⁴ A. LIENHARD, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *D.* 2005, p.634 : « L'application des principes énoncés dans la directive, l'ordonnance du 25 février 2005 étend le champ d'application à tout type de contrat : sont désormais visées les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers (lorsqu'aucune des parties n'est une personne physique et que l'une au moins des parties à l'opération est une entité publique ou réglementée), ou résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers (lorsque toutes les parties appartiennent à la catégorie des entités publiques ou réglementées), ou résultant de tout contrat conclu dans le

positive, car l'autre partie cocontractante doit être une entité réglementée¹. Le propos doit être circonstancié et limité au cas des obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers². S'agissant d'une directive d'harmonisation minimale, cela signifie que les États membres peuvent aller au-delà des prévisions de la directive et inclure dans son champ d'application les personnes physiques. La directive *Collateral* est une directive d'harmonisation minimale, en témoigne le considérant n° 22 de celle-ci : « *Étant donné que l'objectif de l'action envisagée, à savoir la mise en place d'un régime minimal concernant l'utilisation des garanties financières [...]* »³. La directive n'interdit pas aux États membres d'étendre le champ d'application de la directive⁴. Tout comme l'a fait la Grande-Bretagne⁵, il est possible d'inclure dans le champ de la directive d'autres catégories, telles que les personnes physiques. Si la directive n'empêche pas d'étendre son champ d'application aux personnes physiques, il faut s'interroger sur l'opposabilité entre États membres de cette extension. En pareille hypothèse, le contrat de garantie financière auquel participe une personne physique n'est pas opposable aux pays n'ayant pas étendu le champ d'application de la directive, la reconnaissance mutuelle n'étant d'aucun secours en cas d'exercice de cette option. Il convient de prendre deux exemples voisins pour illustrer cette faculté. Présentons la voie choisie par le législateur français, avant de la confronter à celle de pays voisins.

38. **La voie choisie par le législateur français.** L'ISDA a formulé une recommandation concernant cette faculté laissée ouverte par la directive *Collateral* à la demande de l'État français. La France n'a pas suivi la recommandation et est restée silencieuse concernant la question de la personne physique. Initialement, la demande d'option tendant à l'exclusion de ces personnes a été formulée par la France⁶. L'ISDA a eu l'occasion de se prononcer à ce

cadre d'un système de règlement interbancaire ou de règlement et de livraison d'instruments financiers. »

¹ 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) », *op. cit.*, p. 1519

² M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *RTD com.*, 2005, p. 375

³ Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, JO n° L168, 302L0047, considérant n° 22

⁴ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *Bull. Banque Fr.*, mai 2005, n° 137, p. 46 ; H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », *RDBF*, n° 1, janv. 2007, p. 82

⁵ HM TREASURY, « Implementation of the directive on financial Collateral arrangements », juill. 2003, www.hm-treasury.gov.uk, p. 10

⁶ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, n° 137, p. 46 ; H. de VAUPLANE, *op. cit.*, p. 82 : « *il y avait en effet débat sur l'ouverture des avantages prévus par la directive aux entreprises individuelles et commerciales. On sait que c'est à la suite des conséquences sociales de*

sujet, dès le mois de juillet 2003. L'ISDA recommandait à la France de reconsidérer sa position quant à l'exercice de l'*Opt-out* laissée ouverte par la directive, cette option pouvant aboutir à une pluralité de régimes juridiques applicables à une même structure et à une certaine imprévisibilité juridique¹. Le législateur français a gardé le silence : il n'a pas expressément exclu la personne physique du champ d'application du contrat de garantie financière lorsqu'il s'agit des obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers, alors même qu'il revient au gouvernement français d'avoir eu l'initiative de la proposition de l'insertion de l'*Opt-out*². Son exigence se limite à ce que l'une des parties cocontractantes au contrat de garantie financière soit une entité réglementée. Si par principe les personnes physiques sont exclues du champ d'application du dispositif français de transposition, une tout autre interprétation stricte de la loi peut être soutenue. Il ne faut pas distinguer là où la loi ne distingue pas, surtout lorsque la directive n'interdit pas expressément l'extension de son champ d'application aux personnes physiques. La France n'exclut pas clairement et strictement les personnes physiques³ : il convient de rejoindre la doctrine qui retient que la qualité de personne physique n'est pas exclue du champ d'application des contrats de garantie financière lorsque les obligations financières résultent d'opérations sur instruments financiers⁴. Cela étant, cette approche est critiquable, car le dispositif conçu pour lutter contre le risque systémique aurait vocation à s'appliquer à des personnes qui ne sont pas des générateurs du risque systémique. En outre, cela conduit à des combinaisons qui rendent le dispositif peu compréhensible.

la faillite de Moulinex que le gouvernement français a exprimé son désaccord pour adopter le projet de directive et que fut ainsi introduit l'« opt-out ». »

¹ P. M. WERNER, « Implementation in France of the Directive on Financial Collateral arrangement », www.isda.org, p. 2: « We understand that the French Ministry of Finance is currently considering recommending that France exercise the opt out provided for Art. 1(3) of the Directive to exclude corporate end-users from the scope of the Directive. [...] In the light, however, of the increasing interrelationship between derivatives transactions and other types of financial arrangements in the wholesale financial markets (for example, securitizations, repackaging and other structured financings, which are increasingly structured using derivatives and/or are hedged with derivatives), we respectfully suggest that you reconsider exercising the opt out in Art. 1(3). [...] To have different legal treatments apply to different parts of a single structured financing involving a corporate end-users would lead to unpredictable results and therefore to legal uncertainty. »

² H. de VAUPLANE, « Cadre juridique des garanties financières », *op. cit.* et *loc. cit.*

³ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », *RDBF*, n° 1, janv. 2007, p. 91 : « Parmi les conditions d'application de ce régime figurait également la limitation de champ d'application rationae personae avec la nécessité que les garanties soient relatives à des opérations conclues avec une partie réglementée. C'était là la justification d'origine fondamentale, du régime d'exception au droit des faillites, même si l'évolution de la liste des entités éligibles n'a pas toujours été nécessairement conforme à cette logique initiale. »

⁴ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, n° 137, p. 46

Les combinaisons possibles entre personnes réglementées et personnes non réglementées. Les personnes visées. À la lecture de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier, les personnes visées sont « *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. 531-2¹, 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* ». Contrairement au dispositif de la directive qui fait de la qualité des parties un critère du contrat de garantie financière, l'ordonnance de transposition fait de la qualité des parties un critère de la convention ou de l'opération source d'obligations financières. Ainsi, trois combinaisons sont possibles : les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers ou de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers ou encore tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement-livraison entre personnes réglementées, les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers entre une personne réglementée et une personne non réglementée et, enfin, les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers entre deux personnes non réglementées.

Première combinaison : les obligations financières résultant d'opération sur instruments financiers, de contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers et de contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement-livraison entre deux personnes réglementées. Il s'agit du cas de figure envisagé par l'article L. 211-36-1^o, 2^o et 3^o du Code monétaire et financier. Dans cette hypothèse, le risque de système existe : l'inexécution des obligations par une de ces parties est un risque pour la stabilité du marché. À vrai dire, le périmètre ne pose guère de problème en pareilles circonstances dès lors que chacune des parties est une entité réglementée. En revanche, lorsque les obligations financières lient une personne réglementée et une personne non réglementée, la question s'oriente sur la définition de ce qu'est une personne non réglementée.

¹ Selon cet article, peuvent notamment fournir des services d'investissement l'État, la Caisse de la dette publique et la Caisse d'amortissement de la dette sociale ; la Banque de France ; l'Institut d'émission des départements d'outre-mer et l'Institut d'émission d'outre-mer ; les entreprises d'assurance et de réassurance ; les organismes de placement collectif ; les institutions de retraites professionnelles...

Deuxième combinaison : les obligations financières entre deux personnes non réglementées : le cas de figure écarté par l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier. Ce cas de figure n'existe pas dans le cadre du dispositif *Collateral* puisque les obligations financières ne peuvent résulter que d'opérations sur instruments financiers que si elles lient au moins une personne réglementée. Ainsi, l'opération sur instruments financiers entre deux personnes non réglementées est exclue du champ dispositif ; cela signifie que cette opération ne peut bénéficier du régime de faveur octroyé, notamment des dispositions relatives à la résiliation-compensation ou encore de celles inhérentes à l'éviction des procédures civiles d'exécution ou encore des procédures collectives¹.

Troisième combinaison : les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers entre une personne réglementée et une personne non réglementée. Ce cas de figure est visé par l'article L. 211-36-1° du Code monétaire et financier, cela signifie que la problématique de l'*Opt-in* ne concerne que les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers. Il est acquis que les personnes non réglementées sont celles qui ne sont pas assujetties aux exigences prudentielles du secteur bancaire et financier. Ensuite, la question est de savoir si la personne physique, outre la personne morale, fait partie de la catégorie, qui n'en est pas une², des personnes non réglementées. Cette question a été débattue lors de la transposition de la directive *Collateral*. Le Conseil d'État avait obtenu l'exclusion de la personne physique de champ d'application de la directive³, ce qui privait les opérations, dont l'une des parties est une personne physique, du bénéfice de la résiliation-compensation. La FBF a fait pression⁴. L'article L. 431-7-1-I devenu L. 211-36-1° du Code monétaire et financier exige qu'au moins une des parties soit une entité réglementée, ce qui signifie que l'*Opt-in*, notamment recommandé par l'ISDA, est exercé⁵. L'adage *Ubi lex non*

¹ A. GAUDEMET, *Les dérivés*, thèse Paris II, Economica, Coll. Recherches Juridiques, t. 22, 2010, Préf. H. Synvet, n° 556, p. 277 : « A contrario, les opérations conclues entre deux personnes non réglementées ne bénéficient pas des règles dérogatoires d'opposabilité du mécanisme de résiliation-compensation et des accords de collatéral : le droit des procédures civiles d'exécution, le droit des procédures d'insolvabilité et le droit de garanties réelles conservent leur emprise. »

² M. WALINE, « Empirisme et conceptualisme dans la méthode juridique : faut-il tuer les catégories juridiques ? », in *Mélanges en l'honneur de Jean Dabin*, Bruylant/Sirey, 1963

³ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 534, p. 263 « *Imagine t-on un riche particulier, entreprenant en dérivés, faire chuter Wall Street ?* »

⁴ Compte rendu du comité juridique de la FBF du 16 mars 2005 ; in A. GAUDEMET, *Ibid.*, n° 533, p. 263 : « *Les dérivés conclus par une personne physique n'étaient pas couverts et leur conclusion devenait périlleuse pour les prestataires de services d'investissement. C'est pourquoi sur l'insistance de la Fédération bancaire française, la loi de ratification de l'ordonnance devait revenir sur cette exclusion pour l'effacer [...].* »

⁵ Encore que la lecture des différents rapports puisse induire quelques doutes notamment sur la qualité commerçante ou la forme commerciale de la contrepartie : « *Le nouvel art. L. 431-7 redéfinit le domaine*

distinguit, nec nos distinguere debemus s'oppose à l'esprit de la directive : si l'adage conduit à l'inclusion de la personne physique, l'esprit de la directive conduit, quant à lui, à l'exclure, car le dispositif a été conçu pour les acteurs du risque de système. Or, la personne physique n'est pas un acteur du risque de système. Il est opportun de confronter la solution retenue par le législateur français à celles retenues par les législateurs des pays voisins.

39. **Droit comparé : Grande-Bretagne, Belgique.** Il convient de présenter la solution adoptée en Grande-Bretagne et en Belgique. Les premiers ont fait le choix de *L'Opt-in*, les seconds de *l'Opt-out*.

L'Opt-in de la Grande-Bretagne. La Grande-Bretagne a effectué un choix très clair à l'égard de l'extension du champ d'application de la directive aux personnes physiques. La cohérence a dicté le choix de cet État membre. Ainsi, les personnes physiques, même dépourvues de la « capacité commerciale », entrent dans le champ d'application de la directive. L'État justifie ce choix en retenant qu'il s'agit d'une faculté légale eu égard à l'*European Communities Act 1972*¹. Le gouvernement britannique retient que l'exercice d'une telle option aurait été contraire à la politique et la cohérence générale du dispositif légal britannique². La Grande-Bretagne a interrogé l'ISDA concernant sa transposition. La question était de savoir si l'ISDA confirmait ou non la position prise par la Grande-Bretagne, d'autant plus que la grande majorité des dispositions issues de la directive étaient déjà contenues dans la législation britannique, sans distinction quant à la qualité ou la capacité des parties³. La

d'application des garanties financières en offrant ainsi de plus larges possibilités aux entités publiques et réglementées cocontractantes. Pour celles-ci en effet, les obligations financières issues de tout contrat peuvent bénéficier des mécanismes prévus aux nouveaux art. 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'art. L. 431-7, pour les seules obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers réalisées avec une entité publique ou réglementée » ; in Assemblée Nationale, Projet de loi ratifiant l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières, présenté au nom de M. Jean-Pierre Raffarin, Premier Ministre, par M. Thierry Breton, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, n° 2339, 18 mai 2005, p. 6

¹ HM TREASURY, « Implementation of the directive on financial Collateral arrangements », *op. cit.*, p. 10 : « It would be consistent with the overall approach to go further and apply the same principles to all financial Collateral arrangements, including those involving individual natural persons (whether in a personal/non-business capacity or that of a sole trader). However, our view is that this is unlikely to be legally feasible using the implementation powers in the European Communities Act 1972 »

² HM TREASURY, *Ibid.* : « The draft regulations do not exercise the opt-out under Art. 1(3) of the directive to exclude corporate bodies from the scope of the implementation. This would clearly be contrary to both the overall policy objective and the current, broadly position in UK law (i.e. where many of the Directive's provisions already apply irrespective of the identity/capacity of the parties). »

³ P. M WERNER, « Consultation on Implementating the Financial Collateral Directive (2002/47/EC) in the United of Kingdom », www.isda.org, p. 3 : « As our mission as trade association concerns the wholesale financial markets, we have no official comment on your question concerning the extension of the benefit of the

position de l'ISDA est claire ; elle affiche un fort soutien à l'égard d'une transposition la plus large possible¹.

L'Opt-out de la Belgique. A ce sujet, le droit belge effectue une distinction au sein des conventions constitutives de sûretés réelles ; il s'agit, d'une part, des conventions de gage et, d'autre part, des conventions de transfert de propriété à titre de garantie². La loi de transposition belge donne des indications quant à la qualité des parties, dans le chapitre VI relatif au transfert de propriété à titre de garantie, en son article 12§4 qui exclut les personnes physiques du champ d'application de cet article³. En d'autres termes, le droit belge exclut les personnes physiques des conventions de transfert de propriété à titre de garantie. Ici, toutes les parties au contrat de garantie financière doivent des entités réglementées. Le gage est visé par le chapitre V de ladite loi. Aucune précision n'est fournie quant à la qualité des parties. Ainsi, c'est à juste titre que Madame le Professeur M. GRÉGOIRE a pu écrire que « *la loi s'applique aux conventions constitutives de sûreté réelle portant sur de instruments financiers ou sur des espèces, sans prendre en considération la qualité de la personne concernée, sous réserve de la non-application de la loi aux transferts d'avoirs en propriété à titre de garantie impliquant une personne physique* »⁴. Le dispositif *Collateral* doit être confronté au règlement EMIR qui apporte des précisions au sujet des entités réglementées. À la lecture de ce règlement, le régulateur et la contrepartie non financière font partie des oubliés du dispositif *Collateral*.

new regime to natural persons. We note, however your comment in paragraph 2.2 of the consultation document to the effect that many of the Directive's provisions already apply under UK law irrespective the identity or the capacity of the parties »

¹ *Ibid.*, p. 2-3 : « *ISDA and his members strongly support the broadest possible scope of the implementation of implementation for this Directive. [...] Accordingly, we support the approach taken in the current draft regulations of not exercising the opt-out under Art. 1(3) f the Directive to exclude corporate bodies from the scope of the implementation.* » ;

² L'art. 3-3° de la loi relative aux sûretés financières et portant dispositions fiscales diverses en matière de conventions constitutives de sûreté réelle et de prêt portant sur les instruments financiers du 15 décembre 2004, transposant en droit belge la directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière dispose « *[Pour l'application de la présente loi, il y a lieu d'entendre par :] « conventions constitutives de sûreté réelle : les conventions suivantes, ainsi que les conventions similaires conclues sous un droit étranger : a) les conventions de gage ; b) les conventions de transfert de propriété à titre de garantie, en ce compris les conventions de cession rétrocession (« repos ») ».*

³ L'art. 12§4 du Chapitre VI – Transfert de propriété à titre de garantie de la loi relative aux sûretés financières et portant dispositions fiscales diverses en matière de conventions constitutives de sûreté réelle et de prêt portant sur les instruments financiers du 15 décembre 2004, transposant en droit belge la directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière dispose « *Le présent article ne s'applique pas aux conventions conclues entre ou avec des personnes physiques* ».

⁴ M. GRÉGOIRE, « Le régime juridique des garanties financières », *Le nouveau droit des garanties sur instruments financiers*, par D. LECHAIN, G. JAKHIAN, V de FRANQUEN, V. MARQUETTE, sous la coordination de M. GRÉGOIRE, éd. Bruylant, coll. UB³, t. 8, p. VIII

B. Les régulateurs et les contreparties non financières

40. **Les oubliés au sein du règlement EMIR.** Il y a deux catégories d'oubliés au sein du dispositif EMIR : la première catégorie vise les régulateurs, la seconde les contreparties non financières.

La première catégorie : les régulateurs. Les articles 1.4 et 1.5 du règlement EMIR excluent du champ d'application du règlement les régulateurs. En effet, le règlement n'a pas vocation à s'appliquer aux membres du SEBC et aux autres entités des États membres exerçant des fonctions similaires, aux organismes publics et intervenants de l'Union chargés de la gestion de la dette publique, BRI¹. Les banques multilatérales de développement, les entités du secteur public, le FEFS et le MES ne sont pas concernés par l'obligation de compenser auprès d'une contrepartie centrale et ne le sont qu'en ce qui concerne l'obligation de déclaration à un référentiel central². En réalité, les régulateurs du système financier ne sont pas considérés comme ayant un rôle actif dans l'émergence et la propagation du risque de système. Au contraire, leur rôle est d'anticiper, limiter, réduire voire évincer le risque pour préserver la stabilité financière et l'intérêt des marchés. La même remarque peut concerner la seconde catégorie d'oubliés au sein du règlement EMIR.

La seconde catégorie : les contreparties non financières. La qualification de contrepartie non financière suppose de mettre en œuvre deux critères négatifs : d'une part, les contreparties non financières ne sont pas des contreparties financières et, d'autre part, leurs opérations ne dépassent pas un certain seuil.

Premier critère négatif : les contreparties financières ne sont pas des contreparties financières. Selon l'article 2.9 du règlement EMIR, les contreparties non financières sont toutes les entreprises qui ne sont ni des contreparties centrales³ ni des contreparties financières⁴. Autrement dit, les contreparties financières sont toutes les entreprises qui ne sont pas une chambre de compensation, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, une entreprise d'assurance ou de réassurance, un organisme de placement collectif de

¹ Art. 4 du règlement EMIR

² Art. 5 du règlement EMIR

³ Art. 2.1 du règlement EMIR

⁴ Art. 2.8 du règlement EMIR

valeurs mobilières, une institution de retraite professionnelle et un fonds alternatif d'investissement. À ce premier critère s'ajoute un second qui concerne les seuils de compensation.

Second critère négatif : les opérations des contreparties non financières sont en deçà des seuils de compensation. Les contreparties non financières qui ne sont pas soumises aux obligations de compensation sont celles qui ne dépassent pas les seuils de compensation fixés par l'ESMA. Par conséquent, les contreparties non financières sont celles qui se situent en deçà des seuils de compensation. Ces seuils de compensation (*Clearing Threshold*) sont déterminés par la Commission européenne¹. Ils sont révisables régulièrement, exprimés en valeur notionnelle brute². Ils ont été déterminés par l'ESMA³ : 1 milliard d'euros pour les dérivés de crédit et d'actions et 3 milliards d'euros pour les dérivés de taux d'intérêt, de changes et de matières premières et autres⁴.

41. **Les justifications de cette exclusion.** Le constat est simple : le dispositif EMIR est conçu pour les acteurs du risque de système, c'est-à-dire ses potentiels « propagateurs ». D'abord, cela signifie que les oubliés ne sont pas des « propagateurs » du risque de système. Ensuite, la question est de savoir si cette approche est conforme au dispositif *Collateral*.

¹ AMF, « Fiche Presse. EMIR, un environnement réglementaire nouveau pour les dérivés de gré à gré », *op. cit.* ; ESMA, « Regulation (EU) n° 648/2012 (EMIR). What does EMIR mean for non-financial counterparties », *op. cit.* ; ESMA, « Final report. Draft technical standards under the Regulation (EU) n° 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories », *op. cit.*

² BDF, « Enquête triennale – dérivés de gré à gré (otc) 2010 », *op. cit.* : La valeur brute de marché peut être définie comme « *La valeur brute de marché est définie comme la valeur de tous les contrats ouverts, avant toute compensation. Ainsi, la valeur brute positive des contrats en cours d'un établissement déclarant est la somme des valeurs de remplacement de tous les contrats qui sont en position de gain potentiel. De même, la valeur brute négative est la somme des valeurs de remplacement de tous les contrats qui sont en position de perte potentielle.* »

³ N. PISCIONE, « Les enseignements pratiques relatifs aux normes techniques », *op. cit.*, spéc. n°s 32 à 34

⁴ ESMA, « Final report. Draft technical standards under the Regulation (EU) n° 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories », *op. cit.*, n° 73, p. 18: « *In the CP, ESMA considered that the clearing thresholds used to determine which NFCs should be subject to the clearing obligation should be set per asset class. For the purpose of the clearing thresholds, 5 asset classes were considered i.e. credit derivatives, equity derivatives, interest rate, foreign exchange and, finally, commodity and others. ESMA indicated that it would set a threshold of EUR 1 billion in gross notional value of OTC derivative contracts for each of the credit and equity derivative contracts and of EUR 3 billion in gross notional value of OTC derivative contracts for each of the interest rate, foreign exchange, and commodity or others derivative contracts. In this respect, when one of the clearing thresholds for an asset class is reached as determined in EMIR, the counterparty is considered as exceeding the clearing thresholds and therefore is subject to the relevant EMIR requirement for all classes of OTC derivative contracts and not only for those pertaining to the class of OTC derivatives where the clearing threshold is exceeded. The clearing obligation would apply to all OTC derivatives contracts concluded after the clearing threshold was exceeded, irrespective of the asset class to which these OTC derivative contracts belong to. ESMA also considered that the clearing threshold should be simple to implement by NFCs. As a result, for the purpose of setting the clearing thresholds, ESMA considered referring to the gross notional value of OTC derivative contracts concluded by NFCs.* »

La qualité de spectateur du risque de système subordonnée à l'absence du rôle actif de l'entité dans la propagation du risque. Le dispositif EMIR a été pensé pour les seules institutions financières, autrement dit pour les seules entités réglementées, excluant les sociétés commerciales et les personnes physiques (« *non financial counterparty* »)¹, ce qui implique, en principe, que le règlement EMIR n'a pas vocation à s'appliquer aux contreparties non financières. Pourquoi ? Le dispositif EMIR a été mis en place après la crise financière de 2007 et est destiné aux acteurs du risque de système, c'est-à-dire à ces entités susceptibles de propager le risque sur les marchés. Les autres personnes « non-propagatrices » ne sont alors pas concernées. Dans le même ordre d'idée, le dispositif EMIR a réservé le cas d'une entité « non-propagatrice » par nature, mais qui néanmoins serait susceptible de jouer un rôle actif dans la propagation du risque de système : les contreparties financières dépassant les seuils de compensation. Dans ce cas, la soumission des entités non réglementées à l'obligation de compensation par une contrepartie centrale est justifiée par l'intensité et la fréquence du recours aux contrats dérivés et par le fait qu'il s'agit d'opérations purement spéculatives. Parce que les contreparties non financières participent de manière non négligeable, parce que l'effectivité de l'obligation de compensation par une contrepartie centrale l'exige, parce que la transparence et la visibilité impliquent que toute partie prenant une position significative sur des contrats dérivés, alors elles deviennent « propagatrices » du risque de système, autrement dit un acteur du risque de système. Mais cette approche est-elle conforme au dispositif *Collateral* ?

Des participants selon EMIR, mais des oubliés selon le dispositif *Collateral*. Les obligations financières de deuxième et troisième catégories² ne peuvent lier que des entités réglementées alors que la première peut obliger une entité non réglementée. Il s'agit là d'un *Opt-in* partiel. Les contrats dérivés font partie de la deuxième catégorie d'obligations financières. Par conséquent, si l'on raisonne à l'aune du dispositif de la *Collateral*, ces opérations afférentes des contrats dérivés ne pourraient lier que deux entités réglementées. Ce sont les « *Financial Counterparties* ». Mais le règlement va au-delà de la directive *Collateral* puisque le critère de soumission à l'obligation d'enregistrement par une contrepartie centrale ne repose pas uniquement sur la qualité des parties, mais sur leur participation significative à ce type d'opération. Ce n'est pas parce que la contrepartie n'est pas financière qu'elle sera

¹ Art. 2.7 de la proposition de Règlement EMIR : « « *contrepartie non financière* », une entreprise, autre que les entités visées au point 6, établie dans l'Union »

² Art. L. 211-36-I 1° et 2 du C. mon. fin.

déchargée d'enregistrer son opération auprès d'une contrepartie centrale. Au contraire, c'est parce que cette même contrepartie utilise de manière significative ce type de contrat qu'elle y sera soumise. Par conséquent, cela signifie que tous contrats entrant dans le champ de l'obligation d'enregistrement ne bénéficieront pas du régime de faveur du dispositif *Collateral*, seuls les dérivés entre entités réglementées en profiteront. Finalement, quels sont les enseignements à tirer, d'une part, du refus, par le législateur français, de ne pas exercer l'option contenue dans la directive *Collateral* et, d'autre part, du domaine du règlement EMIR ? En réalité, cette étude démontre qu'un des critères pertinents de qualification des obligations financières réside dans la participation des intervenants au système financier

42. La recherche du critère pertinent de qualification des obligations financières : le participant au système financier. Cette partie de l'étude relative au domaine de l'obligation financière permet de soutenir que la participation au système financier est un critère de qualification des personnes qui sont obligées d'exécuter les obligations financières. Par conséquent, la participation au système financier est un critère qui permet de délimiter le périmètre d'application du dispositif *Collateral*. D'abord, la qualité des parties est un critère de qualification insuffisant. Ensuite, la participation et le rôle actif générateur de risque systémique du débiteur sont des critères des obligations financières.

La qualité des parties : un critère de qualification insuffisant. La qualité des parties est un critère de qualification des obligations financières : les obligations financières obligent des entités réglementées. Mais ce critère est insuffisant à lui seul : une obligation financière, c'est plus qu'une simple obligation qui existe entre deux entités réglementées.

La qualité des parties : critère de qualification. « *La qualité des parties peut être un élément déterminant, exclusif ou seulement médiateur de la qualification* »¹. Traditionnellement, la qualité des parties au contrat « *n'est qu'exceptionnellement un critère de qualification* »². Le caractère exceptionnel de ce critère de qualification trouve une justification quant à la soumission des entités réglementées aux règles prudentielles, elles-mêmes gage de solvabilité. Ce critère exceptionnel de qualification de droit civil est adapté aux mécanismes collectifs des

¹ J. GHESTIN, G. LOISEAU, Y.-M. SERINET, *Traité de droit civil, La formation du contrat : le contrat, le consentement*, LGDJ, coll. Traité, 4^{ème} éd., 2013, n° 36 et suiv.

² J. GHESTIN, C. JAMIN, M. BILLIAU, *Traité de droit civil, Les effets du contrat, interprétation – qualification – durée – inexécution – effet relatif – opposabilité*, LGDJ, coll. Traité, 3^{ème} éd., 2001, n° 71, p. 91

marchés financiers et ne peut, en l'occurrence, être qualifié d'exceptionnel. Au contraire, il s'agit d'une condition fondamentale.

La qualité des parties : un critère de qualification insuffisant. La directive *Collateral* fait le choix d'un critère unique, celui de la qualité des parties. Mais cette unique condition ne s'articulait pas avec le dispositif français antérieur. L'ordonnance de transposition a ainsi dû inclure plus de souplesse afin de maintenir les solutions de l'ancien article L. 431-7 du Code monétaire et financier qui limitait le bénéfice du régime spécial des garanties financières aux obligations découlant d'opérations sur instruments financiers. Ainsi, l'ordonnance de transposition a opté pour l'adjonction d'un autre critère : outre la qualité des parties, il convient de prendre en compte la nature de l'opération. En réalité, la qualité des parties révèle un élément essentiel de l'essence même des obligations financières : si l'obligation financière correspond à l'expression juridique du risque de contrepartie foyer d'un risque de système, alors les obligations financières obligent des entités qui sont des participants au système financier et des propagateurs du risque de système.

Des participants au système financier propageur du risque de système : un critère satisfaisant. Les obligations financières seraient celles qui obligeraient des acteurs et des participants au risque de système, c'est-à-dire au système financier. Deux raisons permettent de justifier cette idée : d'une part, ces entités sont soumises à des règles prudentielles et, d'autre part, les personnes physiques ne génèrent pas un risque de système.

La soumission des entités réglementées à des règles prudentielles. Ces entités sont réglementées, c'est-à-dire qu'elles sont soumises à des règles prudentielles. Parce que ces entités réglementées participent au système financier et génèrent un risque de système, elles sont soumises à des règles prudentielles exigeantes. À l'inverse, les personnes non réglementées sont celles qui ne sont pas assujetties aux exigences prudentielles du secteur bancaire et financier. Une interrogation peut être formulée : la personne physique, outre la personne morale, fait-elle partie de la catégorie, qui n'en est pas une¹, des personnes non réglementées ? Le Conseil d'État avait obtenu l'exclusion de la personne physique de champ

¹ M. WALINE, « Empirisme et conceptualisme dans la méthode juridique : faut-il tuer les catégories juridiques ? », in *Mélanges en l'honneur de Jean Dabin*, Bruxelles/Paris, Bruylant/Sirey, 1963

d'application de la directive. La personne physique n'est ni un participant, ni un acteur du système financier et du risque de système.

L'exclusion de certaines entités. « *Qu'y a-t-il de commun à toutes ces personnes ?* »¹ Chacune de ces personnes est soumise à une réglementation prudentielle stricte, autrement dit « *à un corps de règles tendant à garantir leur liquidité, leur solvabilité et, de manière générale, l'équilibre de leur structure financière* »². Cette idée est contenue dans l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier lorsqu'il est question des établissements étrangers ayant un « statut comparable » : « *ce n'est donc pas la forme juridique qui fait la qualité de la personne réglementée, mais le « statut », c'est-à-dire la sujétion à une réglementation prudentielle, laquelle peut résulter de textes divers* »³. Toutes les personnes qui ne sont pas soumises à des exigences prudentielles, tel que les personnes physiques ou encore les personnes morales (sociétés commerciales, associations, fondations...) ne sont donc pas des entités réglementées. L'éviction du risque de contrepartie implique un choix selon le statut des intervenants, tel est l'esprit du dispositif *Collateral*. En ce sens, la sujétion des intervenants à des règles prudentielles est une garantie.

Conclusion de la section II

43. Les obligations financières sont un objet du système financier parce qu'elles en font partie. Le domaine financier de l'obligation financière est révélé par l'étude des personnes qu'elles obligent : les participants au système financier. Ces participants sont des entités réglementées. L'étude du domaine *rationae personae* de la directive *Collateral* et du règlement EMIR a permis de dégager les caractéristiques communes à toutes ces entités : leur statut et leur rôle. D'une part, concernant leur statut, ces entités sont réglementées, car elles sont soumises à des règles prudentielles. D'autre part, concernant leur rôle, elles sont identifiées comme des participants au système financier et donc « propagateurs » du risque de système. Ces caractéristiques permettent d'exclure toutes les autres personnes qui ne font pas partie du système financier parce qu'elles ne constituent pas un foyer de risque de système susceptible de mettre en péril la stabilité des marchés. Ainsi, ces personnes doivent être exclues du périmètre de la directive *Collateral*.

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 548, p. 272

² *Ibid.*

³ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 548, p. 272

Conclusion du chapitre 1

44. Ce premier chapitre relatif au domaine financier de l'obligation financière est le premier argument qui permet de démontrer que l'existence de l'obligation financière est subordonnée à son appartenance au système financier. L'obligation est financière parce que son domaine est financier, c'est-à-dire parce que, d'une part, elle est afférente à une opération financière et, d'autre part, parce qu'elle oblige ses participants.

45. L'obligation est financière parce qu'elle est afférente à des opérations financières. Les trois catégories d'obligations financières visées à l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier résultent toutes d'opérations financières. Ces opérations sont financières parce qu'elles sont soit afférentes à des instruments financiers, soit parce qu'elles résultent de contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers ou de contrat conclu dans un système interbancaire de paiement ou de livraison d'instruments financiers. Le domaine des obligations financières est financier, car elles résultent non seulement d'opérations financières, mais aussi parce qu'elles obligent des participants au système financier.

46. L'obligation est financière parce qu'elles obligent des participants au système financier, c'est-à-dire des entités réglementées. Ces entités réglementées présentent des caractéristiques communes : d'une part, elles sont soumises à des règles prudentielles et, d'autre part, elles participent au système financier. L'appartenance de ces entités au système financier justifie qu'elles soient conçues, en raison du risque de propagation du risque de contrepartie, comme des foyers de risque de système. Ces critères *rationae personae* permettent l'exclusion de toutes les autres personnes qui ne constituent pas un foyer du risque de système susceptible de mettre en péril la stabilité des marchés. Ainsi, ces personnes doivent être exclues du périmètre de la directive *Collateral*. En somme, une obligation financière résulte d'opérations financières ou de contrat conclus par des membres du système financier.

CHAPITRE 2. LE CARACTÈRE FINANCIER DE L'OBLIGATION

47. **Plan.** Le caractère financier de l'obligation financière participe à la démonstration de l'idée selon laquelle l'obligation financière n'a d'existence que dans le cadre du système financier. Présenter le caractère financier de l'obligation financière implique de s'interroger sur le sens de cet adjectif. En d'autres termes, que signifie l'adjectif « financier » dans l'expression « obligations financières » ? La seule notion d'obligation ne suffisait-elle pas à caractériser les obligations des opérateurs ? Pourquoi l'affubler d'un tel qualificatif ? La doctrine s'est accordée pour dire que le mot « financier » ne servait pas à qualifier la nature de cette obligation : une obligation financière n'est pas seulement une obligation de payer une somme d'argent. Alors dans ce cas, que révèle ce qualificatif ? En réalité, le caractère financier de l'obligation fait référence au système financier et démontre que cette obligation lui appartient et ne saurait exister sans lui : une obligation financière naît d'une opération de finance de marché. Le caractère financier fait en outre référence au fait générateur de l'obligation née de l'opération de finance de marché : l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation.

Une obligation née d'une opération de finance de marché. D'abord, le caractère financier de l'obligation financière fait en réalité référence à son périmètre, le système financier, c'est-à-dire qu'il s'agit d'une obligation née d'une opération de marché (**Section I**).

Le fait générateur de l'obligation financière née d'une opération de marché. Ensuite, le caractère financier de l'obligation fait référence au fait générateur de l'opération de marché qui donne naissance à l'obligation financière, à savoir l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. Le fait générateur de l'obligation financière réside dans l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, qu'il s'agisse d'une opération négociée sur un marché réglementé ou conclue de gré à gré. Le règlement EMIR, en mettant en place l'obligation de faire compenser les dérivés conclus de gré à gré par une contrepartie centrale, élargit la notion d'opération de marché. Le fait générateur de l'opération de marché est celui afférent aux obligations financières et réside dans l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation (**Section II**).

SECTION I. UNE OBLIGATION NÉE D'UNE OPÉRATION DE MARCHÉ

48. **Plan.** L'obligation financière est une obligation qui naît d'une opération de marché. Il convient de ne pas distinguer là où la loi ne distingue pas. Par conséquent, une obligation financière peut apparemment naître indistinctement d'une opération de marché ou d'une opération conclue de gré à gré (§1). Cela étant, les récentes réformes, le règlement EMIR notamment, tendent à réduire la sphère dite du « pur gré à gré » en soumettant ces opérations à l'obligation de les faire compenser par une contrepartie centrale. Dans ces conditions, il ne s'agit plus d'opérations conclues de gré à gré puisque la compensation est assurée par un mécanisme multilatéral. En réalité, les obligations financières naissent d'une opération de marché (§2).

§1. L'apparence : une obligation née d'une opération de marché ou conclue de gré à gré

49. **Présentation.** Comme le dispositif *Collateral* ne distingue pas entre une opération négociée sur un marché réglementé et une opération conclue de gré à gré, alors une obligation financière peut apparemment naître indistinctement de chacune d'elles. Ainsi, une obligation financière est une obligation qui naît apparemment indistinctement d'une opération de marché ou d'une opération conclue de gré à gré.

50. **Une distinction apparemment inopérante à l'égard des obligations financières.** La question est de savoir si cette distinction est pertinente lorsqu'elle est confrontée aux obligations financières. En d'autres termes, est-ce que les obligations financières se limitent à une sphère de négociation spécifique ? Est-ce que la distinction relative à la sphère de négociation est une distinction opérante à l'égard des obligations financières ? À la lecture de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier, aucune précision n'est fournie concernant la sphère de négociation. Il convient de ne pas distinguer là où la loi ne distingue pas. Cela signifie que la distinction opposant les marchés réglementés aux opérations conclues de gré à gré n'est pas un critère de distinction opérant à l'égard des obligations financières. L'indifférence de ce critère de distinction emporte des conséquences.

Première conséquence : réunion des sphères de négociation. D'abord, le dispositif *Collateral* tend à gommer la distinction traditionnelle entre les marchés réglementés et les opérations conclues de gré à gré.

Deuxième conséquence : importance de la compensation multilatérale par une contrepartie centrale. Ensuite, la lecture de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier invite à retenir qu'une opération compensée par une contrepartie centrale n'est pas nécessairement une opération de marché. Cela signifie qu'il n'y a pas de lien de principe entre, d'une part, une opération de marché et, d'autre part, la compensation effectuée par une chambre. En effet, l'opération peut être conclue de gré à gré et compensée par une contrepartie centrale. C'est d'ailleurs ce que prévoit le règlement EMIR, mais cette idée était déjà exprimée au sein du dispositif contenu dans la directive *Collateral*. Simplement, cette possibilité est reprise par le règlement EMIR dans le cadre de la réduction des risques de négociation et de compensation concernant spécifiquement les dérivés de gré à gré. S'agit-il encore d'opérations conclues de gré à gré lorsque les parties décident ou doivent faire compenser leurs opérations par une contrepartie centrale ? La compensation assurée par une contrepartie centrale permet-elle de conserver la qualification d'opération conclue de gré à gré ? Doit-on confondre la phase de négociation et celle de compensation, autrement dit celle de formation de l'opération avec celle d'exécution ? En réalité, ces étapes ne peuvent se confondre puisque, d'un côté, il est question de la formation de la transaction et, de l'autre, de l'exécution de l'opération. Cela étant, la centralisation de la négociation ou de la compensation concourt au même but, à savoir la transparence nécessaire à la protection du système financier. Ainsi, nous considérons que si l'opération est conclue de gré à gré et qu'elle est compensée par une contrepartie centrale, alors il ne s'agit plus véritablement d'une opération conclue de gré à gré. Le recours à la contrepartie centrale dénature l'opération qui peut être qualifiée d'opération de marché.

Troisième conséquence : harmonisation de la garantie des obligations financières. Enfin, la distinction traditionnelle est inopérante en raison du régime de la couverture des obligations financière par un contrat de garantie financière. Le dépôt initial de garantie due par l'opérateur à la chambre de compensation est un contrat de garantie financière. Par ailleurs, une opération conclue de gré à gré peut parfaitement être couverte par un contrat de garantie financière. On se rend compte que l'obligation financière peut

théoriquement naître indistinctement d'une opération de marché ou d'une opération conclue de gré à gré. Cela étant, la récente obligation de faire compenser les dérivés conclus de gré à gré par une contrepartie centrale ravive la question de la pertinence de la distinction relative à la sphère de négociation des opérations financières. Si la compensation des opérations conclues de gré à gré est assurée par un mécanisme multilatéral, il ne s'agit plus véritablement de « pur à gré à gré ». En réalité, la notion d'opération de marché a été renouvelée et la distinction opposant les opérations négociées sur un marché réglementé aux opérations conclues de gré à gré perd de sa pertinence.

51. **Le renouveau de la notion d'opération de marché ?** Bon nombre d'interrogations sont ravivées par les récentes réformes¹ : que reste-t-il du gré à gré ? La notion d'opération de marché est-elle actualisée ? Puisque la ligne séparatrice marquant la dichotomie entre les marchés réglementés et les opérations conclues de gré à gré est repoussée, on peut se demander si, à terme, le pur gré à gré pourra subsister. En effet, l'obligation de négociation sur un marché organisé ou sur une plate-forme électronique de négociation ainsi que la compensation par une contrepartie centrale des dérivés conclus de gré à gré aboutit à se demander dans quelle mesure une opération conclue de gré à gré pourrait, en pareilles conditions, subsister. La négociation sur un marché organisé et la compensation par une contrepartie centrale assure l'objectif de transparence, mais dénature la sphère de négociation qu'est le gré à gré. Dans ces conditions, s'agit-il encore d'opérations conclues de gré à gré ? Certainement pas ! En ce sens, il convient de se rallier à la position doctrinale qui consiste à retenir que « *les dérivés de gré à gré soumis à l'obligation de négociation centralisée ne seront plus à proprement parler conclus de gré à gré, puisqu'ils devront être au contraire négociés de manière centralisée sur un marché organisé ou sur une plate-forme de négociation électronique alternative.* »². Dans ce contexte, les interrogations initiales sont légitimes. Les volontés conjuguées des législateurs veulent relayer les opérations conclues de gré à gré à une part congrue. Finalement, la conjugaison de l'absence de détermination juridique du « marché financier de gré à gré » et de l'existence d'un *continuum* financier entre les deux sphères de négociation plaide en faveur de leur rapprochement marquant les limites du libéralisme économique.

¹ Règlement EMIR, préc., directive et règlement MIF 2, préc.

² H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *op. cit.*, spéc. n° 29

Que reste-t-il du gré à gré ? Le périmètre des obligations financières révèle un rapprochement entre les marchés réglementés et les opérations conclues de gré à gré. En application du règlement EMIR, les opérateurs doivent se soumettre à l'obligation de compensation de leurs positions par une contrepartie centrale. Ils ont aussi l'obligation de négocier certains dérivés sur une plate-forme dédiée. Ces deux obligations confirment le rapprochement des deux sphères de négociation. Il ne s'agit plus d'un simple trait d'union puisque la législation conduit à vider de contenu le marché de gré à gré pour le ramener vers le marché réglementé pour plus de transparence. Par conséquent, si l'on vide le « marché de gré à gré » au profit des marchés réglementés, cela conforte l'idée que la sphère de négociation n'est pas un critère de distinction pertinent à l'égard des obligations financières. En réalité, il est permis de se demander si la distinction opposant marché réglementé et « marché de gré à gré » a jour véritablement existé. Nul doute, cette distinction tend à s'étioler. Certains auteurs ont parlé d'« *illusion de la distinction entre marché de gré à gré et marché organisé* »¹. Il y a quinze années de cela, ces auteurs ont exprimé une idée qui est aujourd'hui parfaitement pertinente. L'étude des obligations financières permet de rejoindre l'idée en vertu de laquelle l'opposition entre les marchés réglementés et les opérations conclues de gré à gré ne serait qu'illusoire parce qu'il n'y a pas de détermination juridique possible pour un marché financier de gré à gré et parce qu'il existe un *continuum* financier entre le marché organisé et le marché de gré à gré qui se manifeste, aujourd'hui, par l'obligation de faire compenser ces opérations par une contrepartie centrale.

L'absence de détermination juridique pour un « marché financier de gré à gré ». D'une part, l'absence de détermination juridique se heurte à la distinction traditionnelle parce que le marché de gré à gré ne fait l'objet d'aucune définition substantielle². Aujourd'hui, la volonté des pouvoirs publics exprimée tantôt dans un règlement européen (EMIR), tantôt dans le règlement et la directive MIF 2 veut lutter contre l'opacité caractéristique des « marchés de gré à gré ». Mais les risques consécutifs à cette opacité ont déjà été formulés : « *Dès lors, [la*

¹ M.-A. FRISON ROCHE et M. NAUSSENBAUM, « Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré », *op. cit.*, p. 679

² M.-A. FRISON ROCHE et M. NAUSSENBAUM, *op. cit.*, p. 679 et 680 : « *La distinction juridique entre marché financier réglementé et marché de gré à gré correspond pourtant à une figure bien connue en droit. Comme pour la distinction des biens meubles et immeubles ou celle de la responsabilité contractuelle et délictuelle, il y a une catégorie fermée et une catégorie ouverte : tout ce qui est de la première catégorie relève de l'autre ; on ne peut appartenir à aucune ; on ne peut appartenir aux deux. Ainsi, le modèle du marché hors-cote, marché semi-réglementé, ne peut plus exister. Mais la familiarité de cette façon de partager les catégories juridiques en catégorie fermée (marché réglementé) et catégorie ouverte (marché de gré à gré) est plutôt source d'inquiétude car le temps qui passe met à mal ce type de séparation, la catégorie ouverte, sans définition propre, ayant tendance à accueillir à tant accueillir qu'elle devient certes plus importante, mais aussi plus hétéroclite. »*

catégorie ouverte que constitue le marché de gré à gré] *devient ingouvernable, c'est-à-dire impossible à soumettre à un régime juridique unifié. Il faudrait mieux rechercher une définition juridique substantielle pour éviter cela* »¹. Le langage trahit la tentative de détermination juridique ; on parle de « marché de gré à gré » pour l'opposer aux marchés réglementés. Mais le « marché de gré à gré » n'est pas un marché ! C'est tout au plus une sphère de négociation, là où interviennent des cessions de gré à gré. Les opérations conclues de gré à gré sont gouvernées par la notion de contrat et non par la notion de marché. Employer le terme de « marché » à l'égard des opérations conclues de gré à gré exprime simplement ce en quoi ces opérations s'opposent radicalement aux marchés réglementés². « *Il n'existe pas conceptuellement de marché de gré à gré [...] juridiquement, la notion même de marché financier de gré à gré ne tient pas.* »³. L'ancienne démonstration de l'absence de « marché de gré à gré » gouverne les tendances actuelles : comme le marché de gré à gré est inexistant, comme l'inexistence génère de l'opacité, alors il faut conduire les opérations qui s'y déroulent vers plus de transparence pré- et post-négociation, c'est-à-dire vers les plates-formes de négociation et vers les chambres de compensation : « *le marché est plus ou moins organisé jusqu'à ce que la main du ministre le fasse basculer dans le réglementé, si l'entreprise de marché y aspire.* »⁴. À la différence, aujourd'hui la main est celle d'un autre et les motivations ne sont plus celles du marché. L'absence de détermination juridique du « marché de gré à gré » doit être conjuguée avec le constat de l'existence d'un *continuum* financier entre ces deux « marchés ».

L'existence d'un *continuum* financier entre le marché organisé et le « marché de gré à gré ». D'autre part, l'absence de détermination juridique se heurte à l'existence d'un *continuum* financier entre le marché organisé et le marché de gré à gré. L'opposition stricte n'a plus de sens aujourd'hui, comme hier d'ailleurs. Il n'y a pas d'opposition drastique puisque le critère n'est pas l'existence ou l'absence de réglementation d'un marché, mais plus son degré d'organisation. L'architecture des marchés a été renouvelée par la directive MIF⁵. Aujourd'hui, la MIF 2 propose de créer une nouvelle sphère de négociation, le système

¹ *Ibid.*, p. 680 : « [...] On mesure dès cet instant que le plus important est donc la définition du marché de gré à gré, celui-là même que la loi du 2 juillet 1996 n'évoque pas, ou évoque par prétérition. »

² *Ibid.*, p. 680 : « Au contraire, on sent une contradiction entre le gré à gré, qui évoque le particulier, le sur-mesure, le non-standardisé, bref le contrat comme seule structure souveraine de la relation et le marché, qui appelle exactement l'inverse, c'est-à-dire une certaine fongibilité d'opérations comparables sur des objets substituables, le contrat n'étant plus que la modalité d'exécution d'une structure générale qui le contraint. »

³ *Ibid.*, p. 680

⁴ *Ibid.*, p. 680 et 681

⁵ L'art. L. 424-1 al. 1^{er} du C. mon. fin.

organisé de négociation (*Organized Trading Facilities*), pour réglementer cet espace ayant laissé le champ libre aux *Crossing Networks*¹. Le constat de l'absence de détermination juridique du « marché de gré à gré » et de l'existence d'un *continuum* financier entre les marchés réglementés et le « marché de gré à gré » justifie le rapprochement de ces deux sphères de négociations.

Le rapprochement des sphères de négociation. Les réformes post-crise sont des réformes qui démontrent un rapprochement des marchés réglementés et du « marché de gré à gré », en vidant le contenu du second au profit du premier. L'attraction légale des opérations conclues de gré à gré vers les sphères réglementées se justifie par le traitement des risques crédit et de système, mais aussi par la transparence des prix. Ces idées anciennes trouvent une actualité tant à l'égard des volontés législatives qu'à l'égard du dispositif *Collateral*.

La transparence et le traitement des risques financiers. Le rapprochement des marchés réglementés et du « marché de gré à gré » permet le traitement des risques et la transparence des prix. Le marché réglementé offre une sécurité que le « marché de gré à gré » ne permet pas : la compensation assurée par une chambre de compensation qui opère un transfert du risque de contrepartie. La solution réside alors dans la soumission des opérations conclues de gré à gré à la compensation multilatérale d'une contrepartie centrale. Il s'agit de la voie épousée par les rédacteurs du règlement EMIR en optant pour la compensation des dérivés de gré à gré par une contrepartie centrale, afin d'opérer un transfert des risques de contrepartie envers la chambre. Contraindre certains dérivés de gré à gré à une obligation de négociation sur une plate-forme dédiée et de compensation par une contrepartie centrale permet la transparence des opérations et par suite des prix. Il y a là manifestation du rapprochement des sphères de négociation. Ce phénomène s'exprime également dans le dispositif *Collateral*.

Le dispositif *Collateral*. La garantie des obligations financières est une expression du rapprochement opéré entre les marchés réglementés et le « marché de gré à gré ». Il s'agit d'une figure commune de traitement des risques telle qu'elle pouvait être présagée : « *Mais, au-delà de ces tendances et de ces interférences entre les diverses techniques, il apparaît que*

¹ P. PAILLER, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers », *RDBF*, n° 2, mars 2012, étude 4, spéc. n° 23 : « *Ce nouveau système, organisé à défaut d'être multilatéral, est destiné à doter d'un statut les crossing networks.* »

ces deux types de marchés, marché réglementé et marché dit de gré à gré, se rapprochent dans leur façon de gérer le risque de contrepartie, en organisant de droit ou de fait des systèmes plus ou moins formalisés de transfert de ce risque »¹. Ce mode de traitement du résidant dans le rapprochement des sphères de négociation marque en réalité le recul du libéralisme économique.

Le recul du libéralisme économique. La remise en cause de cette distinction traditionnelle traduit un recul du libéralisme économique. Classiquement, les marchés financiers sont présentés comme une illustration du libéralisme économique contemporain. Il y a quelques années, « l'évolution de l'encadrement des marchés financiers de la « réglementation » à la « régulation » [témoignait] de la volonté du législateur de réduire son intervention pour laisser aux acteurs des marchés financiers le soin de déterminer les règles de fonctionnement de l'institution »². L'opacité caractéristique, parfois même recherchée par les opérateurs, des opérations conclues de gré à gré est chassée par la transparence d'une négociation centralisée ou d'une compensation multilatérale. Introduire de la transparence dans un système opaque revient à rendre publiques les opérations qui s'y nouent. Il s'agit d'une sorte de retour implicite de l'obligation de concentration des ordres³. Aujourd'hui, l'étude des obligations financières permet de dresser un constat : si, auparavant, le législateur souhaitait un certain « laisser-faire », aujourd'hui, il fait chemin arrière en tentant d'encadrer les marchés et en tentant de ramener vers la sphère réglementée un maximum d'opérations pour répondre à un objectif de transparence. Dans ce cas, une obligation financière naît en réalité d'une opération de marché.

§2. La réalité : une obligation née d'une opération de marché

52. **Plan.** En théorie, une obligation financière peut naître indifféremment d'une opération de marché ou conclue de gré à gré. Cela étant, les récentes crises financières ont révélé la dangerosité de l'opacité caractérisant les opérations conclues de gré à gré. Avant d'entrer dans le détail, il convient de répondre à la question suivante : une obligation financière trouve-t-elle toujours sa source dans une opération de marché ? Pour répondre à cette question, il convient

¹ *Ibid.*, n° 23, p. 682

² A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 13, p. 16 et 17

³ Th. BONNEAU, « Future législation », *RDBF*, n° 1, janv. 2010, comm. 34 : « Il n'est pas sûr que la crise de 2008 n'ait pas conduit à un certain retour en arrière puisque la centralisation sur des marchés transparents paraît constituer l'une des préoccupations majeures de la Commission européenne. »

de développer deux arguments, le premier technique, le second plus théorique. D'une part, techniquement, l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier est une reprise de l'ancien article L. 431-7 du même Code qui visait « *les dettes et créances afférentes aux opérations sur instruments financiers* ». Or, les opérations sont des opérations de marché. D'autre part, d'un point de vue plus théorique, les opérations de marché s'opposent aujourd'hui aux opérations de « pur gré à gré », c'est-à-dire aux opérations financières qui ne sont ni négociées ni compensées de manière centralisée. Or selon l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier, les opérations financières donnant naissance à des obligations financières sont au moins compensées par une contrepartie centrale. Cela signifie que si la centralisation ne concerne pas la formation de l'opération, elle concerne au moins son exécution¹. Les obligations financières naissent d'opérations financières de marché². Aujourd'hui, les réformes repoussent les prétendues frontières entre les marchés réglementés et le marché dit de gré à gré³, en tentant de remédier à cette opacité soit par l'attraction juridique des opérations conclues de gré à gré vers la transparence permise soit par la négociation centralisée (A), soit en les soumettant à une obligation de compensation centralisée (B).

A. La négociation centralisée de l'opération de marché

53. **Présentation.** La négociation centralisée est un moyen de réguler les marchés, car les opérations sont rendues visibles. L'opacité des dérivés conclus de gré à gré a été identifiée comme une des causes des récentes crises financières. Les réactions législatives et réglementaires veulent marginaliser le « pur gré à gré » parce que « *sur les marchés, l'information est reine* »⁴. Les récentes réformes suivent cette tendance⁵.

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 67, p. 67 : « *Seul l'enregistrement de la transaction, dont on relèvera qu'il repose, en cas de transaction conclue en dehors du système central de négociation, sur deux déclarations faites par chaque intermédiaire, confère à la transaction sa reconnaissance en tant qu'opération de marché et engendre les obligations telles qu'elles seront finalement exécutées. La conception de l'opération de marché, transaction dûment enregistrée auprès de la Chambre, se différencie nettement de la conception traditionnelle du contrat synallagmatique.* »

² J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 25

³ M.-A. FRISON ROCHE et M. NAUSSENBAUM, « Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré », *RJDA*, n° 8-9, 1997, p. 679

⁴ P. PAILLER, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers », *RDBF*, n° 2, mars 2012, étude 4

⁵ Directive du PE et du Cons. UE n° 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (directive MIF 2), JOUE n° L 173, 12

54. **Constat : les limites de la MIF.** La MIF avait complètement bouleversé la physionomie des marchés par la création de nouvelles structures de négociation : coexistent les marchés réglementés, les marchés organisés et les internalisateurs. Si l'intention du législateur de 2004 était louable et visait à renforcer la concurrence entre les différents modes de passation des ordres, il n'a pas été sans incidence dans le cadre de la crise financière, notamment en ce qui concerne le manque de transparence des opérations conclues de gré à gré. Le dispositif voulant favoriser la concurrence s'est révélé être un accélérateur de la fragmentation du marché et de sa liquidité¹.

Premier reproche : le manque de transparence des opérations conclues de gré à gré. Le constat est le suivant : l'opacité des opérations conclues de gré à gré « a contribué à la crise financière »² de 2007 et met en péril la stabilité du système financier. Une réaction ne s'est pas fait attendre : il s'agit des réformes et projets de réforme visant à instaurer une transparence s'agissant de certaines opérations conclues de gré à gré.

Le constat. Quelques mois après la transposition de la MIF, les marchés ont connu une crise sans précédent en 2007 révélatrice des limites d'un système³. En effet, la crise de la dette souveraine et de l'Euro a révélé l'absence de transparence des dérivés conclus de gré à gré. Les dérivés conclus de gré à gré ont été identifiés comme une source d'instabilité

juin 2014, p. 349 et règlement du PE et Cons. UE n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 (règlement MIF 2), JOUE L 173, 12 juin 2014, p. 84. V. *RDBF*, n° 5, sept. 2014, comm. 187, A.-C. MULLER ; *Bull. Joly Bourse*, 2014, n° 11, p. 545, H. BOUCHETA

¹ P. PAILLER, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) », *op. cit.*, spéc. n° 1 : « La concurrence a notamment une fragmentation du marché et, corrélativement, de la liquidité, avec le développement de nouveaux systèmes de négociation à côté des marchés réglementés (MR), des systèmes multilatéraux de négociation ou multilateral trading facilities (MTF) et de la faculté ouverte aux prestataires de recourir à l'internalisateur systématique (IS). C'est cette tendance, amplifiée par la crise financière, que la proposition de révision de la MIF, publiée le 20 octobre 2011 sous la forme d'un règlement et d'une directive s'efforce de corriger. »

² A. GAUDEMET et H. BOUCHETA, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 151, p. 339

³ Proposition de règlement du PE et du Cons. UE sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux du 15 septembre 2010, COM(2010) 484 final, 2010/0250 (COD), C7-0265/10, p. 2 : « La crise financière a placé les dérivés de gré à gré au cœur du débat réglementaire. La quasi faillite de Bear Stearns en mars 2008, la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 et le sauvetage d'AIG le lendemain ont révélé au grand jour les dysfonctionnements du marché de ces produits. »

financière¹. En réaction, des projets de réformes législatives ou réglementaires ont vu le jour dans le but d'introduire et de permettre la transparence des dérivés conclus de gré à gré².

Les réactions. La crise a révélé les faiblesses des instruments financiers autres que les actions³ : « *Les anciens postulats selon lesquels une transparence, une surveillance et une protection des investisseurs minimales seraient plus propices à l'efficacité du marché ne sont plus valables* »⁴. Face à cela et sur demande du Groupe de travail présidé par J. de LAROSIÈRE⁵, une première communication de la Commission est intervenue le 4 mars 2009 à l'occasion de laquelle elle s'est engagée à faire des propositions pour renforcer la stabilité et la transparence financière⁶. Dès le mois de juillet suivant, elle a rendu une première communication en livrant une analyse du rôle joué par les dérivés dans la crise⁷. Ensuite, le G20 s'est réuni à Pittsburgh⁸. À cette occasion, il a été convenu et réitéré lors du G20 de juin 2010 à Toronto⁹, que : « *Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront*

¹ H. de VAUPLANE, « Les projets de réforme relatifs aux produits dérivés en Europe », *Revue Banque*, n° 740, sept. 2011, p. 79

² *Ibid.*, p. 79 : « *Alors que l'Europe s'enfonce dans la crise de la dette souveraine et de l'euro et que les mesures législatives et réglementaires pour l'endiguer tardent à entrer en application, les institutions européennes continuent d'avancer sur les propositions de mesures faisant suite à la crise financière de 2008, notamment en ce qui concerne la régulation des produits dérivés. L'approche retenue par l'Europe pour réglementer les produits dérivés se caractérise par l'éclatement des textes de référence au sein desquels les questions relatives à ces produits sont traitées.* »

³ Proposition de règlement du PE et du Cons. UE 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] du 20 octobre 2011, COM(2011) 652 final, 2011/0296 (COD), p. 2

⁴ *Ibid.*

⁵ Considérant n° 1 de la proposition de règlement EMIR du 15 septembre 2010, *op. cit.*, p. 14 : « *Le 25 février 2009, un groupe d'experts de haut niveau présidé par J. de Larosière a publié à la demande de la Commission un rapport qui concluait à la nécessité de renforcer le cadre de la surveillance financière pour réduire le risque de crises financières futures et leur gravité, et qui préconisait de profondes réformes de la structure de surveillance du secteur financier en Europe, notamment la création d'un système européen de surveillance financière comprenant trois autorités de surveillance européennes (respectivement compétentes pour les marchés financiers, pour les assurances et les pensions professionnelles, et pour le secteur bancaire), et la création d'un Comité européen du risque systémique.* » ; Considérant n° 1 du règlement UE n° 648/2012 du PE et du Cons. UE sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (règlement EMIR) du 4 juillet 2012, JOUE L. 201/1, 27 juillet 2012.

⁶ Considérant n° 2 du règlement EMIR : « *Dans sa communication du 4 mars 2009 intitulée « L'Europe, moteur de la relance », la Commission a proposé de renforcer le cadre réglementaire de l'Union en matière de services financiers.* »

⁷ *Ibid.* : « *Elle [la Commission] a précisé, dans sa communication du 3 juillet 2009 intitulée « Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides », le rôle joué par les produits dérivés dans la crise financière, et esquissé dans sa communication du 20 octobre 2009 intitulée « Mener des actions en faveur des marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides, les mesures qu'elle entendait prendre pour réduire les risques inhérents à ces produits.* »

⁸ Considérant n° 5 du règlement EMIR : « *Lors du sommet de Pittsburgh du 26 septembre 2009, les dirigeants du G-20 sont convenus que tous les contrats dérivés de gré à gré standardisés devraient être soumis à une obligation de compensation par une contrepartie centrale d'ici la fin 2012, et que les contrats dérivés de gré à gré devraient être déclarés à des référentiels centraux.* »

⁹ *Ibid.* : « *En juin 2010, à Toronto, les dirigeants du G-20 ont réaffirmé leur détermination et se sont également*

être échangés sur des plates-formes d'échanges ou via des plates-formes de négociation électronique et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux organismes appropriés ("Trade Repositories"). Les contrats n'ayant pas fait l'objet de compensation centrale devront être soumis à des exigences en capital plus élevées »¹.

L'absence de visibilité : l'opacité des opérations conclues de gré à gré. Les opérations conclues de gré à gré donnent naissance, elles aussi, à des obligations financières. Cela étant, la sphère de négociation était, et est toujours dans une certaine mesure, un frein à la transparence. Or, l'opacité caractérisait tant ces opérations que les obligations financières auxquelles elles donnaient naissance. Donc, le risque crédit afférent aux obligations financières, c'est-à-dire le risque d'inexécution des obligations financières, était lui aussi opaque en raison de la sphère de négociation des opérations. Désormais, la visibilité des opérations financières est assurée par une obligation de négociation centralisée.

Second reproche : la fragmentation des ordres, de la liquidité, et l'opacité des systèmes de négociation. Deux autres reproches ont pu être formulés à l'encontre du dispositif MIF : d'une part, il s'agit de la fragmentation des ordres au sein des carnets qui conduit à la fragmentation de la liquidité et, d'autre part, il s'agit de l'opacité des systèmes de négociation.

La fragmentation des ordres et de de la liquidité. Un des reproches formulés à l'encontre du dispositif MIF est la conséquence relative à la fragmentation des ordres au sein des carnets et consécutivement celle de la liquidité². En effet, la liquidité auparavant presque exclusivement affectée aux marchés réglementés s'est divisée et diffusée sur des lieux concurrents d'exécution. Il a donc fallu compenser ce départ de liquidité naturelle sur les marchés réglementés par d'autres, plus artificielles. Une liquidité dite d'opportunité (celle des *Market Makers*, arbitragistes, divers opérateurs) est venue s'installer sur les marchés

engagés à accélérer la mise en œuvre de mesures fortes pour améliorer la transparence et la surveillance réglementaire des contrats dérivés de gré à gré d'une façon cohérente et non discriminatoire à l'échelle internationale. »

¹ G. 20, « Leaders' Statment », Pittsburgh, 24-25 septembre 2009, §13, p. 9 ; Proposition de règlement EMIR du 15 septembre 2010, *op. cit.*, p. 2

² P. PAILLER, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) », *op. cit.*, spéc., n° 4 : « *L'une des principales critiques opposées à la MIF tient à la fragmentation des ordres au sein des carnets, qui entraîne une fragmentation de la liquidité.* »

réglementés¹. Dans le même temps et consécutivement à cet artifice de liquidité, ont pu être pointées du doigt les méthodes employées par ces opérateurs ainsi que leurs conséquences : il s'agit de la question aussi technique qu'épineuse du *Trading* haute fréquence². Le *Trading* algorithmique est une « négociation d'instruments financiers dans laquelle un algorithme informatique détermine automatiquement les différents paramètres des ordres, comme la décision de lancer l'ordre, la date et l'heure, le prix ou la quantité de l'ordre, ou la manière de gérer l'ordre après sa soumission, avec une intervention humaine limitée ou sans intervention humaine. Cette définition ne couvre pas les systèmes utilisés uniquement pour acheminer des ordres vers une ou plusieurs plates-formes de négociation ou pour confirmer des ordres »³. Le *Trading* haute fréquence (*High Frequency Trading*) est la traduction factuelle et opérationnelle de l'application d'algorithmes constituant un outil et un moyen de prendre position sur les marchés avec précision et rapidité⁴. Le *Trading* haute fréquence peut être une technique au service d'un abus de marché. Il constitue ainsi un des objectifs de la révision de la MIF, car il est accusé d'atomiser les ordres au sein des carnets.

¹ *Ibid.* : « Or, cette baisse de liquidité naturelle sur les marchés a été compensée par une liquidité d'opportunité, dénoncée par certains comme étant artificielle, celle des apporteurs de liquidité. Ces derniers ne constituent pas une catégorie uniforme ; il s'agit des market makers, des arbitragistes, des opérateurs pariant sur un « retour à la moyenne » d'une valeur, après sa baisse ou sa hausse, ou, au contraire, sur la « poursuite de la tendance ». »

² B. BRÉHIER, « Commentaire – à propos de la révision de la MIF », *Bull. Joly Bourse*, 2011, n° 4, p. 287 : « La Commission ne tranche pas le débat qui oppose aujourd'hui détracteurs et défenseurs du trading haute fréquence. Elle reconnaît des arguments dans les deux sens (impacts positifs sur les spreads, apport de liquidité, mais risque de surréaction des algorithmes, risque de krachs éclairs...). Les préconisations qui sont faites afin d'éviter des manipulations de marchés ou des inégalités de concurrence paraissent légitimes (procédure de contrôle des risques, obligation d'avoir des filtres pour les brokers fournissant des « sponsored access », obligations des entreprises pratiquant le THT d'être enregistrées comme entreprise d'investissement, mise en place de coupe-circuit). »

³ Art. 4.2.30 de la proposition de directive MIF 2

⁴ F.-R. BENOIS, « Le nouveau paradigme de la concurrence des marchés d'actions européens : paragon ou repoussoir ? », *RDBF*, n° 6, nov. 2010, étude 26, spéc. n° 21 : « L'analyse des effets de la directive MIF est rendue plus complexe par la concomitance de faits conjoncturels – la crise financière qui s'est développée à partir de l'été 2007 – et d'une tendance structurelle – les mutations technologiques et la montée en puissance du trading algorithmique, en particulier dans sa variante « haute fréquence » (THF) – que la nouvelle concurrence n'a pas été créée, mais amplifiée. » ; J. BLIMBAUM, « Les dark pools : entre fantasme et réalité, d'une émergence incontrôlée à un encadrement pragmatique », *RDBF*, n° 3, mai 2011, étude 23, spéc. n° 18 : « Le HFT constitue un sous ensemble du trading algorithmique, consistant à « transmettre des ordres au marché au moyen d'algorithmes programmés sur ordinateurs, afin d'obtenir le meilleur prix (notamment en fractionnant l'ordre dans le temps et entre plusieurs systèmes de négociation) ». » ; P. PAILLER, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) », *op. cit.*, spéc. n° 5 : « Leurs prises de position sur les marchés résultent de l'application d'algorithmes, créés à partir d'une analyse statistique. L'usage d'algorithme a donné naissance au trading à haute fréquence ou high frequency trading (HFT), qui se fonde sur une analyse statistique et quantitative des carnets d'ordres et non sur une analyse économique qualitative des fondamentaux de l'entreprise. Ces opérateurs bénéficient de moyens bien plus performants que les investisseurs traditionnels (OPVCM, assureurs, fonds de retraite, particuliers, etc.) et leurs interventions se trouvent favorisées par les plates-formes de négociation, qui ont besoin de leur liquidité et leur réservant une tarification plus favorable. »

L'opacité. La concurrence des marchés mise en place par la MIF a été le vecteur de création de systèmes de négociation opaques¹ : les *Dark Pools*², et les *Crossing Networks*, les premiers étant assimilables à des marchés réglementés ou organisés et les seconds à des internalisateurs. La polémique concernant les *Dark Pools* a été déclenchée notamment lors de l'avènement de *Smartpool* d'Euronext. Un *Dark Pool* désigne communément les systèmes de négociation qui opère sans aucune transparence de pré-négociation et se sert d'une faille de la directive MIF³. Le terme était autrefois réservé aux systèmes multilatéraux de négociation ou aux marchés réglementés qui bénéficiaient des dérogations ouvertes par la directive, notamment de la dérogation dite du « prix de référence »⁴. Les *Dark Pools* ont été accusés de cannibalisme⁵. Le terme de *Dark Pool* est également utilisé pour faire référence aux systèmes

¹ P. PAILLER, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) », *op. cit.*, spéc. n° 21 : « La directive MIF posait un principe de soumission des MR, MTF et IS à une obligation de transparence pré-négociation. Toutefois, elle y prévoyait des dérogations dont deux ont été particulièrement exploitées par les opérateurs : celle relative à la négociation de blocs et celle dite du « prix de référence », qui permet l'exécution des ordres à un prix importé du MR ou d'un autre MTF. C'est sur le fondement de ces exemptions que se sont développés les dark pools, qui sont des MR ou des MTF. Les crossing networks se sont pour leur part créés en marge des lieux d'exécution existants, exploitant un espace qui n'avait pas été réglementé par la MIF. Or, le développement de ces systèmes opaques de négociation empêche une bonne information sur la formation du prix et peut nuire à l'intérêt collectif du marché : quelle est la valeur du prix de référence issu d'un MR si ce prix n'est obtenu que par la rencontre d'un nombre de plus en plus limité d'ordres dévoilés ? »

² Th. BONNEAU, « Pour être dans le vent en 2010 », *RDBF*, n° 1, janv. 2010, repère 1. L'expression *Dark Pool* apparaît au palmarès de 2010.

³ P. GUERIN, « Eclairage. Un peu de lumière sur les *Dark Pools* », *Bull. Joly Bourse*, 2009, n° 6, p. 456 : « Un dark pool est un système électronique d'exécution d'ordres qui permet aux prestataires de services d'investissement (PSI) ou aux entreprises de marché, de croiser les ordres de leurs clients, ayant des intérêts contraires, via un carnet d'ordres. Pourquoi « dark » ? Parce qu'ils opèrent sans transparence pre-trade. Pourquoi « pool » ? Parce qu'il existe dans ces systèmes un pool de liquidité (c'est-à-dire une aptitude à satisfaire des ordres). » ; M. ROUSSILLE, B. BRÉHIER, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, H. BOUCHETA, « « MIF II » : ce que pourrait coûter la transparence à tout prix. Réflexions sur les enjeux de l'obligation de transparence. », *Bull. Joly Bourse*, 2012, n° 11, p. 496, spéc. n° 5 : « Cette dérogation a permis aux prestataires de services d'investissement et entreprises de marché de mettre en place des « dark pools », c'est-à-dire des systèmes de négociation sur lesquels sont appariés des ordres portant sur des actions en marge de l'obligation de transparence pré-négociation. Or, bien qu'il soit difficile de mesurer les parts de marché des différents modes de négociation, différentes études montrent une croissance des flux d'ordres exécutés sur les dark pools. »

Ph. MARINI, *Rapport d'information sur la crise financière et la régulation des marchés*, Rapp. Sénat n° 59, session ordinaire 2009-2010, www.senat.fr, p. 30 : « A ce titre, ils sont proches des plates-formes dénommées « dark pools », qui traitent des ordres anonymisés et supérieurs à la « taille normale de marché » (blocs de titres en particulier), connaissent un fort développement et opèrent grâce à une dérogation prévue par la directive MIF. Ces « dark pools » sont toutefois aussi un avatar des exceptions que les législations boursières nationales ont souvent prévues pour faciliter la négociation de blocs de titres. »

⁴ F.-R. BENOIS, « Le nouveau paradigme de la concurrence des marchés d'actions européens : paragon ou repoussoir ? », *op. cit.*, spéc. n° 15 : « En outre, des bassins « opaques » de liquidité ou « dark pools », au nombre de neuf, organisés sous le statut de MR ou plus fréquemment de SMN, utilisent certaines dérogations aux obligations de transparence de pré-transaction et sont généralement dédiés au traitement de bloc de titres, de manière anonyme. Cette pratique n'est cependant pas nouvelle puisque les MR offraient déjà, avant la directive MIF, la possibilité de traiter des blocs supérieurs à certains seuils, au prix correspondant à la fourchette moyenne pondérée par les volumes, ou des ordres dont seule une fraction des volumes était dévoilée (« iceberg orders »). Ces places diffèrent ainsi des marchés transparents dits « lit ». »

⁵ A.-C. MULLER, « Premier bilan après un an d'application de la MIF », *RDBF*, n° 2, mars 2009, comm. 69 : « L'avenir nous dira si les dark pools sont susceptibles d'atteindre une taille critique en se positionnant comme

d'appariement internes des ordres : le plus connu est le *Crossing Network*¹. Il s'agit d'un système d'appariement interne et discrétionnaire des ordres, assimilable à des systèmes d'internalisation simples non systématiques, géré par un prestataire de services d'investissement², non soumis aux exigences de transparence de la directive MIF, ni à la surveillance des régulateurs³. Il s'agit de « *prestataires qui appariant les ordres de leurs clients entre eux, sans se porter eux-mêmes contreparties, et qui n'agissent donc pas pour compte propre.* »⁴. Les *Crossing Networks* sont le plus souvent détenus par de grandes banques d'investissement. Ils se heurtent à l'objectif de transparence poursuivi en matière financière : ces systèmes parfaitement opaques s'opposent radicalement à l'objectif de transparence, en l'occurrence la transparence des prix⁵. Concernant spécifiquement les dérivés⁶, ils sont impactés par l'objectif de transparence poursuivi par le projet de révision de

complément aux autres marchés réglementés ou SMN. Mais il se peut également que les dark pools cannibalisent une partie d'un flux d'ordres existant, sans créer de liquidité supplémentaire. C'est alors la profondeur du marché et la qualité du processus de découverte de prix qui seront détériorés. »

¹ Concernant la comparaison entre *Dark pool* et *crossing network* : P. FLEURIOT, Rapport au Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers, févr. 2010, www.tresor.economie.gouv.fr, p. 19 à 21, spéc. p. 21 : « *Bien que non désignées par la MIF, les structures nommées « dark pools of liquidity » (litt. bassins de liquidité non transparents) s'insèrent dans le dispositif réglementaire mis en place par la MIF. En effet, il s'agit de plates-formes organisées (MR ou MTF) utilisant les dérogations aux obligations de transparence pré-négociation prévues par la directive ; les ordres y sont passés sans que les prix et les quantités correspondant aux intérêts acheteurs et vendeurs ou aux offres des intermédiaires aient été publiés préalablement. Les transactions en question font en revanche l'objet d'une publication post-négociation conformément aux dispositions de la directive. Plusieurs types de dark pools peuvent être distingués selon le mode de fixation des prix utilisés (prix importé : par ex. ITG Posit Now, ordres de taille importante : par ex. Turquoise, ou transactions négociées : par ex. Liquidnet Europe). Les crossing networks sont des systèmes d'appariement des ordres entre clients d'un même PSI ou d'un ensemble de PSI opérant un système commun de croisement des ordres d'achat et de vente transmis par leurs clients. Ils ne relèvent donc pas d'initiatives prises par les marchés organisés, MR ou MTF. Comme pour toutes les négociations de gré à gré, les transactions effectuées sur ces crossing networks font l'objet d'une publication post-négociation conformément à la directive MIF.* »

² M. ROUSSILLE, B. BRÉHIER, P. PAILLER, A.-C. ROUAUD, H. BOUCHETA, « « MIF II » : ce que pourrait coûter la transparence à tout prix. Réflexions sur les enjeux de l'obligation de transparence. », *op. cit.*, spéc. n° 5 : « *Ceci a conduit les prestataires de services d'investissement à développer la pratique dite du « crossing network », par laquelle ils exécutent (« croisent » ou « cross ») les ordres de ses clients dans leur système interne. En exploitant la brèche ouverte par la directive MIF, les prestataires sont ainsi dispensés d'avoir à communiquer les prix auxquels ils devront exécuter certaines transactions.* »

³ F.-R. BENOIS, « Le nouveau paradigme de la concurrence des marchés d'actions européens : paragon ou repoussoir ? », *op. cit.*, spéc. Annexes intitulées « Glossaire des abréviations et principaux termes anglais »

⁴ P. PAILLER, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers », *op. cit.*

⁵ Tous les rapports font état de l'objectif de transparence inévitable dans le cadre des projets de révisions de la MIF : Au sujet du Rapport de P. FLEURIOT fait au ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la directive sur marchés d'instruments financiers, février 2010, *op. cit.*, voir Th. BONNEAU, « Rapport Fleuriot », *RDBF*, n° 3, mai 2010, comm. 117 ; Au sujet du Rapport sur la révision de la directive MIF, 11 juin 2010, Groupe de travail de place présidé par J.-P. PINATTON et O. POUPART-LAFARGE, www.amf.org, voir A.-C. MULLER, « Rapport de place pour la révision de la directive MIF », *RDBF*, n° 6, nov. 2010, comm. 230

⁶ Le projet de révision de la MIF ne se limite pas aux dérivés. Parmi les points traités, il est question de la révision du champ d'application de la directive, du *Trading* haute fréquence, la transparence pré- et post-négociation et la régulation tant au stade de la négociation qu'au stade de la compensation. Sur ces points :

la MIF : il s'agit de l'obligation de négociation sur une plate-forme de négociation dédiée aux dérivés. Face à ce constat, un remède est envisagé : la visibilité des opérations et des obligations financières engendrées a été restaurée.

55. **La MIF II.** La nécessité de réviser la directive MIF est née du constat de l'opacité des dérivés conclus de gré à gré et du rôle qu'ils ont joué dans la crise financière. Le projet de révision de la MIF¹ a débuté dès 2010 dans le cadre de la régulation post-crise² et a été adopté en dernier lieu en juin 2014 par une directive et un règlement européens³. L'esprit de ce nouveau dispositif veut, d'une part, ramener les dérivés vers une négociation centralisée donc visible, transparente et par suite susceptible de contrôle et, d'autre part, pour les mêmes raisons soumettre les dérivés à une obligation de compensation centralisée⁴.

56. **La transparence et régulation.** D'un côté, des exceptions prévues par la MIF (négociation de bloc et prix de référence) ont constitué une brèche dans laquelle se sont engouffrés les *Dark Pools*. D'un autre côté, un espace en marge de la MIF (un autre lieu

P. PAILLER, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers », *op. cit. et loc. cit.*

¹ Exposé des motifs n° 1 de la proposition de directive du PE et du Cons. UE concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du PE et du Cons. UE (refonte) du 20 octobre 2011, COM(2011) 656 final, 2011/0298(COD), p. 1 : « La directive concernant les marchés d'instruments financiers (« la directive MIF »), en vigueur depuis novembre 2007, est l'un des piliers majeurs de l'intégration des marchés financiers de l'UE. Adoptée conformément au processus Lamfalussy, elle est composée d'une directive-cadre (directive 2004/39/CE), d'une directive d'exécution (directive 2006/73/CE) et d'un règlement d'exécution (règlement n° 1287/2006). La directive MIF définit un cadre réglementaire pour la prestation de services d'investissement concernant des instruments financiers (comme le courtage, le conseil, la négociation, la gestion de portefeuilles, la prise ferme, etc.) par des banques et des entreprises d'investissement et pour l'exploitation des marchés réglementés par des opérateurs de marché. Elle établit également les pouvoirs et obligations des autorités nationales compétentes par rapport à ces activités. [...] Concrètement, elle a supprimé la possibilité pour les États membres d'exiger que toutes les négociations concernant les instruments financiers se déroulent sur des bourses traditionnelles et a permis la concurrence à l'échelle européenne entre ces bourses et d'autres plates-formes de négociation. Elle a également créé pour les banques et entreprises d'investissement un « passeport » consolidé leur permettant d'offrir des services d'investissement dans toute l'UE, suivant des exigences d'organisation et d'information, ainsi que des règles exhaustives conçues pour assurer la protection des investisseurs »

² *Ibid.*, p. 2 : « La révision de la directive MIF fait dès lors partie intégrante des réformes visant à mettre en place, en réponse à la crise financière, un système financier plus sûr, plus solide, plus transparent et plus responsable, fonctionnant au service de l'économie et de la société dans son ensemble, ainsi qu'à garantir un marché financier de l'UE plus intégré, plus efficace et plus concurrentiel. Il s'agit également d'un moyen essentiel pour respecter l'engagement pris au sein du G-20 d'agir à l'égard des domaines les moins réglementés et les plus opaques du système financier et d'améliorer l'organisation, la transparence et la surveillance de plusieurs segments du marché, notamment les instruments qui sont surtout négociés de gré à gré, en complément de la proposition de règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux. »

³ Directive MIF 2, *op. cit.*, et règlement MIF 2, *op. cit.* L'entrée en vigueur des dispositifs est prévue le 3 janvier 2017. Pour la directive, la transposition par les États membres doit intervenir avant le 3 juillet 2016.

⁴ Art. 1.1 du règlement EMIR

d'exécution) a été exploité créant ainsi les *Crossing Networks*. Or, la transparence¹ est une stricte nécessité pour la sécurité des marchés. Ainsi, des mesures concernant les *Dark Pools* et les *Crossing Networks* sont adoptées pour lutter contre l'opacité des marchés.

Les *Dark Pools*. Concernant les *Dark Pools*, la proposition de refonte de la directive MIF opte pour l'encadrement des dérogations maintenues au principe de transparence ouvertes en 2004². Il est proposé que ces dérogations soient l'œuvre d'un acte délégué de la Commission³ et d'une décision de l'AEMF⁴. De la même manière, l'obligation de transparence post-négociation est maintenue : la taille et le type de transactions déterminent l'autorisation de publication différée⁵. L'efficacité de la transparence post-négociation implique que celle-ci soit centralisée. La proposition de directive exige un agrément préalable à la fourniture des services de communication de données par les prestataires exploitants un dispositif de publicités agréé⁶. Ces prestataires sont recensés dans un registre public⁷.

Les *Crossing Networks*. Concernant les *Crossing Networks*, la directive MIF 2 prend acte de l'occupation de ce nouvel espace en optant pour la création d'un nouveau type de marché : le système organisé de négociation (*Organized Trading Facilities*). La méthode consiste à définir plus généreusement les marchés organisés (*Organized Trading Facility* – systèmes organisés de négociation) qui coexistent aux côtés des marchés réglementés et des

¹ Proposition de directive MIF 2, *op. cit.*, p. 2 « *La révision de la directive MIF fait dès lors partie intégrante des réformes visant à mettre en place, en réponse à la crise financière, un système financier plus sûr, plus solide, plus transparent et plus responsable, fonctionnant au service de l'économie et de la société dans son ensemble, ainsi qu'à garantir un marché financier de l'UE plus intégré, plus efficace et plus concurrentiel.* » ; F.-R. BENOIS, « Le nouveau paradigme de la concurrence des marchés d'actions européens : paragon ou repoussoir ? », *op. cit.*, spéc. n° 55 : « *La transparence est une notion essentielle du droit financier car elle est perçue comme un compromis vertueux entre le foisonnement stérilisant des interdits et un « laisser-faire » qui peut faciliter l'obtention d'avantages indus. Une information claire et accessible donne aux investisseurs la faculté d'un choix éclairé r permet aux régulateurs de mieux détecter et sanctionner les comportements nuisibles à l'ordre public ; elle devient ainsi un moyen d'endogénéisation de l'intérêt public et de responsabilisation des acteurs.* »

² Les opérateurs ont eu l'occasion de se prononcer sur l'avantage de recourir au *Dark Pools*. Le Crédit Agricole Cheuvreux a saisi cette occasion en communiquant ses remarques le 30 avril 2010 (disponible sur www.cheuvreux.com). En substance, l'entreprise souligne qu'un *Dark Pool* permet de respecter l'anonymat des participants tout en permettant une exécution rapide, et ce même si cela a un coût. Par ailleurs, un *dark pool* est un vecteur de liquidité. En ce sens, B. BRÉHIER, « Éclairage. Un peu de lumière sur les *Dark Pools* », *op. cit.*, p. 456 : « *Les Dark Pools présentent un certain nombre d'avantages, dont le principal est d'assurer au client anonymat et totale discrétion de sa stratégie d'investissement, et donc d'éviter, en théorie, que les ordres de grande taille ne viennent impacter le cours des valeurs dans un sens contraire à l'intérêt de l'investisseur.* »

³ Art. 4.3 de la proposition de règlement MIF 2

⁴ Art. 4.2 de la proposition de règlement MIF 2

⁵ Art. 6 de la proposition de règlement MIF 2

⁶ Art. 61 de la proposition de directive MIF 2

⁷ Art. 61 de la proposition de directive MIF 2

systèmes multilatéraux de négociation (*Multilateral Trading Facility*) et d'appliquer une exigence commune de transparence de pré- et post-négociation¹, quel que soit la plate-forme de négociation, dans la mesure où chacune d'entre elles assure une exécution des transactions non discrétionnaires, c'est-à-dire selon des règles prédéterminées². La méthode employée est simple : il s'agit de la qualification juridique d'un événement factuel *a posteriori* subordonnant la mise en œuvre d'un régime à ce nouvel espace de négociation exploité par les *Crossing Networks*³. Le but est d'intégrer les flux de liquidité qui s'échappait sur les *Crossing Networks*⁴. L'obligation de transparence est naturellement étendue à ce système organisé de négociation. Ce système organisé de négociation est défini comme « *un système multilatéral [...] au sein duquel de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers [...] peuvent interagir d'une manière qui aboutisse à la conclusion d'un contrat* »⁵. Plus spécifiquement, des améliorations ciblées relatives à la négociation sont projetées : il s'agit des dérivés négociés de gré à gré.

57. L'obligation de négociation sur une plate-forme de négociation pour les instruments dérivés. La MIF II tente de mettre en place des « améliorations ciblées » concernant les dérivés négociés de gré à gré⁶. La crise a laissé des traces : si la directive MIF

¹ A.-C. MULLER, « Marchés d'instruments financiers », *op. cit. et loc. cit.*

² Exposé des motifs n° 3.4.1 de la proposition de directive MIF 2, *op. cit.*, p. 6 : « *Un des objectifs principaux de la proposition est de garantir que toutes les activités de négociation organisées sont menées sur des plates-formes de négociation réglementées : marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation (MTF) et systèmes organisés de négociation (OTF). Des exigences de transparence pré- et post-négociation identiques s'appliqueront à l'ensemble de ces plates-formes. De la même manière, les exigences en ce qui concerne les aspects organisationnels et la surveillance du marché applicables aux trois systèmes sont presque identiques. Ainsi, des conditions de concurrence équitables seront garanties dans les différents systèmes au sein desquels se déroulent des activités fonctionnellement similaires et qui mettent en présence des intérêts de tiers. Il importe néanmoins de noter que les exigences de transparence seront adaptées aux différents types d'instruments, notamment les actions, les obligations et les instruments dérivés, et aux différents types de marchés, qu'ils soient dirigés par les ordres ou par les prix.* » ; Art. 4§1, point 24 de la directive MIF 2

³ P. PAILLER, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers », *op. cit.*, spéc. n° 23 : « *Ce nouveau système, organisé à défaut d'être multilatéral, est destiné à doter d'un statut les crossing networks.* »

⁴ A.-C. MULLER, « Marchés d'instruments financiers », *op. cit. et loc. cit.* : « *Le premier changement important est celui relatif à la prise en compte de la structure de marchés. L'objectif est l'intégration des flux de liquidité négociés en mettant un ordre acheteur et un ordre vendeur en face à face (les Crossing Networks) au sein de lieux d'exécution encadrés alors qu'ils ne l'étaient pas dans la version précédente de la MIF. Baptisés OTF, pour Organised Trading Facility (en français système organisé de négociation), ces systèmes viennent compléter les lieux d'exécution précédemment réglementés que sont les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation, ou MTF, et les internalisateurs systématiques.* »

⁵ Art. 4§1, point 23 de la directive MIF 2

⁶ Proposition de directive MIF, *op. cit.*, p. 2 : « *Il s'agit également d'un moyen essentiel pour respecter l'engagement pris au sein du G-20 d'agir à l'égard des domaines les moins réglementés et les plus opaques du système financier et d'améliorer l'organisation, la transparence et la surveillance de plusieurs segments du marché, notamment les instruments qui sont surtout négociés de gré à gré, en complément de la proposition de règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.* »

avait mis de côté les dérivés négociés de gré à gré en raison de leur faible liquidité, ils se sont révélés à l'occasion de la crise financière être de fabuleuses figures accélératrices de catastrophes systémiques. Si la mesure contenue dans la MIF 2 n'a pas la même importance que l'obligation de compensation auprès d'une chambre de compensation prévue par le règlement EMIR, il n'en demeure pas moins qu'il s'agit d'une nouveauté¹. En réalité, l'importance de la réforme réside dans l'articulation de ces deux mesures. Les projets envisagent les difficultés générées par les dérivés sous deux angles : le premier est relatif à l'obligation de transparence ; le second est relatif à la marginalisation du pur gré à gré. La mesure phare est sans doute la seconde. Procédons chronologiquement.

L'extension de l'obligation de transparence concernant les actions aux dérivés.

D'abord, l'obligation de transparence applicable aux actions s'étend aux contrats financiers dérivés négociés de gré à gré² en les soumettant à une obligation de transparence pré-négociation³ et post-négociation⁴. Le principe de transparence applicable aux dérivés conclus de gré à gré souffre d'exceptions⁵.

De plus, il est nécessaire d'apporter des améliorations ciblées, d'une part, pour améliorer la surveillance et la transparence des marchés de dérivés sur matières premières afin de garantir leur fonction de couverture et de découverte des prix et, d'autre part, à la lumière des évolutions des structures et des technologies de marché, pour assurer une concurrence équitable et des marchés efficaces. »

¹ A. GAUDEMET, « Les obligations de négociation et de compensation », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, dossier 2, spéc. n° 13 : « Cette autre obligation, qui n'existe qu'à l'état de projet dans la proposition de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers, n'aura pas l'importance de la précédente pour deux raisons. D'abord parce que l'obligation de négociation n'a pas le même but que l'obligation de compensation. Le but de l'obligation de compensation est de limiter le risque de système. Le but de l'obligation de négociation est d'améliorer la transparence des marchés dérivés de gré à gré et l'aptitude des autorités de régulation à superviser ces marchés. En quoi d'ailleurs, l'obligation de négociation se rapproche davantage de l'obligation de déclaration à un référentiel central que de l'obligation de compensation par contrepartie centrale. »

² Exposés des motifs 3.4.4 de la proposition de règlement MIF 2, *op. cit.*, p. 9 : « Cette évolution se justifie par le fait que le niveau actuel de transparence de ces produits qui sont, dans la plupart des cas, des instruments négociés de gré à gré, n'est pas toujours jugé suffisant. Les dispositions prévoient de nouvelles exigences en matière de transparence pré- et post-négociation pour ces quatre groupes d'instruments. Les exigences en matière de transparence seront identiques sur les trois types de plates-formes de négociation (marchés réglementés, MTF et OTF), mais elles seront adaptées selon le type d'instrument négocié. »

³ Art. 7 de la proposition de règlement MIF 2 ; Art. 8 du règlement MIF 2

⁴ Art. 9 de la proposition de règlement MIF 2 ; Art. 10 du règlement MIF 2

⁵ Exposés des motifs 3.4.4 de la proposition de règlement MIF 2, *op. cit.*, p. 9 : « En ce qui concerne les exigences de transparence pré-négociation, les autorités compétentes seront d'abord en mesure de recourir à une dérogation pour certains types d'instruments, suivant le modèle de marché, la liquidité ou d'autres critères pertinents. Elles pourront également appliquer une série de dérogations différentes pour exempter certaines transactions des exigences de transparence. Dans les deux cas, en ce qui concerne les actions, les autorités compétentes devront informer l'AEMF de l'usage prévu pour les dérogations et l'AEMF rendra un avis sur la compatibilité de la dérogation avec les obligations légales. Le format et le niveau de détail des informations pré-négociation à fournir ainsi que les exceptions et les dérogations à ces exigences seront définis dans des actes délégués. » ; Art. 9 du règlement MIF 2

L'obligation de négociation de certains dérivés sur des plates-formes de négociation. Ensuite, le règlement MIF 2 exige que les négociations de dérivés négociés de gré à gré soient négociées sur une plate-forme de négociation¹ et compensées par une contrepartie centrale². Des critères doivent être dégagés pour déterminer quels sont les dérivés concernés par l'obligation de négociation sur une plate-forme de négociation ; c'est à l'AEMF que revient cette tâche. Elle est ainsi compétente pour déterminer les normes techniques d'exécution soumises à l'adoption de la Commission³. Les dérivés concernés par l'obligation de négociation doivent être au moins admis aux négociations sur un marché réglementé (un *Multilateral Trading Facilities* ou un *Organized Trading Facilities*) et présenter une liquidité suffisante⁴. L'obligation de négociation centralisée élargie constitue un argument qui défend la thèse selon laquelle l'obligation financière naît d'une opération de marché. Un second argument peut être avancé en ce sens : l'obligation de compensation par une contrepartie centrale.

B. La compensation centralisée de l'opération de marché

58. **Présentation.** L'exigence d'une compensation centralisée des opérations financières a été récemment revue en raison du règlement EMIR. Des mesures ont été présentées en octobre 2009 concernant le dispositif tendant à établir, pour les contrats dérivés, de la transparence et à réduire le risque crédit de la contrepartie ainsi que le risque de négociation⁵. Dès le 15 juin 2010, dans une résolution intitulée « Marchés de produits dérivés : actions politiques futures », le Parlement européen a demandé que les opérations sur contrats dérivés de gré à gré soient obligatoirement compensées et déclarées⁶. Concomitamment à la proposition concernant une régulation des ventes à découvert⁷, une proposition de règlement est intervenue à l'automne 2011⁸ avant d'être entérinée à l'été 2012 : le règlement EMIR¹.

¹ Art. 24 de la proposition de règlement MIF 2 ; Art. 28 du règlement MIF 2

² Art. 29 et 30 du règlement MIF 2

³ Art. 26.1 de la proposition de règlement MIF 2 ; Art. 30 du règlement MIF 2

⁴ Art. 26.2 de la proposition de règlement MIF 2 ; Art. 29 et 30 du règlement MIF 2

⁵ Considérant n° 2 du règlement EMIR : « Elle [la Commission] a précisé, dans sa communication du 3 juillet 2009 intitulée « Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides », le rôle joué par les produits dérivés dans la crise financière, et esquissé dans sa communication du 20 octobre 2009 intitulée « Mener des actions en faveur des marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides, les mesures qu'elle entendait prendre pour réduire les risques inhérents à ces produits. »

⁶ Considérant n° 9 du règlement EMIR

⁷ Proposal for a regulation on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps du PE et du Cons. UE, COM (2010) 482, sept. 2010 ; *RDBF*, nov. 2010, comm. 238, obs. Th. BONNEAU ; *Banque & Droit*, sept.-oct. 2010, n° 133, p. 45, obs. H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT-MARS et J.-P. BORNET

⁸ Proposition de règlement EMIR du 20 octobre 2011, *op. cit.* ; Proposal for a regulation on OTC derivatives,

Les rédacteurs de ce règlement ont poursuivi trois objectifs principaux concernant les dérivés conclus de gré à gré : premièrement, leur négociation sur un marché organisé ou sur une plate-forme électronique de négociation ; deuxièmement, leur compensation par une chambre *ad hoc* ou, à défaut la soumission de leurs utilisateurs à une exigence de fonds propres supplémentaires et ; troisièmement, leur *Reporting* auprès d'agences spécialisées (*Trade Repositories*). Les inspirations sont transatlantiques², à la différence près, que le règlement EMIR et ses suites³ ne concernent que les dérivés conclus de gré à gré⁴. Le constat est simple : les opérations conclues de gré à gré, en l'occurrence les dérivés, sont caractérisées par l'opacité la plus totale⁵. L'objectif est ainsi d'introduire de la visibilité, de la « transparence » pour ce type d'opérations financières. Les opérateurs déterminants quant à la poursuite de cet objectif sont les contreparties centrales (« *Central Counterparty* »)⁶ et les

central counterparties and trade repositories du PE et Cons. UE, *op. cit.*

¹ Règlement EMIR

² H. de VAUPLANE, « La réforme financière aux États-Unis », *Revue banque*, n° 727, sept. 2010, p. 82, spéc. p. 8 ; A.-C. MULLER, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *RDBF*, n° 3, mai 2011, comm. 119 : « *Les marchés n'ayant pas de frontières, les règles adoptées aux États-Unis sont susceptibles d'influencer la réglementation communautaire en cours d'élaboration, une convergence entre les deux corps de règles peut d'ailleurs être observée.* »

³ Th. BONNEAU, « Suites du règlement EMIR », *RDBF*, n° 2, mars 2013, comm. 77. Les suites du règlement EMIR visent trois règlements d'exécution complétant le règlement EMIR quant aux formats de déclaration et d'enregistrement et des lignes directrices de l'interopérabilité publiées par l'ESMA. Concernant ces trois règlements d'exécution, il s'agit : du règlement UE n° 1247/2012 du 19 décembre 2012 définissant les normes techniques d'exécution du format et de la fréquence des déclarations de transactions aux référentiels centraux conformément au règlement UE n° 648/2012 du PE et du Cons. UE sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, dit le règlement EMIR (JOUE n° L. 352, 21 décembre 2012, p. 20) ; du règlement UE n° 1248/2012 du 19 décembre 2012 définissant les normes techniques d'exécution en ce qui concerne le format des demandes d'enregistrement des référentiels centraux conformément au règlement UE n° 648/2012 du PE et du Cons. UE sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (JOUE n° L352, 21 décembre 2012, p. 30, comm. UE) ; du règlement UE n° 1249/2012 du 19 décembre 2012 définissant les normes techniques d'exécution du format des enregistrements à conserver par les contreparties centrales conformément au règlement UE n° 648/2012 du PE et du Cons. UE sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (JOUE n° L352, 21 décembre 2012, p. 32) et ESMA, *Guidelines for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements, Consultation paper*, 20 décembre 2012/ESMA/2012/852

⁴ Th. BONNEAU, « La réforme européenne des dérivés – Propos introductifs », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, dossier 1 ; A. GAUDEMET, « Les obligations de négociation et de compensation », *op. cit.* ; H. BOUCHETA, « Les nouvelles infrastructures : les contreparties centrales », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, dossier 4, spéc. n° 9 ; F. de BROUWER, « EMIR : un enjeu majeur pour les opérateurs de dérivés », *Bull. Joly Bourse*, 2013, n° 5, p. 263 ; S. SAINT-PE, « Commentaire – Le règlement EMIR et les produits dérivés non compensés : vue des asset managers », *Bull. Joly Bourse*, 2013, n° 1, p. 35

⁵ A. GAUDEMET, « Les obligations de négociation et de compensation », *op. cit.*, spéc. n° 3 : « *Le constat est simple : les dérivés sont des contrats dangereux, mais certains sont plus dangereux que d'autres. Les dérivés sont des contrats dangereux parce qu'ils reposent sur un effet levier : les parties peuvent s'y exposer à la variation de valeur d'un actif sous-jacent, sans acquérir l'actif en questions.* »

⁶ H. BOUCHETA, « Les nouvelles infrastructures : les contreparties centrales », *op. cit.* et *loc. cit.*

dépositaires centraux de données (« *Trade Repository* »)¹. Présentons la source des récentes modifications législatives : ses inspirations, son domaine et ses mesures phares.

59. **Les inspirations du règlement EMIR : EMIR vs. DODD-FRANK ACT².** « *Si l'Union européenne a EMIR, les États-Unis ont le Dodd-Frank Act* »³. La volonté des rédacteurs de ce règlement EMIR est de l'inscrire dans un environnement international. En ce sens, ils ne pouvaient guère nier ce que les autres pays avaient fait ou entendaient faire en matière de régulation de dérivés conclus de gré à gré⁴. « *À cet égard, la présente proposition est cohérente avec la législation sur les dérivés de gré à gré récemment adoptée par les États-Unis (le « Dodd-Frank Act »)* »⁵. La proposition européenne rejoint les dispositions du *Dodd-Frank Act* puisque lui aussi aboutit à « *soumettre les transactions passées sur le marché de gré à gré à une compensation obligatoire afin d'en connaître l'ampleur et d'être en*

¹ Th. BONNEAU, « Les trade repositories », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, dossier 5, spéc. n° 1 : « *Les référentiels centraux, également appelés « dépositaires centraux de données » ou « centres de conservation des données », sont plus connus sous leur dénomination anglaise : les trade repositories. Ils sont le support de l'obligation de reporting instaurée par le règlement EMIR et sont ainsi au service de la transparence des marchés qui est primordiale tant pour les acteurs que pour les autorités.* »

² H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *op. cit. et loc. cit.*, p. 339 ; H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de structure », *Bull. Joly Bourse*, 2011, n° 6, p. 384

³ Dodd-Frank Act Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 juillet 2010, Pub. L. 111-203, H.R.4173 ; Th. BONNEAU, « La réforme européenne des dérivés – Propos introductifs », *op. cit.* ; Th. BONNEAU, « Transparence et obligation de recourir à une contrepartie centrale », *RDBF*, n° 1, janv. 2011, comm. 33 : « *Publiée en même temps que la proposition de règlement concernant les ventes à découvert, la proposition de règlement concernant les dérivés constitue la concrétisation de réflexions antérieures reflétées par des communiqués et communications de la Commission européenne publiés en juillet et octobre 2009 et rejoint la réforme réalisée aux États-Unis avec la loi Frank-Dodd.* »

⁴ Proposition de règlement EMIR, *op. cit.*, p. 3 : « *La proposition de règlement est cohérente avec la législation américaine récemment adoptée au sujet des dérivés de gré à gré, dite Dodd-Frank Act. Cette législation a un domaine d'application largement identique. Elle contient des dispositions similaires exigeant la déclaration des contrats dérivés de gré à gré et la compensation des contrats éligibles. De plus, elle met en place des exigences de capital réglementaire et de marges strictes pour les dérivés de gré à gré qui restent compensés de manière bilatérale. Enfin, elle met en place un cadre réglementaire pour les référentiels centraux et améliore le cadre réglementaire actuel des CCP.* ». Le *Dodd Frank Act* concerne notamment la régulation des dérivés conclus de gré à gré. Au-delà, la réforme américaine concerne également la protection des consommateurs de produits et de services financiers, la régulation des *hedge funds*, les agences de notation, la création du Conseil de stabilité financière et des règles visant à limiter les activités pour compte propre des banques et de leurs filiales ou holdings (dite règle VOLKER) : sur ce point, voir A.-C. MULLER, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *op. cit.* ; H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *op. cit.*, spéc. n° 6 : « *La comparaison des deux textes présente un intérêt évident : de leur convergence ou de leur divergence dépendra l'impossibilité ou la possibilité pour les établissements actifs sur les marchés de dérivés de gré à gré d'opérer un arbitrage réglementaire entre les législations américaine et européenne, entraînant le cas échéant des déplacements d'activités.* »

⁵ Proposition de règlement EMIR, *op. cit.*, p. 3 ; V. à ce sujet A.-C. MULLER, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *op. cit.*

mesure de limiter les risques pour les investisseurs et pour le système financier »¹. L'idée est de permettre le contrôle par la visibilité de ces transactions en déterminant les intervenants concernés, en définissant ce que sont les produits dérivés, en imposant un *Reporting* et surtout en les soumettant à une compensation obligatoire.

60. **Le Dodd-Frank Act.** Le domaine du texte est délimité. La législation américaine soumet au dispositif toutes les entités financières (*Financial Entities*)². Toutes les autres entités non financières qui concluent de gré à gré des dérivés sont soumises en principe à l'obligation de compensation auprès d'une contrepartie centrale³. Cette obligation concerne tous les contrats standardisés dérivés prenant la forme de contrats d'option, de contrats à terme ou encore de contrats⁴. Une clause de « grand-père » accompagne le dispositif américain visant à soumettre à la compensation d'une contrepartie centrale les dérivés conclus de gré à gré ; cela signifie que seuls les dérivés conclus de gré à gré postérieurement à son entrée en vigueur sont soumis à cette obligation⁵. Le texte contient trois mesures essentielles sont l'obligation de faire compenser les dérivés conclus de gré à gré par une contrepartie centrale, la négociation obligatoire sur un marché organisé ou sur une plate-forme électronique et l'obligation de *Reporting*.

Première mesure : la compensation par une contrepartie centrale. Les dérivés conclus de gré à gré sont soumis à une obligation de compensation par une contrepartie centrale. Cela étant, la règle connaît des exceptions.

¹ *Ibid.*

² Sec. 723(a)(è)(C), p. 304 et 305 ; H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *op. cit.*, spéc. n° 21 : « *Le texte américain les désigne sous le nom « d'entités financières » (financial entities) et y inclut les swap dealers (négociateurs pour compte propre ou compte de tiers de dérivés de gré à gré), les major swap participants (autres intervenants majeurs sur les marchés de dérivés de gré à gré), les fonds mutuels d'investissement (commodity pool), les fonds privés, les plans d'épargne salariale et toutes les autres personnes ayant une activité bancaire ou financière prédominante, à l'exception seulement des entités bancaires ayant moins de 10 millions d'euros d'actifs et des pools de trésorerie des groupes de sociétés (captive finance companies).* »

³ Sec. 723 (a), p. 310. Des exceptions existent : les entités non financières peuvent échapper à cette obligation si les dérivés sont utilisés pour couvrir ou réduire le risque commercial et elles notifient aux autorités de tutelle les garanties prises en lieu et place de leur compensation par une contrepartie centrale.

⁴ Sec. 721 (a)(21), p. 291

⁵ H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *op. cit.*, spéc. n° 20

Le principe : la compensation par une contrepartie centrale. Pour ce qui est de la compensation des dérivés par une contrepartie centrale, le dispositif américain prévoit une standardisation et une compensation centralisée de certains dérivés. Il revient à la SEC et la CFTC de déterminer si les produits sont soumis ou non à l'obligation de compensation par une contrepartie centrale. Cette mesure n'élimine pas le risque intrinsèque au contrat financier : le risque est simplement déplacé. Le transfert des risques à la contrepartie centrale est un moyen de limiter le risque systémique¹.

Les exceptions au principe de compensation par une contrepartie centrale. Certains dérivés peuvent échapper à l'obligation de compensation auprès d'une contrepartie centrale, et ce pour plusieurs raisons. Premièrement, pour certains, il peut arriver qu'aucune contrepartie centrale ne veuille prendre en charge leur compensation. Deuxièmement, les conditions cumulatives nécessaires pour que la contrepartie puisse remplir cette mission peuvent être défailtantes. Troisièmement, certaines petites structures réglementées pourront être exemptées par les autorités de tutelle. Les contrats de change à terme ainsi que les *Swaps* de change pourront ainsi bénéficier d'une telle exemption de la part du secrétaire d'État au Trésor américain². Au-delà de l'obligation de compensation par une contrepartie centrale, il est exigé que les dérivés conclus de gré à gré soient négociés sur un marché organisé ou une plate-forme électronique dédiée.

Deuxième mesure : la négociation obligatoire sur un marché organisé ou sur une plate-forme électronique. Selon le législateur américain, les *Swaps*³ doivent, en application du *Dodd-Frank Act* et à compter de son entrée en vigueur, être négociés sur un marché organisé (*Board of Trade designated as a Contract Market*) ou sur une plate-forme électronique de négociation (*Swap Execution Facility or Security-Based Swap Execution*

¹ H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de structure », *op. cit.*, spéc. n° 7 : « Il faut en effet avoir à l'esprit que l'obligation de compenser les dérivés de gré à gré par CCP n'élimine pas le risque de contrepartie né de ces contrats, mais le reporte sur les CCP, qui sont censées être plus aptes à le contenir au moyen de mécanismes obligatoires de dépôt de garantie (deposit) et d'appels de marge (margin calls). De cette manière, elle concentre le risque de contrepartie sur les CCP et peut en faire autant de foyers de risque de système. »

² Sec. 721 (a)(21)(E)(i), p. 293. Sur ce point : H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *Bull. Joly Bourse*, 2011, n° 5, p. 339, spéc. n° 18

³ Sec. 721 (a)(21), p. 291 ; H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *op. cit.*, spéc. n° 18 : « Quant aux contrats concernés, d'abord, le texte américain vise dans une lourde formule énumérative tous les dérivés de gré à gré en forme de contrat d'option, de contrat à terme e de contrats « communément connus à présent ou dans l'avenir » sous le nom de swap, quel que soit le sous-jacent sur lequel ils portent. »

Facility)¹. La mesure est d'autant plus importante que son domaine d'application est large : tous les *Swaps*, toutes les entités même non financières. Cependant, des exceptions existent au principe de négociation des dérivés sur un marché organisé ou sur une plate-forme électronique de négociation : tout d'abord sont exclus en toute logique les dérivés pour lesquels il n'existe pas de lieu de négociation centralisée, puis les contrats insuffisamment liquides (*Illiquid Swap*) ou standardisés (*Bespoke Swaps*) et, enfin, les négociations de blocs dépassant un certain volume (*Block Trades*). Le dispositif vise la négociation, la compensation, mais également une obligation de *Reporting*.

Troisième mesure : l'obligation de *Reporting*. Tout comme le règlement EMIR impose une obligation d'information du dépositaire central de données des positions prises sur les marchés de dérivés, le *Dodd-Frank Act*, quant à lui, organise un *Reporting* de transactions. Les intervenants ont l'obligation de déclarer les dérivés conclus de gré à gré à un référentiel central. Dès lors que l'instrument financier dérivé est compensable, il doit être enregistré auprès d'une chambre de compensation, à défaut il doit l'être dans une base de données (*Swap Date Repository*).

61. **Le domaine du règlement EMIR.** La loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 sur la séparation et la régulation des activités bancaires transpose le contenu du règlement EMIR en droit interne. Ce règlement instaure une obligation de compensation des dérivés conclus de gré à gré par une contrepartie centrale. Tant l'obligation de compensation par une contrepartie centrale que l'obligation de *Reporting* assurent la visibilité du risque crédit afférent aux obligations financières. Cette réforme est une réaction à la crise financière de 2007², le *Dodd-Frank Act*³. La mise en place des obligations poursuit un objectif de prévention des

¹ Respectivement : Sec. 723, p. 312 et Sec. 721 (a)(21), p. 295, Sec. 761 (a)(6), p. 383 et 384

² A. GAUDEMET, « La réforme des marchés dérivés de gré à gré : les causes d'un retard », *D.*, 2010, p. 1038 : « Prêcher la vertu en matière de dérivés de gré à gré, nul n'en est avare à présent que la crise financière a passé. Il est indéniable que ces contrats, et tout particulièrement les contrats de credit default swap, ont contribué à favoriser ou tout au moins à propager la crise financière actuelle : au cours de l'année 2008, ils ont participé à la déconfiture d'établissements financiers comme Bear Sterns, Lehman Brothers et AIG ; récemment encore, ils ont contribué à aggraver les conditions d'endettement déjà éprouvées de l'État grec. Tout le monde s'accorde à présent à dire que les marchés dérivés de gré à gré sont des marchés opaques, et par voie de conséquence insuffisamment réglementés, et par voie de conséquence risqués, et par voie de conséquence enfin source d'un risque de système, c'est-à-dire d'un risque de défaillance en chaîne des intermédiaires composant le système financier. »

³ Dodd-Frank Act Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 juillet 2010, Pub. L. 111-203, H.R.4173 ; Considérant n° 6 du règlement EMIR : « La Commission procédera à des contrôles et mettra tout en œuvre pour que les partenaires internationaux de l'Union donnent suite à ces engagements de la même manière. La Commission devra coopérer avec les autorités des pays tiers dans la recherche de solutions favorables pour

risques : « *mesurer, de contrôler et de réduire le risque opérationnel et de crédit* »¹. Le règlement vise les contreparties centrales et non les chambres de compensation, alors que ces dernières peuvent parfaitement être des contreparties centrales. L'article premier du règlement est clair : « *Le présent règlement instaure des obligations de compensation et de gestion bilatérale du risque concernant les dérivés de gré à gré ainsi que des obligations de déclaration pour les contrats dérivés et des obligations uniformes concernant l'exercice des activités de contreparties centrales et de référentiels centraux* »².

62. La compensation centralisée assurée par une contrepartie centrale. La compensation centralisée par une contrepartie centrale est une obligation pour certains dérivés conclus de gré à gré. Cette mesure a suscité des discussions et a nécessité de faire un choix.

L'obligation. Les opérateurs³ (institutions financières ou *Financial Counterparty*⁴) qui sont parties à ces contrats financiers (dérivés conclus de gré à gré⁵) auront l'obligation de faire compenser⁶ les opérations par une chambre de compensation⁷, c'est-à-dire une contrepartie centrale⁸. Cette mesure a pour but de reporter le risque de contrepartie sur les contreparties centrales.

toutes les parties afin d'assurer la cohérence entre le présent règlement et les exigences fixées par les pays tiers, évitant ainsi toute possibilité de double emploi à cet égard. [...] » ; Considérant n° 7 du règlement EMIR : « Pour ce qui est de la reconnaissance des contreparties centrales des pays tiers, et conformément aux obligations internationales contractées par l'Union dans le cadre de l'accord instituant l'Organisation mondiale du commerce, y compris l'accord général sur le commerce des services, les décisions établissant l'équivalence des régimes juridiques des pays tiers au régime juridique de l'Union ne devraient être adoptées que si le régime juridique du pays tiers prévoit un système effectif et équivalent pour la reconnaissance des contreparties centrales agréées en vertu de régimes juridiques étrangers, conformément aux objectifs et aux normes de réglementation généraux fixés par le G-20 en septembre 2009, à savoir améliorer la transparence sur les marchés des produits dérivés, réduire le risque systémique et assurer une protection contre les abus de marché. » et Considérant n° 90 du règlement EMIR : « Il est important d'assurer la convergence, à l'échelle internationale, des obligations imposées aux contreparties centrales et aux référentiels centraux. Le présent règlement suit les recommandations existantes conçues par le comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV), tout en notant que les principes du CSPR-OICV applicables à l'infrastructure des marchés financiers, qui inclut les contreparties centrales, ont été établis le 16 avril 2012. [...] »

¹ Th. BONNEAU, « Transparence et obligation de recourir à une contrepartie centrale », *op. cit. et loc. cit.*

² Art. 1.1 du règlement EMIR

³ Art. 2.8 du règlement EMIR

⁴ Art. 1.8 du règlement EMIR

⁵ Art. 1.5 et 1.7 du règlement EMIR

⁶ Art. 1.3 du règlement EMIR

⁷ Art. 3.1 de la proposition de règlement EMIR

⁸ Art. 2.1 de la proposition de règlement EMIR

Les discussions. Cette mesure a été l'occasion de nombreuses discussions animées par une question centrale : si les contreparties centrales doivent incontestablement remplir une fonction d'encadrement, il convient alors de déterminer la nature de cet encadrement, mais aussi de déterminer les mesures nécessaires constituant un compromis entre la sécurité et la concurrence des marchés¹. Il y a deux réponses à cette question. La première est donnée avant la crise des *Subprimes*, la seconde après.

Première réponse. Avant la crise financière de l'été 2007, la Commission avait proposé un code de bonne conduite sans caractère contraignant, orienté essentiellement sur la transparence des prix, l'interopérabilité entre infrastructures et la séparation comptable. Autrement dit, ce code de bonne conduite était guidé par des impératifs issus du droit de la concurrence². Cette proposition s'est avérée insuffisante, car elle ne comportait aucune mesure de nature à promouvoir la solidité des contreparties centrales et la sécurité des marchés³.

Seconde réponse. Après la crise financière de l'été 2007, la Commission a emprunté une voie bien plus ferme en affichant la conviction de la nécessité d'une intervention en faveur de la solidité du système. Au stade des discussions préfigurant le règlement EMIR, il a été proposé d'adopter un texte relatif aux différentes infrastructures post-marché⁴.

Le choix. La réponse apportée est intermédiaire puisque la Commission a opté pour l'intégration du dispositif relatif aux contreparties centrales, ne se limitant pas aux seuls dérivés de gré à gré, dans le règlement EMIR. L'obligation faite aux opérateurs de soumettre la compensation⁵ de leurs opérations à une contrepartie centrale ne concerne que « *certaines contrats dérivés standardisés OTC* »⁶. Les contrats dérivés standardisés *OTC* sont déterminés selon deux approches : l'une dite « ascendante » (*Bottom-up Approach*), l'autre dite

¹ H. BOUCHETA, « Les nouvelles infrastructures : les contreparties centrales », *op. cit.*, spéc. n° 2 : « Dans ces conditions et compte tenu du rôle grandissant qu'elles sont amenées à jouer dans les prochaines années, il est indispensable que les CCP fassent l'objet d'un encadrement, lequel doit être à la fois spécifique et approprié. Mais quelle forme doit revêtir cet encadrement et quelles sont les mesures à prendre pour assurer la sécurité du système tout en encourageant la création d'un environnement concurrentiel idoine ? »

² *Ibid.*

³ H. BOUCHETA, « Le code de bonne conduite est-il suffisant ? », *Revue Banque*, n° 686, déc. 2006, p. 26

⁴ H. BOUCHETA, « Les nouvelles infrastructures : les contreparties centrales », *op. cit.*, spéc. n° 2

⁵ Art. 2.3 de la proposition de règlement EMIR

⁶ Th. BONNEAU, « Transparence et obligation de recourir à une contrepartie centrale », *op. cit.* et *loc. cit.* ; Art. 4 du règlement EMIR

« descendante » (*Top-Down Approach*). Ces deux méthodes ont pour objectif de désigner les contrats soumis ou non à l'obligation de compensation par une contrepartie centrale.

Première méthode : *Bottom-up Approach*. La première méthode permettant de désigner les contrats dérivés concernés soumis à une obligation de compensation par une contrepartie centrale. Selon cette méthode, il s'agit d'une demande qui émane des contreparties centrales à destination de l'AEMF afin qu'elle décide d'imposer cette obligation de compensation par une contrepartie centrale pour une certaine catégorie de contrats dérivés¹.

Seconde méthode : *Top-Down Approach*. La seconde méthode repose sur la décision de l'AEMF qui décide de l'opportunité de la compensation pour une certaine catégorie de dérivés². La proposition faisait la différence entre, d'une part, les catégories de produits dérivés³ soumises à compensation en vertu de la mise en œuvre de l'une ou l'autre des méthodes prévues et, d'autre part, les produits dérivés de gré à gré⁴ non compensés par une contrepartie centrale⁵. Cette proposition a été retenue : « *Pour que cette obligation de compensation réduise effectivement le risque systémique, il faut définir un processus d'identification des catégories de produits dérivés qui devraient y être soumises. Ce processus devrait tenir compte du fait que les contrats dérivés de gré à gré compensés de manière centralisée ne peuvent pas tous être considérés comme pouvant être soumis à une telle obligation* »⁶. Si le dispositif est heureux, il convient néanmoins de souligner que l'obligation de compensation n'est pas, pour certains dérivés, une réponse adaptée⁷.

¹ A. GAUDEMET, « Les obligations de négociation et de compensation », *op. cit.* et *loc. cit.* : « Une approche dite « ascendante » (bottom-up), dans laquelle les contreparties centrales sollicitent de l'AEMF qu'elle impose la compensation de certaines catégories de contrats. »

² *Ibid.* : « Une approche dite « descendante » (top-down), dans laquelle l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) détermine les catégories de contrats soumis à l'obligation de compensation et impose le cas échéant la compensation de catégories de contrats qui ne seraient pas spontanément compensées par les contreparties centrales. »

³ Art. 2.6 du règlement EMIR

⁴ Art. 2.7 du règlement EMIR

⁵ Art. 11 du règlement EMIR

⁶ Considérant n° 15 du règlement EMIR

⁷ Monsieur le Professeur A. GAUDEMET a eu l'occasion de démontrer les limites de cette obligation à l'égard des *Credit Default Swaps*. A. GAUDEMET, « Les obligations de négociation et de compensation », *op. cit.*, spéc. n° 10 : « *Compenser des contrats de credit default swap, n'est pas comme compenser des contrats à terme ou des contrats d'option, qui est une activité connue. Les contrats de credit default swap sont sujets à un phénomène dit de « saut vers le défaut » (jump to default) : lorsque le débiteur pris pour référence dans un contrat de credit default swap se rapproche de la survenance de l'événement crédit, la valeur de marché du*

63. **La loi de séparation des activités bancaires.** La loi de séparation des activités bancaires a intégré en droit interne le dispositif EMIR. Trois axes essentiels peuvent être dégagés au sujet de l'obligation de compensation des dérivés conclus de gré à gré par une contrepartie centrale. D'abord, la loi définit ce que sont les contreparties centrales conformément à l'approche européenne. Ensuite, des mesures sont prises pour assurer la supervision des contreparties centrales dans la mesure où si elles permettent de réduire le risque systémique, elles s'exposent elles aussi aux risques de contreparties¹. Enfin, le règlement général de l'AMF a dû être réécrit.

D'abord, la définition de la contrepartie centrale. L'article L. 440-1 alinéa 1 du Code monétaire et financier fait expressément référence au règlement EMIR pour la définition des chambres de compensation : « *Les chambres de compensation sont les contreparties centrales définies au 1 de l'article 2 du règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux* ». Or, l'article 2.1 du règlement EMIR définit les chambres de compensation, c'est-à-dire les contreparties centrales, comme « *une personne morale qui s'interpose entre les contreparties à des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur* ».

Ensuite, les mesures de supervision des chambres de compensation. Si les chambres de compensation permettent de réduire le risque de contrepartie, elles le subissent

*contrat de credit default swap augmente brutalement et entraîne en conséquence des appels de marge importants en direction de la partie qui a vendu la protection contre le risque de crédit ; cette partie peut alors être amenée à liquider d'autres positions pour faire face aux appels de marge, avec le risque d'enclencher une spirale baissière, ou même être incapable de faire face aux appels de marge. Autrement dit, la technique traditionnelle des appels de marge ne pas de « capturer » ni de couvrir efficacement le phénomène de « saut vers le défaut » propre aux contrats de credit default swap. » ; D. DUQUERROY, M. GEX et N. GAUTHIER, « Credit default swaps et stabilité financière : quels risques ? quels enjeux pour les régulateurs ? », *Revue de stabilité financière*, n° 13, sept. 2009, p. 85 et le graphique p. 86 : « *Les appels de marge ne peuvent couvrir le phénomène de jump to default. La gestion et le calibrage des appels de marge dans le cas des CDS se heurtent à certains risques spécifiques. Il est en effet extrêmement difficile aux appels de collatéral sur contrats de CDS de capturer et d'atténuer efficacement le risque de contrepartie à l'approche d'un défaut. Un événement de crédit est précédé d'un phénomène de jump to default, augmentation brutale de la prime de CDS et donc de la valeur de marché du contrat. Le graphique 2 illustre ce phénomène spécifique au marché du CDS. Dans ce cas de figure, le niveau du collatéral a donc de fortes chances d'être insuffisant pour absorber cette hausse et le délai trop court pour permettre à l'acheteur de protection d'ajuster son appel de marge. Les pertes encourues suite au défaut d'une contrepartie vendeuse peuvent donc devenir substantielles pour l'acheteur de protection, en dépit des pratiques de collatéralisation.* »*

¹ P. PAILLER, « De nouvelles règles pour les chambres de compensation », *RDBF*, n° 6, nov. 2013, dossier 53, spéc. n° 1

aussi ; c'est la raison pour laquelle des mesures de supervision des chambres de compensation ont été établies. En effet, au-delà de l'agrément¹, elles sont soumises au contrôle de la BDF². Leurs règles de fonctionnement doivent être approuvées par l'AMF³ tout comme l'institution peut refuser à une entreprise de marché d'accéder à une chambre de compensation en raison de la création ou de l'aggravation du risque systémique⁴.

Enfin, la mise en conformité du règlement général de l'AMF avec le dispositif EMIR. Le règlement général de l'AMF a dû être modifié. Les exigences de supervision, de gouvernance et d'organisation des chambres de compensation ont notamment été réécrites.

64. **L'obligation d'information du dépositaire central de données des positions prises sur les marchés de dérivés.** « Pour avoir une vision d'ensemble du marché et pour évaluer le risque systémique, il serait souhaitable que tous les contrats dérivés, qu'ils soient ou non compensés par une contrepartie centrale, soient déclarés aux référentiels centraux »⁵. Ainsi, les parties à un contrat dérivé ont également l'obligation d'informer un dépositaire central de données des positions prises sur les marchés dérivés, sans distinction quant à la catégorie de contrats⁶. Les Trade Repositories sont les supports de cette obligation de Reporting ; on dit d'eux qu'ils sont un « rouage de surveillance des opérations de gré à gré sur instruments dérivés »⁷. Il s'agit d'octroyer aux autorités de régulation une visibilité sur les dérivés conclus de gré à gré, bien que n'entrant pas dans les critères objectifs qui conditionnent l'obligation de compensation auprès d'une contrepartie centrale⁸. L'information constitue un palliatif à l'absence d'intervention d'une contrepartie centrale. En d'autres termes, il s'agit d'un moyen pour contrecarrer l'opacité préjudiciable aux marchés⁹.

¹ Art. L. 440-1 al. 2 du C. mon. fin.

² Art. L. 141-4 du C. mon. fin.

³ Art. L. 440-1 al. 5 du C. mon. fin.

⁴ Art. L. 440-3 du C. mon. fin.

⁵ Considérant n° 43 du règlement EMIR

⁶ Art. 9 du règlement EMIR

⁷ Th. BONNEAU, « Les trade repositories », *op. cit.*, spéc. n° 2

⁸ J. PELLET, « Les obligations de déclaration dans EMIR », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, dossier 3

⁹ F. de BROUWER, « EMIR : un enjeu majeur pour les opérateurs de dérivés », *op. cit.*, p. 263 : « L'obligation de déclaration (reporting) à des référentiels centraux (trade repositories) concernera tant les dérivés cotés que les dérivés non-cotés. »

Conclusion de la section I

65. Vraisemblablement, l'obligation financière naît indistinctement d'une opération négociée sur un marché réglementé ou d'une opération conclue de gré à gré. Il convient de ne pas distinguer là où la directive *Collateral* ne distingue pas. Soumettant désormais certains dérivés à une obligation de négociation et de compensation centralisées, les récentes réformes ont sérieusement réduit le périmètre dédié aux opérations purement conclues de gré à gré et ont redessinées les contours de la notion d'opération de marché. En réalité, une opération de marché est aujourd'hui une opération financière caractérisée par une négociation ou une compensation centralisée. Sa négociation est assurée sur un marché réglementé ou organisé et/ou sa compensation est assurée par une contrepartie centrale. Par conséquent, comme une obligation financière est une obligation afférente à des instruments financiers qui sont soit négociés sur un marché réglementé ou organisé, soit qui font l'objet d'un enregistrement par une chambre de compensation et d'appel de marges périodiques, alors l'obligation financière naît d'une opération de marché. Le caractère financier de cette obligation repose sur l'identification de sa source. L'obligation financière se distingue d'une obligation de droit commun, car elle mobilise soit pour sa formation, soit pour son exécution des entités du système financier : ses marchés et ses infrastructures.

SECTION II. LE FAIT GÉNÉRATEUR DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE

66. **Plan.** Nous avons démontré qu'une obligation financière naît d'une opération de marché. Puisque l'obligation financière naît d'une opération de finance de marché, alors le fait générateur de l'opération de marché détermine celui des obligations financières. Ainsi, dans le cadre de l'étude du fait générateur de l'obligation financière, il convient alors d'exposer les différentes théories des sources de l'opération de marché. Certains faits générateurs doivent être exclus (§1), un doit être retenu (§2).

§1. Les faits générateurs exclus de l'obligation financière

67. **Plan.** L'obligation financière trouve sa source dans l'opération de finance de marché. Ainsi, déterminer la source de l'obligation financière revient à s'interroger sur celle de l'opération de marché. Lorsque les obligations financières sont afférentes à une opération de marché, la contrepartie centrale est un temps créancière de l'obligation financière. L'étude de

l'exigibilité des obligations financières est alors dirigée par le rapport d'obligation existant entre les opérateurs et la chambre de compensation. Ainsi, l'exigibilité des obligations financières est justifiée par l'existence de deux contrats symétriques conclus par chacun des intermédiaires envers la chambre de compensation. Pour démontrer que l'exigibilité des obligations financières n'est possible qu'en raison de l'existence de deux contrats symétriques conclus par chacun des intermédiaires envers la chambre de compensation, il convient d'abord de rejeter l'existence d'un contrat entre l'intermédiaire et le marché (1), avant de démontrer ce en quoi l'étude des obligations financières permet d'y adhérer (2).

A. L'exclusion du fait générateur contractuel

68. **Plan.** Puisque l'obligation financière naît d'une opération de marché, alors ses fondements sont ceux de l'obligation financière. La doctrine est unanime : une opération de marché n'est pas un contrat, ni avec le marché, ni avec la chambre de compensation. Ainsi, le fait générateur de l'obligation financière n'est ni un contrat conclu avec le marché (1), ni un contrat conclu avec la chambre de compensation (2).

1. Le rejet de l'existence d'un contrat avec le marché

69. **L'opération de marché présentée comme un contrat avec le marché.** Cette analyse appartient à Monsieur le Professeur D. ROBINE. Selon lui, l'opération de marché est un contrat entre le donneur d'ordres et le marché. L'étude du régime des obligations financières permet de rejeter cette analyse.

L'opération de marché, un contrat avec le marché. Présentation de l'analyse. Selon l'auteur, la chambre n'est pas partie à l'opération de marché : ce n'est pas la chambre qui s'interpose, mais le marché lui-même¹. La contrepartie attendue est celle du marché². Pour cet auteur, le marché est une universalité de droit sans sujet. Rejetant ainsi la théorie personnaliste du patrimoine défendue par AUBRY et RAU, le marché est alors « *des ensembles de droits et de dettes dans lesquels les droits répondent aux dettes* »³. Les

¹ D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, Thèse Paris I, 2000, Préf. P. Le Cannu, LGDJ, 2003, Biblio. Droit Privé, t. 400, n^{os} 373 et suiv., p. 204 et suiv.

² *Ibid.*, n^o 376, p. 204

³ *Ibid.*, n^o 373, p. 204

obligations ne lient plus les personnes, mais les patrimoines¹. La phase de conclusion de la transaction donnerait lieu à des avant-contrats conclus entre les intermédiaires², chaque partie s'engage unilatéralement sans bénéficier de la symétrie de promesses croisées. L'enregistrement de l'opération par la chambre de compensation jouerait le rôle, dans le cadre des promesses de contracter, de la levée d'option par le marché³. Chaque intervenant est alors lié avec le marché, une fois le contrat devenu définitif par la levée d'option du marché. Il convient de confronter cette analyse à l'absence de force obligatoire de la promesse unilatérale de vente.

L'analyse confrontée à l'absence de force obligatoire de la promesse unilatérale de vente. Selon cet auteur, « *chaque partie à la négociation recherche donc un engagement ferme en sens inverse, sans pouvoir, ni vouloir, pour autant conclure un contrat synallagmatique définitif. Il apparaît, alors, qu'il existe entre les deux parties à la négociation une promesse unilatérale de vente et une promesse unilatérale d'achat croisées* »⁴. Une première remarque peut être formulée : comment peut-on envisager de conclure un engagement ferme et souscrire à une promesse unilatérale, quand bien même celle-ci serait croisée avec une autre de sens inverse, compte tenu de l'état du droit positif au sujet des promesses unilatérales de vente ? Malheureusement, on sait bien que le promettant a toujours la possibilité de se rétracter avant la levée d'option du bénéficiaire⁵. L'impérative sécurité des transactions oblige de principe à rejeter une telle qualification en raison du droit positif permettant au promettant de se rétracter avant la levée d'option du bénéficiaire. Plus

¹ A.-C. ROUAULT, *Contribution à l'étude de l'opération de marché étude de droit des marchés financiers*, Thèse Paris I, 2008, Préf. J.-J. DAIGRE, IRJS éditions, Biblio. de l'institut de recherche juridique de la Sorbonne – André Tunc, t. 26, n° 480, p. 299

² D. ROBINE, *op. cit.*, n° 386, p. 211 : « [...] s'il est vrai qu'aucun contrat définitif ne peut intervenir avant l'enregistrement de l'opération, rien ne s'oppose à ce que les parties concluent un avant-contrat dans l'attente de l'accomplissement de cette formalité [l'enregistrement]. »

³ *Ibid.*, n° 388, p. 212 : « [...] l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation des négociations ajustées vaut levée d'option par le marché. ». Cette analyse fait l'économie de la faiblesse de la force obligatoire de la promesse unilatérale de contracter soumise au bon vouloir d'un promettant qui déciderait de se rétracter avant la levée d'option par le bénéficiaire.

⁴ *Ibid.*, n° 387, p. 212

⁵ Civ. 3^{ème}, 15 décembre 1993 ; n° 91-101.99, *Bull. civ. III*, n° 174, p. 115 ; *D.* 1994, 507, note BENAC-SCHMIDT ; *D.* 1994, somm. 230 ; obs. TOURNAFOND ; *D.* 1995, somm. 87, obs. AYNÈS ; *JCP* 1995, II, 22366, note D. MAZEAUD ; *Defrénois* 1994, 795, obs. Ph. DELEBECQUE ; TERRASSON DE FOUGERES, *JCP N* 1995, I, 194. Civ. 3^{ème}, 11 mai 2011, *Bull. n° 77* ; *D.* 2011, 1457, note D. MAZEAUD ; *ibid.*, 1273, édito. F. ROME ; *ibid.*, 1460, note D. MAINGUY ; *ibid.*, 2679, chron. A.-C. MONGE et I. GOANVIC ; *RTD civ.* 2011, 532, obs. B. FAGES ; Adde obs. critiques de L. AYNÈS, *Defrénois*, 2011, art. 40023, p. 1023 ; D. HOUTCIEFF, *Gaz. Pal.*, 4 août 2011, n° 216, p. 15 ; L. LEVENEUR, *CCC*, 2011, n° 186 ; J. MESTRE, *RLDC*, 2011/85, éditorial, p. 3. À comparer avec Civ. 3^{ème}, 6 septembre 2011, n° 10-20.362 ; *D.* 2011. 2838, note C. GRIMALDI ; *ibid.* 2649, édito. F. ROME ; *JCP G* 2011. 1316, note L. PERDRIX ; D. MAINGUY, « L'efficacité de la rétractation de la promesse unilatérale de contracter », *D.* 2011. 1460

techniquement, la possible rétraction du promettant avant la levée d'option du bénéficiaire se heurte à l'irrévocabilité de l'ordre. Au-delà, cette analyse ne permet pas d'expliquer le régime des obligations financières.

L'analyse ne permet pas d'expliquer le régime des obligations financières. Selon cette analyse, la levée d'option serait alors la manifestation de la rencontre des consentements entre le marché et l'intervenant de marché. Les promesses croisées seraient conclues entre les intermédiaires, mais la levée d'option serait celle du marché. Le contrat définitif ainsi formé donnerait lieu alors à l'obligation de fournir la couverture et de régler les marges, autrement dit il donnerait lieu à l'obligation de souscrire un contrat de garantie financière et de régler un type d'obligation financière. Cette théorie n'est concevable qu'en raison de l'adhésion des intervenants aux règles de marché¹, mais trois autres justifient de la rejeter.

Première raison : le marché ne consent pas. Il est difficilement envisageable que le marché puisse être doté d'un consentement, même si des auteurs ont pu mettre en lumière l'idée de consentement avec la machine².

Deuxième raison : le bénéficiaire de la promesse unilatérale de vente n'est pas celui qui lève l'option stipulée dans le contrat financier. Au-delà, il est difficilement possible de justifier la cause des obligations financières si les bénéficiaires des promesses croisées ne correspondent pas à celui qui lève l'option.

Troisième raison : les obligations consécutives à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. Par ailleurs, les obligations de fournir la couverture et de

¹ A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 485, p. 301 : « [...] L'analyse de la négociation en un avant-contrat entre les intermédiaires se heurte à la même objection que celle qui y voit un contrat définitif, à savoir l'absence d'échange des consentements entre les intermédiaires. Une promesse, même unilatérale est un contrat, et suppose comme tel, un échange des consentements entre le promettant et le bénéficiaire. Or le rapprochement des ordres ne peut être analysé en un échange de consentements entre les intermédiaires. ». Il semble que cette critique soit un peu facile. Rappelons que selon Monsieur D. ROBINE, la levée d'option intervient entre l'intervenant et le marché, c'est-à-dire que le marché est bénéficiaire de l'option. À aucun moment, il s'agit d'une rencontre des consentements des intermédiaires entre eux puisque le marché s'interpose. D'ailleurs Madame A.-C. ROUAULT le signale quelques lignes plus loin : « M. D. Robine justifie l'autonomie des promesses croisées par le fait que chaque partie s'engage personnellement, mais n'est bénéficiaire de la promesse symétrique qu'en tant qu'élément du marché. Il considère que l'option est levée par le marché, par l'enregistrement ; c'est donc le marché qui est bénéficiaire de l'option, et que le contrat définitif est formé entre chaque intermédiaire et le marché lui-même. »

² M.-A. FRISON-ROCHE, « L'échange des consentements. Synthèse », in *L'échange des consentements*, *Rev. juris. com.*, n° spécial, nov. 1995, p. 151, spéc. n°s 33 et suiv.

régler les marges ne font pas partie du périmètre contractuel émanant du marché. En adoptant l'analyse en vertu de laquelle l'engagement est celui de la chambre, cela implique l'adhésion aux règles de la compensation qui invitent à constituer la couverture et fournir les marges. Cette analyse permet de justifier ces obligations spécifiques consécutives à l'enregistrement de l'opération par la chambre, d'autant plus que la chambre, contrairement au marché, est dotée d'une personnalité morale. Si l'opération de marché ne naît pas d'un contrat entre le donneur d'ordres et le marché, l'obligation financière ne naît pas non plus d'un rapport contractuel.

70. L'obligation financière ne naît pas d'un contrat entre l'intermédiaire et le marché. Il convient ainsi de rejeter la thèse selon laquelle l'opération de marché serait en réalité un contrat conclu entre l'intermédiaire et le marché. Par conséquent, une obligation financière née d'une opération financière de marché ne trouve pas sa source dans un prétendu contrat entre l'intermédiaire et le marché, tout comme elle ne naît pas d'un contrat conclu avec la chambre de compensation.

2. Le rejet de l'existence d'un contrat conclu avec la chambre de compensation

71. Le rejet d'un contrat conclu entre la chambre de compensation et les donneurs d'ordres. L'interposition juridique de la chambre de compensation a souvent été présentée comme la qualification la plus adéquate de son intervention. Si cette qualification est commode et fonctionnelle, elle souffre néanmoins de quelques lacunes. On ne peut admettre que la chambre de compensation puisse être à la fois partie, en raison de l'interposition juridique, mais aussi garante, au titre de la garantie de bonne fin¹.

Un contrat. D'abord, de nombreux auteurs² se sont penchés sur la question de la qualification de l'intervention de la chambre de compensation ; le plus souvent, il convient de

¹ M. ROUSSILLE, *La compensation multilatérale*, Thèse Paris I, 2004, Préf. J. Béguin, Avant-propos J.-J. Daigre, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque des Thèses, vol. 59, 2006, n° 187, p. 94

² Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., Economica, coll. Corpus Droit privé, 2010, n° 861, p. 667 et n° 922, p. 699 ; H. de VAUPLANE., « Brefs propos sur le concept de Chambre de compensation », *Bull. Joly Bourse*, 1994, n° 4, p. 358 ; F. AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, coll. Droit des affaires, 2004, n° 946, p. 347 ; K. MEDJAOUI, *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers*, Thèse Paris I, 1994, Préf. Ch. Gavalda, LGDJ, Biblio. de Droit Privé, t. 262, 1996, n° 1226 et suiv., p. 411 et suiv., A.-V. DELOZIÈRE-LE-FUR, *La compensation dite multilatérale*, Thèse Paris II, 2002, Préf. A. GHOZI, LGDJ, Éd. Panthéon-Assas, 2003, n° 187 et suiv., p. 93 et suiv. ; S. PRAICHEUX, *Les*

distinguer les situations et ainsi la qualité de l'intervention de la chambre. Dans tous ces cas, le seul contrat conclu avec la chambre est insuffisant pour justifier le fondement de l'opération de marché.

Un avant-contrat et un contrat originaire. Ensuite, deux cas ont pu être présentés pour expliquer le lien pouvant exister entre les donneurs d'ordres et la chambre de compensation. D'une part, il pourrait s'agir d'un avant-contrat conclu entre les donneurs d'ordres, conditionné par l'enregistrement et la confirmation par un contrat définitif avec la chambre¹. D'autre part, le lien entre donneurs d'ordres et la chambre de compensation pourrait être envisagé comme un contrat originaire entre eux. Tant la thèse de l'avant-contrat que celle d'un contrat originaire liant la chambre de compensation et le donneur d'ordres doivent être rejetées. Ces deux hypothèses doivent être rejetées pour justifier du fondement de l'opération de marché et, par conséquent, du fait générateur de l'obligation financière.

72. Le rejet de la qualification contractuelle pour qualifier l'intervention de la chambre de compensation et justifier le fondement de l'opération de marché. L'intervention de la chambre de compensation n'est pas une interposition juridique. S'il est admis de la nommer « contrepartie centrale » du marché, il ne s'agit pas d'une contrepartie juridique. La chambre de compensation n'est ni tiers, ni partie (c'est-à-dire un intermédiaire) et ni une contrepartie. Elle ne transmet pas, car elle est propriétaire de rien.

Rejet de la qualité d'intermédiaire. La doctrine a tenté de qualifier l'intervention de la chambre de compensation en recourant aux mécanismes juridiques de la représentation en proposant d'y voir soit un commissionnaire, soit un mandataire.

Ni commissionnaire. Des auteurs ont pu défendre que la chambre de compensation intervenait comme un commissionnaire du croire² de ses adhérents compensateurs. Selon cette thèse, dès l'enregistrement de la transaction, la chambre accepterait d'exécuter les obligations

sûretés sur les marchés financiers, Thèse Paris II, 2003, Préf. A. GHOZI, Revue Banque Edition, coll. Droit-Fiscalité, 2004, n° 165, p. 110

¹ I. RIASSETTO, *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, Thèse Strasbourg III, 1999, n°s 172 et suiv., p. 121 et suiv.

² J.-C. MARIN et M.-C. de NAYER, « La garantie de bonne fin due par la chambre de compensation sur les marchés à terme », *RDBB* janv.-fév. 1991, p. 15, spéc. p. 16 : « *La chambre de compensation dès l'enregistrement de l'opération, devient commissionnaire du croire de chacune des contreparties à l'opération.* »

de chaque adhérent envers un autre, en qualité de commissionnaire. Elle serait alors commissionnaire du croire, car, en plus de l'exécution des obligations de l'adhérent pour son compte, elle offre une garantie à son commettant. Le du croire est « *l'engagement par lequel le commissionnaire garantit à son commettant l'exécution par les tiers des contrats qu'il passe avec eux* »¹. Cette qualification de l'intervention de la chambre de compensation, en tant que commissionnaire du croire, doit être rejetée parce que, d'une part, la commission se limiterait ici à la seule exécution des obligations² alors qu'elle est censée permettre de principe la formation du contrat³ et, d'autre part, cette qualification implique que les adhérents soient liés contractuellement entre eux alors qu'aucun lien contractuel ne caractérise leur relation⁴. Tout comme il convient de rejeter sa qualité de commissionnaire, la chambre de compensation n'est pas, non plus, un mandataire.

Ni mandataire. Il a été proposé de qualifier le lien unissant la chambre et ses adhérents de mandat d'intérêt commun⁵. Cette thèse ancienne a été renouvelée par des auteurs contemporains⁶. Pour l'un d'entre eux, la compensation multilatérale est en réalité une somme de compensations bilatérales reposant sur la représentation par la chambre de ses adhérents, en vertu d'un mandat d'intérêt commun⁷. Dès l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, elle deviendrait le mandataire commun de chacun des adhérents : elle aurait ainsi reçu un mandat ayant pour objet l'exécution des obligations entre chaque adhérent⁸, mandat de tous les adhérents de livrer les titres ou de régler le différentiel⁹. Cette thèse attribuant à la chambre la qualité de mandataire connaît néanmoins des limites justifiant son rejet. D'une part, cette théorie se cantonne à la phase d'exécution de l'opération, mais reste silencieuse quant aux sources de l'obligation de livrer ou de payer. D'autre part, la chambre n'a pas pour mission d'encaisser les espèces ou les titres, ni même d'en accomplir le

¹ A.-C. ROUAUD, *op. cit.*, n° 442, p. 278

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 232, p. 112 : « *La chambre de compensation ne conclut pas de contrat pour le compte des participants.* »

³ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 231, p. 112 : « *L'essence même de la commission est de permettre la conclusion d'un contrat. [...] Le contrat de commission n'est donc pas autonome : il ne suffit pas à lui-même et n'est que le préalable à la conclusion d'autres contrats.* »

⁴ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 57, p. 51

⁵ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 238 et suiv., p. 114 et suiv.

⁶ J.-P. MATTOUT, « *Le netting* », *Rev. juris. com* 1989, n° 11, n° spécial *La trésorerie et le financement des entreprises*, p. 65 ; E. HUET, *La chambre de compensation des banquiers de Paris*, thèse Paris II, 1977, p. 208 ; A.-V. DELOZIÈRE-LE-FUR, *op. cit.*, n° 168 et suiv., p. 145 et suiv. ; S. PRAICHEUX, *op. cit.*, n° 145 et suiv., p. 97 et suiv.

⁷ A.-V. DELOZIÈRE-LE-FUR, *op. cit.*, n° 167 et suiv., p. 144 et suiv.

⁸ *Ibid.*, n° 221, p. 179 et 180

⁹ *Ibid.*, n° 220, p. 178

versement. La chambre se limite à être dépositaire de ces actifs. Par conséquent, la chambre de compensation n'est ni commissionnaire, ni mandataire.

Ni commissionnaire, ni mandataire. Chacune de ses deux thèses conférant soit la qualité de commissionnaire, soit celle de mandataire n'emporte pas la conviction parce qu'elles excluent l'absence de lien juridique entre les intervenants, autrement dit elles écartent la dépersonnalisation et l'objectivation caractéristiques des marchés dotés d'une chambre de compensation. C'est une illustration de l'incapacité de la figure contractuelle à se saisir des mécanismes de marché. Ainsi, la chambre de compensation n'intervient ni en qualité de commissionnaire du croire, ni en qualité de mandataire de ses adhérents. Si la chambre ne peut être considérée comme un intermédiaire, elle n'est pas non plus contrepartie centrale.

Rejet de la qualité de contrepartie centrale. Si les textes usent de cette qualification, c'est un abus de langage. La chambre de compensation n'intervient pas comme une contrepartie au sens juridique. Absente lors de la formation de l'opération et n'intervenant qu'au stade de l'exécution, postérieurement à l'enregistrement de la transaction, elle ne peut pas être partie à cette transaction. On ne peut pas non conclure en raison de son intervention qu'elle est un tiers absolu. Les tentatives de qualification de l'intervention de la chambre de compensation sont alors orientées vers les mécanismes de transmission et d'extinction issus du régime général des obligations.

Rejet de la thèse « mi-partie, mi-tiers ». Un auteur retient que l'appariement des ordres est une convention synallagmatique entre les donneurs d'ordres conclue par les intermédiaires qui les représentent¹. La formation du contrat financier résulte, d'une part, de l'échange de consentement entre le donneur d'ordres et son intermédiaire et, d'autre part, de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. Ainsi, la chambre de compensation ne peut pas être considérée comme une partie à l'opération financière, ni même comme un tiers absolu². La chambre de compensation est alors mi-partie, mi-tiers¹. Cette

¹ K. MEDJAOUI, *op. cit.*, n° 1239, p. 416 : « En effet, elle n'a de lien obligatoire qu'avec chacun des adhérents membres, tant lors de l'enregistrement qu'en cours de fonctionnement de l'opération. Ces derniers agissements comme intermédiaires des donneurs d'ordres, mais pour la chambre de compensation ils constituent un écran, par lequel elle exécute sa mission de contrepartie et de garantie de bonne fin. »

² *Ibid.*, n° 1240, p. 416 : « Elle ne peut pas non plus être considérée comme une partie cocontractante envers chacun des adhérents des donneurs d'ordres, car ses missions ne constituent que rarement l'exécution de ses propres engagements. Ainsi, elle n'est pas partie contractante, ni au sens étroit ni au sens large, en raison d'une interposition dont l'effet serait, pour elle, la continuation envers chacune des parties (par le biais de leurs

thèse doit être écartée, car elle ne répond pas à la question de savoir si la chambre est partie au contrat synallagmatique que révèle l'appariement qu'elle opère². Sans se prononcer sur ce point, la condition de réciprocité nécessaire à la compensation est défailante. Cette thèse se révèle alors inappropriée pour qualifier l'intervention de la chambre de compensation. Les auteurs ont ensuite eu recours aux mécanismes de transmission de l'obligation, à savoir la subrogation et la cession de contrat.

Rejet des thèses de la subrogation et de la cession de contrat pour qualifier l'intervention de la chambre de compensation en tant que subrogé ou cessionnaire. Deux thèses ont pu être avancées tendant à conférer à la chambre le rôle de subrogé ou encore de cessionnaire de contrat. D'abord, la thèse de la subrogation³ doit être rejetée parce que les conditions de la subrogation⁴, notamment celle tenant au paiement, ne sont pas réunies par le seul enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, élusif de tout règlement⁵. Ensuite, la thèse de la cession de contrat défend l'idée selon laquelle chaque donneur d'ordres céderait, en vertu d'un accord réciproque, leur contrat à la chambre de compensation. La chambre deviendrait ainsi cessionnaire du contrat unissant les donneurs d'ordres. Cette thèse ne peut pas non plus emporter la conviction, car cela reviendrait à admettre que l'enregistrement de la transaction par la chambre est le fait générateur de la cession d'un contrat, mais aussi la condition de validité du contrat cédé⁶, tout en réunissant sur la tête du cessionnaire les qualités de détenteur de positions à la fois acheteuses et

adhérents) [...]. Elle n'est pas non un tiers, d'une manière absolue et claire, puisque dès son intervention, les parties sont indépendantes l'une de l'autre, et indifférentes dans le sort réservé à leur engagement symétrique, quelle que soit la nature de la prestation différentielle de monnaie ou même de livraison. Elle manifeste sa volonté de prendre part à l'opération enregistrée et elle est soumise ainsi à l'effet obligatoire du contrat, selon diverses procédures, aux différents stades d'exécution du contrat : aussi MATIFsa et la S.B.F. sont au moins des tiers « liés ».

¹ *Ibid.*, n° 1242, p. 417 : « La chambre de compensation n'est ni une partie, ni un tiers, ou plutôt relève de l'expression, mi-partie mi-tiers, en excluant les maillons extrêmes d'un contrat : c'est-à-dire les cocontractantes et les tiers penitus extranei ; mais aucune des catégories intermédiaires connues n'est satisfaisante en l'espèce. »

² D. ROBINE, *op. cit.*, n° 342 p. 187 : « Par ailleurs, avant même d'étudier la qualification juridique de l'interposition de la chambre de compensation, Mme Medjaoui considère que la compensation effectuée sur les marchés financiers à terme organisés répond aux conditions posées par les articles 1289 et suivant du Code civil et notamment à la condition de réciprocité, du seul fait « qu'un contrat à terme organisé est un contrat synallagmatique ». Mais il aurait fallu au préalable déterminer si la chambre de compensation était partie à ce contrat synallagmatique pour que la condition de réciprocité soit remplie. »

³ *Pro* : E. THALLER et J. PERCEROU, *Traité élémentaire de Droit commercial*, 6^{ème} éd., Éditions Rousseau, 1922, n° 1045, p. 638 et 639 ; *Contra* : I. RIASSETTO, *op. cit.*, n°s 190 et 191, p. 132 et 133 ; M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n°s 119 et suiv., p. 65 et suiv.

⁴ Art. 1249 à 1252 du C. civ.

⁵ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n°s 190 et 191, p. 132 et 133 ; A.-V. DELOZIÈRE-LE-FUR, *op. cit.*, n° 97, p. 95 ; K. MEDJAOUI, *op. cit.*, n° 1227, p. 411 ; M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n°s 129 et suiv., p. 69 et suiv. ; A.-C. ROUAUD, *op. cit.*, n° 453, p. 284

⁶ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 193, p. 134

vendeuses. Cette thèse doit être rejetée. Il convient d'envisager un autre mécanisme du régime général de l'obligation, non pas afférent à la circulation de l'obligation, mais relatif à son extinction : la novation.

Rejet de la novation. Selon les règles édictées par *LCH.Clearnet SA*, l'intervention de la chambre de compensation est une novation¹. Des auteurs ont défendu cette qualification², notamment Madame le Professeur I. RIASSETTO qui retient qu'il s'agit d'une novation par changement d'objet et de sujet de l'obligation³. L'auteur considère que l'enregistrement opère « *une double novation des engagements découlant du contrat à terme que constitue la transaction, provoquant l'extinction des obligations auquel celui-ci avait donné naissance* »⁴. Différents arguments permettent de rejeter une telle qualification.

Rejet de la novation par changement d'objet d'obligation. La novation par changement d'objet d'obligation n'est pas adaptée pour permettre de qualifier l'intervention de la chambre de compensation, car la transaction enregistrée n'est pas un contrat, car l'obligation préexistante ne peut être éteinte et, car le régime de l'obligation financière s'y oppose.

D'abord, « *la transaction enregistrée ne constitue pas un contrat synallagmatique entre les adhérents dont les offres ont été rapprochées* »⁵, car l'offre n'est pas faite à la personne, mais au marché. Or, la novation suppose un lien juridique préexistant voué à s'éteindre par l'effet novatoire. Ici, aucun lien juridique n'unit les parties à la transaction. Par ailleurs, si la novation entraîne l'extinction de l'obligation préexistante, il n'est pas possible

¹ L'art. 1.3.5.4 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

² H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, « Règles de fonctionnement de Clearnet – Analyse juridique du rôle de la chambre de compensation – décision du CMF du 24 janvier 2001 », *Banque & Droit*, n° 77, mai-juin 2001, p. 38 : ces auteurs emploient l'expression de la « *novation de contrat* ». Sur la dénaturaison de la novation à ce sujet : D. CHOLET, « La novation de contrat », *RTD civ.*, 2006, p. 471 : « *Le problème est alors de savoir si cette expression est destinée simplement à décrire une situation, sans qu'un régime propre en découle, ou bien si elle désigne une véritable institution juridique dont la qualification entraîne l'application de règles spécifiques.* »

³ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n°s 206 et suiv.

⁴ *Ibid.*

⁵ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 377, p. 287

d'expliquer pourquoi alors ces mêmes obligations survivent à l'échéance lors de leur exécution entre les adhérents¹.

Ensuite, tant la thèse de la novation par changement d'objet que celle de la novation par changement de sujet doivent être rejetées. D'une part, s'agissant de la novation par changement d'objet, elle entraîne en principe la création d'une nouvelle obligation et, corrélativement, l'extinction de celle préexistante. Madame le Professeur I. RIASSETTO a tenté de défendre l'idée selon laquelle la double novation simultanée aboutissait à un changement de contractant². Cependant, soutenir que les adhérents peuvent à la fois conserver chacun leur place contractuelle, tout en changeant de débiteur et de créancier³ met en échec la théorie de la double novation. En ce qui concerne les opérations à terme, « *la novation se caractériserait, au jour de l'enregistrement, par la disparition des obligations initiales de livraison et de paiement du prix à terme, au profit d'une obligation nouvelle et générale de couverture, consistant dans l'obligation quotidienne de régler les marges* »⁴. La novation n'est pas le mécanisme qui convient pour qualifier l'intervention de la chambre de compensation parce que les obligations nouvelles consécutives à l'enregistrement n'entraînent pas l'extinction des obligations inhérentes à l'obligation initiale. Au contraire, la doctrine a pu convenir que celles-ci se superposaient⁵.

Enfin, le régime des obligations financières permet aussi de rejeter cette qualification. L'obligation financière est une obligation qui naît d'une opération de marché, notamment à terme, et qui est couverte par un contrat de garantie financière dont l'assiette doit être actualisée par l'exécution de l'obligation quotidienne de régler les marges⁶. Or, l'article L. 211-38-II alinéa 2 du Code monétaire et financier dispose que les dettes et

¹ *Ibid.*

² I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 205

³ D. ROBINE, *op. cit.*, n°s 351 et 352, p. 193 et 194

⁴ P. PAILLER, *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, Thèse Paris I, 2008, Préf. J.-J. DAIGRE, IRJS Editions, Biblio. de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne – André Tunc, t. 28, 2011, n° 191, p. 200 et 201. Voir également : I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 207, p. 145 : « *Après l'enregistrement, si le contrat est mené jusqu'à la livraison de l'actif sous-jacent, ce que paye l'acheteur ne représente pas le prix de vente fixé lors de la transaction, mais ce que les règlements particuliers des contrats à terme appellent le « montant dû », lequel intègre les marges déjà versées. Il est effectivement calculé sur la base du cours de liquidation du contrat et non sur celui de sa conclusion.* »

⁵ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 191, p. 200 et 201 ; *Contra* I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 216, p. 150 et 151

⁶ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 191, p. 200 : « *L'obligation quotidienne de règlement des marges a beau ne constituer a priori qu'un mécanisme de garantie, destiné à matérialiser de manière éphémère le solde que le donneur d'ordres sera amené à payer à terme, elle remplit également une fonction de règlement, même si elle est subordonnée à l'évolution des cours et, tant que l'engagement n'est pas éteint, n'est pas définitive.* »

créances relatives à ces garanties et celles afférentes à ces obligations sont compensables. Cette disposition prouve bien que deux obligations distinctes coexistent et peuvent se compenser. La thèse de la novation ne s'articule pas avec cette disposition. Par ailleurs, « conclure une transaction sur un marché à terme réglementé, ouvrir une position, ce n'est pas, devenir partie à un contrat synallagmatique. C'est prendre part à ce que nous nommons une « opération de marché à terme », dont le contrat à terme, ensemble de droits et d'obligations, ne constitue que le support juridique d'une opération économique plus vaste »¹. Tout comme la novation par changement d'objet d'obligation, la novation par changement de sujet doit être rejetée.

Rejet de la novation par changement de sujet. L'interposition de la chambre de compensation emporterait une novation par changement de sujet². Cependant, cette double novation a pour effet d'évincer l'un des donneurs d'ordres de l'opération³. Monsieur le Professeur D. ROBINE⁴ a parfaitement éclairé la critique qui peut être formulée à l'encontre de la thèse selon laquelle l'intervention de la chambre de compensation peut être qualifiée de double novation par changement de débiteur et de créancier. En effet, « si on estime que la transaction conclue entre A et B, fait l'objet d'une double novation par changement de débiteur et de créancier de A, remplacé par la chambre, cela revient à soustraire B de toutes obligations puisqu'il se trouve, de fait, exclu de la relation juridique »⁵. Même en tentant de justifier la double novation par le caractère simultané⁶, il ne s'agit pas d'une novation. Le rejet de l'interposition juridique de la chambre de compensation conduit à retenir que la figure contractuelle est inadaptée pour refléter les rôle et fonction de la chambre de compensation et illustre l'absence de contrat entre les donneurs d'ordre et entre eux et la chambre de compensation.

73. Le rejet de l'existence de contrats entre les donneurs d'ordres ou entre eux et la chambre de compensation pour justifier le fondement de l'opération de marché. Ces deux thèses, l'une retenant l'existence d'un avant-contrat entre les donneurs d'ordres, l'autre

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 420, p. 339

² I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 202, p. 140

³ D. ROBINE, *op. cit.*, n° 348, p. 190 et 191

⁴ *Ibid.*, n° 351, p. 193

⁵ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 384, p. 308 et 309

⁶ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 205, p. 143

retenant l'existence d'un contrat originaire entre les donneurs d'ordres et la chambre de compensation doivent aussi être rejetées.

Rejet de l'existence d'un avant-contrat entre les donneurs d'ordres. Il convient d'écarter l'idée selon laquelle les donneurs d'ordres concluraient entre eux un avant-contrat, et ce pour deux raisons. D'une part, l'opération relative à instrument financier, quel qu'il soit, négocié sur un marché réglementé ne peut être assimilée à une relation contractuelle synallagmatique. Par ailleurs, « *l'anonymat sur les marchés à terme ne permet aucun accord, de quelque nature que ce soit, entre les donneurs d'ordres* »¹. D'autre part, la dépersonnalisation et la standardisation s'opposent inéluctablement à la théorie de l'avant-contrat liant les donneurs d'ordres entre eux. De la même manière, il ne peut s'agir d'un contrat originaire entre la chambre de compensation et les donneurs d'ordres.

Absence de contrat originaire entre la chambre et les donneurs d'ordres. Une autre thèse a pu être dégagée : elle défend l'idée selon laquelle les donneurs d'ordres et la chambre de compensation seraient liés par un contrat originaire². Il n'existe aucune relation directe juridique entre l'acheteur et le vendeur ; le lien non juridique est celui qui existe entre chacun d'eux et la chambre. Selon ces auteurs, l'ordre est envisagé comme une offre unilatérale faite à la chambre de compensation³. L'enregistrement aurait valeur d'acceptation de l'offre. Cette analyse nie la nature de l'enregistrement : l'enregistrement ne crée pas l'engagement qui, au contraire, est formé unilatéralement dès l'émission de l'ordre. L'enregistrement n'a pour vocation que de produire l'ordre sur le marché et de le rendre irrévocable. Les ordres inverses ne se rencontrent pas, mais sont appariés par la chambre de compensation, ce qui aboutit à nier l'existence d'une relation contractuelle. Ainsi, la théorie de l'interposition juridique doit être rejetée, car aucun avant-contrat ne lie les donneurs d'ordres entre eux et aucun contrat ne lie les donneurs d'ordres à la chambre de compensation. Tout comme l'intervention de la chambre de compensation ne peut pas être qualifiée d'interposition juridique, il ne peut pas non plus s'agir d'une novation.

¹ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 187, p. 204

² C. LYON-CAEN, L. RENAULT, *Traité de droit commercial*, t. III, LGDJ, 5^{ème} édition, 1923, n° 177, p. 163 ; E. LEDUC, *Du règlement du différentiel dans les marchés à terme dans les bourses de commerce*, Paris, Éditions Rousseau, 1910, p. 135 et suiv.

³ C. LYON-CAEN, L. RENAULT, *op. cit.*, n° 177, p. 163

74. **Synthèse.** Finalement, il semble plus juste d'envisager que la chambre de compensation est une institution autonome, *sui generis*, qui ne peut postérieurement être que très difficilement qualifiée juridiquement¹. La logique collective des marchés financiers écarte l'analyse selon laquelle il s'agirait de la somme de relations contractuelles synallagmatiques². C'est en ce sens que Monsieur le Professeur M. JEANTIN a pu écrire qu'« *en tout état de cause, la négociation des valeurs sur un marché organisé cesse d'être une opération face à face, pour devenir des composantes plus vastes sur lequel intervient une multiplicité d'opérateurs et dont les conditions de réalisation peuvent, au même moment, être différentes. On ne peut, dès lors, considérer que le marché est la somme de transactions réalisées en face à face ; il exclut, tout au contraire, le caractère bilatéral des conventions pour y substituer une mécanique globale de règlement* »³. En somme, le contrat n'est pas la notion qui peut à elle seule rendre compte du fondement d'une opération de marché de laquelle naît l'obligation financière. De la même manière que le fait générateur contractuel, le fait générateur individuel est incapable de justifier des fondements de l'opération de marché de laquelle naît l'obligation financière.

B. L'exclusion du fait générateur individuel

75. **Présentation.** La question est de savoir si l'opération de marché qui donne naissance aux obligations financières trouve sa source dans un fait générateur individuel. En d'autres termes, est-ce que l'obligation financière naît d'un engagement unilatéral ? Dès lors que l'opération de marché ne trouve pas son fondement dans un fait générateur individuel, alors l'obligation financière n'y trouve pas non plus sa source.

76. **Rejet de l'existence d'un seul engagement unilatéral des donneurs d'ordre.** Lorsqu'un donneur d'ordres ouvre une position sur un marché, il exprime une volonté

¹ H. de VAUPLANE, « Brefs propos sur le concept de Chambre de compensation en bourse », *op. cit.*, p. 363

² A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 420, p. 338 et 339

³ M. JEANTIN, « Le droit financier des biens », in *Prospectives du droit économique, Dialogues avec Michel Jeantin*, Dalloz, Paris, 1999, p. 5

unilatérale créatrice d'effet de droit, c'est-à-dire d'obligations¹. Cela étant, ce seul engagement unilatéral suffit-il à justifier la source des obligations de l'opération de marché ?

L'ordre de bourse, un engagement unilatéral ? Une récente thèse a proposé de qualifier l'ordre de bourse d'engagement unilatéral sous la condition suspensive du rapprochement de l'ordre avec un ou plusieurs autres de sens inverse². Le rapprochement des ordres peut être qualifié de condition dès lors qu'il s'agit d'un événement futur, incertain et extérieur à la volonté du donneur d'ordres. Cette thèse doit être rejetée pour deux raisons : la première est relative au moment de la réalisation de la condition, la seconde est relative aux mécanismes de marché.

Le rejet d'un engagement assorti d'une condition suspensive. Cette thèse doit être rejetée, car, d'une part, la condition n'affecte pas l'obligation, mais l'acte et, d'autre part, la réalisation de la prétendue condition n'a pas d'effet rétroactif.

La condition affecte l'engagement. Si l'ordre de bourse est un engagement unilatéral assorti d'une condition suspensive, la condition suspensive affecte l'engagement et non les obligations qu'il entend créer. La formation de l'engagement dépend de la réalisation de cette condition. Or, la condition n'affecte pas l'acte, mais l'obligation³. Par ailleurs, la révocation de l'ordre de bourse est toujours possible tant qu'il n'a pas été exécuté⁴. La révocabilité de l'ordre avant son exécution démontre que la naissance de l'engagement est subordonnée au rapprochement de l'ordre d'un autre de sens opposé.

L'absence d'effet rétroactif. La réalisation d'une condition suspensive emporte un effet rétroactif : l'obligation naît le jour de la conclusion du contrat et non le jour de la réalisation de la condition. Or, le rapprochement des ordres est une condition de l'engagement

¹ J.-L. AUBERT, *Notions et rôles de l'offre et de l'acceptation dans la formation du contrat*, Thèse Paris I, 1968, Préf. J. Flour, LGDJ, 1970, Biblio. Droit privé, t. 109, p. 24 : L'ordre « est le fruit d'une réflexion conduite par une seule personne qui ne prend en considération que son seul intérêt. »

² A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 528, p. 321 et 322 : « La production sur le marché d'un acte de vente donnerait ainsi naissance à une obligation de livraison à la charge de son auteur, celle d'un ordre d'achat, à une obligation de règlement. Chacune de ces obligations serait déterminée quant à son objet, mais naîtrait au profit d'un créancier indéterminé. Le créancier serait désigné (« assigné ») lors de l'exécution. Chacune des obligations naîtrait de l'émission de l'ordre, mais sous la condition suspensive de son rapprochement avec un ou plusieurs ordres de sens opposé. »

³ J.-J. TAISNE, *La notion de condition dans les actes juridiques. Contribution à l'étude de l'obligation conditionnelle*, Thèse Lille II, 1977, n° 337, p. 472

⁴ Art. 4204/1 des règles de marché harmonisées d'Euronext

et non de l'obligation. De telle sorte, le bon sens ne permet pas d'envisager une quelconque rétroactivité : les obligations ne naissent pas le jour de l'émission de l'ordre.

Le rôle nécessaire des infrastructures de marché. En réalité, la seule manifestation unilatérale de volonté ne suffit pas à être créatrice des obligations d'une opération de marché qui nécessite l'intervention des infrastructures de marché. En effet, l'opérateur est impuissant s'agissant du rapprochement des ordres puisque ce rôle est dévolu aux infrastructures de marché¹. La prise de position sur un marché, c'est-à-dire la formation de l'opération de marché source d'obligations financières, ne résulte pas de l'émission de l'ordre, mais de sa prise en charge par les infrastructures de marché. Par conséquent, l'opération de marché ne trouve pas sa source dans la manifestation unilatérale de la volonté du donneur d'ordres, mais dans la production sur le marché par les infrastructures de marché. Par conséquent, l'obligation financière ne trouve pas sa source dans un seul fait générateur individuel. Le fait générateur de l'obligation financière n'est ni uniquement contractuel, ni uniquement individuel. Une autre thèse a pourrait permettre de dégager le fait générateur de l'obligation financière, celle en vertu de laquelle deux contrats symétriques sont conclus par chacun des intermédiaires envers la chambre de compensation dans le cadre de mécanismes multilatéraux de marché.

§2. Le fait générateur retenu de l'obligation financière

77. **Plan.** Le fait générateur de l'obligation financière est déterminé par celui de l'opération de marché. En réalité, le fait générateur de l'opération de marché qui donne naissance à l'obligation financière réside dans une manifestation unilatérale de volonté et dans l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation (A). Ceci dit, le fait générateur de l'obligation financière présente certaines spécificités dès lors qu'elle est conçue comme un objet du système financier (B).

¹ A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 537, p. 327 : « [...] ce n'est pas l'opérateur qui décide de la nécessité de rapprocher son ordre d'un ordre de sens opposé. [...] En outre, l'opérateur n'est pas engagé tant que son ordre n'est pas apparié : avant le rapprochement des ordres, il n'y a ni acte juridique, ni obligations. »

A. L'identification du fait générateur : une manifestation unilatérale de volonté et l'enregistrement par la contrepartie centrale

78. **Présentation de la thèse de l'existence de deux contrats symétriques conclus par chacun des intermédiaires envers la chambre.** Une thèse défend l'idée selon laquelle une opération de marché correspond à la conclusion de contrats entre chaque intermédiaire et la chambre de compensation. Dans ce cas, l'opération de marché trouve sa source dans la somme de deux contrats conclus entre chaque intermédiaire et la chambre de compensation¹. L'interposition de la chambre de compensation est le moyen de parvenir à la rencontre de chacune des contreparties sans ne jamais créer de lien de droit entre elles². Des auteurs n'ont pas manqué de s'opposer à la thèse de l'interposition invitant à considérer que la chambre contracte avec les intervenants.

79. **Le rejet des objections à l'analyse de l'opération de marché comme un contrat avec la chambre de compensation.** La thèse présentant l'opération de marché comme un contrat entre les intermédiaires et la chambre de compensation doit être accueillie. Le régime des obligations financières soutient la thèse selon laquelle le fondement de l'opération de marché réside dans l'existence de liens contractuels symétriques entre la chambre et chacun des intermédiaires. Certaines objections formulées à l'encontre de cette thèse reposent sur l'idée que la chambre de compensation se borne à enregistrer un contrat préexistant entre les intermédiaires. Mais une transaction non enregistrée ne peut pas être un contrat synallagmatique³. Cette qualification doit être exclue pour plusieurs raisons.

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n^{os} 65 et suiv., p. 63 et suiv.

² *Ibid.*, n^o 65, p. 62 : « Il suffit de considérer que l'opération de marché, une vente de titres par exemple, se décompose en deux séries d'engagements, un engagement d'achat, un engagement de vente, ayant chacun pour contrepartie une obligation correspondante de la chambre de compensation. Il convient, comme fréquemment en droit commercial, de distinguer l'opération économique des moyens juridiques nécessaires à sa réalisation. Une opération de marché entraîne un dédoublement, en deux actes juridiques jumeaux, des obligations découlant traditionnellement d'un contrat de vente. Ce dédoublement des obligations assure la dissociation recherchée entre les engagements pris lors de la transaction. » ; A.-C. ROUAUD, *op. cit.*, n^o 470, p. 293 : « Le Professeur MULLER explique que cette autonomie est atteinte juridiquement grâce à l'interposition de la chambre de compensation en qualité de cocontractant [...]. N'y a-t-il pas dès lors une certaine contradiction à affirmer que les avant-contrats (les promesses croisées sont conclues entre les intermédiaires, et que le contrat définitif l'est entre chaque intermédiaire et le marché ? ». Dans le cadre d'une promesse de contracter, celui qui lève l'option est le bénéficiaire de la promesse, si un acte juridique définitif intervient par l'expression de la volonté d'un tiers, il ne s'agit pas d'une promesse, mais d'une offre. On en revient à l'analyse proposée par Madame le Professeur A.-C. MULLER : il s'agit d'une offre faite au marché !

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n^{os} 69 et suiv., p. 68 et suiv. Certains arguments doivent être écartés notamment en raison de modifications législatives. Par exemple, la directive MIF a supprimé le principe de concentration des ordres.

Première raison : absence de lien contractuel entre les parties à l'opération. La première raison tient au fait que les parties ne se lient pas entre elles, mais s'engagent unilatéralement envers le marché. La conclusion de la transaction ne donne pas à elle seule naissance à des obligations réciproques et interdépendantes¹ dès lors que le récepteur-transmetteur d'ordres n'est pas la contrepartie.

Deuxième raison : la source des obligations de l'opération de marché. La deuxième raison tient au fait que les obligations réciproques et interdépendantes ne trouvent pas leur source dans la conclusion de la transaction, mais dans l'enregistrement de celle-ci.

Troisième raison : rejet de la qualification contractuelle d'une transaction non enregistrée. La troisième et dernière raison tient au fait que l'assimilation de la transaction non enregistrée à un contrat synallagmatique aboutirait à contraindre les parties à des obligations auxquelles elles n'ont pas souscrit². Nous le savons désormais, le fait générateur contractuel ne permet pas à lui seul de justifier les fondements des obligations financières nées d'une opération de marché. Cela signifie que l'obligation financière naît en réalité d'une conjonction de deux éléments : la manifestation unilatérale de volonté maintenue du donneur d'ordres et de son enregistrement par la chambre de compensation.

80. La manifestation unilatérale d'une volonté du donneur d'ordres et l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation : fondement de l'opération de marché donnant naissance aux obligations financières. Une obligation financière naît d'une opération de finance de marché. L'obligation financière ne peut exister sans l'enregistrement de la transaction par une chambre de compensation. Le rejet du synallagmatisme de la transaction non enregistrée est justifié, car l'admettre revient à considérer les parties liées dans un contrat qu'elles n'ont pas entendu souscrire. De la même manière, admettre que la transaction non enregistrée est un contrat synallagmatique reviendrait à admettre l'existence des obligations financières, dès conclusion de la transaction. Or, ce n'est pas le cas. En somme, l'obligation financière naît d'une opération de finance de

¹ *Ibid.*, n° 69, p. 69 : « Il est par conséquent difficile de soutenir que la conclusion d'une transaction en bourse correspond à la formation d'un contrat synallagmatique, c'est-à-dire donnant naissance à des obligations réciproques et interdépendantes. »

² *Ibid.*, « Qualifier la transaction non enregistrée de contrat synallagmatique c'est faire naître un lien d'obligation que les parties n'ont pas entendu souscrire. Seule une opération de marché, avec ce que cela implique comme droits et obligations, représente ce que les parties à la transaction ont voulu. »

marché qui trouve son fondement dans la conjugaison de deux éléments : d'une part, la manifestation d'une volonté unilatérale maintenue du donneur d'ordres et, d'autre part, sa prise en charge par les infrastructures de marché, c'est-à-dire l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation¹. Les obligations nées de l'opération de marché présentent des spécificités. Comme l'obligation financière naît d'une opération de marché, les spécificités qui caractérisent les obligations découlant d'une opération lui sont transposables.

B. Le fait générateur d'un objet du système financier

81. **La spécificité des obligations financières nées d'une opération de marché : conception objective de l'obligation.** Les obligations financières nées d'une opération de marché présentent une caractéristique : la conception objective de l'obligation. Plusieurs phénomènes caractéristiques des marchés permettent d'expliquer que l'obligation financière réponde à une conception objective : la collectivité, la multilatéralité, la dépersonnalisation² et la standardisation. Pour la stabilité du système, la personne du débiteur n'importe guère, l'essentiel étant que l'obligation soit exécutée. En réalité, l'obligation financière n'est pas un lien personnel entre les parties, mais un objet du système financier. Comme l'obligation financière trouve son fait générateur dans une opération de marché et comme la spécificité d'une opération de marché réside dans la conception objective des obligations qu'elle engendre, alors la conception objective est caractéristique des obligations financières. Cela signifie que l'obligation financière n'est plus un lien interpersonnel entre les personnes qu'elle oblige, mais une prestation due à personne indéterminée, entre des intervenants qui ne se connaissent pas. Mais comment justifier une telle conception de l'obligation financière ? La conception objective de l'obligation financière découle de son fait générateur. Cela signifie que la justification de la conception objective de l'obligation financière réside dans l'aspect collectif et multilatéral de l'opération de marché.

¹ A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 552, p. 337 : « En d'autres termes, le donneur d'ordre exprime un intérêt en manifestant sa volonté de prendre position sur le marché, mais cette manifestation de volonté ne produira d'effet que s'il ne revient pas sur sa décision avant qu'elle ait été exécutée, et si l'état du marché le permet, sans quoi la volonté manifestée restera lettre morte. »

² F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », in *Mélanges en hommage à François Terré, L'avenir du droit*, Dalloz, p. 665 : « La dépersonnalisation du contrat se traduit en matière financière par une indifférence à la personne qui n'a vocation ni à influencer sur le contenu du contrat, ni, de manière plus générale, à être prise en considération par son propre cocontractant. »

La conception objective de l'obligation financière justifiée par la multilatéralité caractéristique de l'opération de marché. La conception objective de l'obligation financière permet de démontrer qu'elle est une prestation due qui présente une particularité lorsqu'il s'agit d'une opération à terme.

La prestation due. Le fait générateur d'une obligation financière est l'opération de finance de marché qui trouve son fondement dans la conjugaison de la manifestation d'une volonté unilatérale maintenue du donneur d'ordres et dans sa prise en charge par les infrastructures de marché, c'est-à-dire l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. La conception objective de l'obligation financière est justifiée par son fait générateur parce qu'il n'existe pas de lien personnel entre les intervenants¹. L'appariement des ordres étant assuré par la chambre de compensation. Les intervenants ne se connaissent pas entre eux² et ne sont pas obligés entre eux, car « *l'obligation sur les marchés, n'est pas conçue comme un lien de droit unissant deux personnes, ni même deux patrimoines. Elle se limite à son contenu, à l'engagement qu'elle comporte* »³. L'obligation financière qui trouve son fait générateur dans l'opération de marché enregistrée par la chambre de compensation est une prestation due⁴.

Particularité de la prestation due relative à une obligation financière née d'une opération de marché à terme. Traditionnellement, la prestation due en raison d'une opération de marché est dite à personne indéterminée, mais déterminable. En effet, le créancier d'une obligation née d'une opération de marché n'est pas déterminé dès sa formation, mais le sera au moment de son exécution⁵. En réalité, le double aspect de l'obligation qui recouvre tant la prestation due que le pouvoir de contrainte qu'il l'accompagne est présent dès la formation de l'opération à terme. La première obligation financière à la charge de l'intervenant est l'obligation de régler quotidiennement les marges, obligation née de l'enregistrement de la

¹ A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 564, p. 343 : « *Le rapprochement des ordres ne crée pas de lien, de relation bilatérale entre les membres de marché ayant produit les ordres qui ont été appariés.* »

² A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 66, p. 65 et 66 : « *L'anonymat de la contrepartie n'est accepté que parce que la personne de la contrepartie est indifférente, ce qui témoigne clairement de la conception objective de l'obligation.* »

³ *Ibid.*

⁴ A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 564, p. 343 : « *Sur les marchés financiers, les intervenants n'entendent pas se lier à une personne déterminée. Seule la prestation due leur importe* »

⁵ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 393, p. 318 et 319 : « *Le double aspect que recouvre la notion d'obligation, entendue à la fois comme une prestation due et comme un pouvoir de contrainte au profit du créancier, doit-il nécessairement exister au moment où l'obligation se forme ?* »

transaction par la chambre de compensation. Cela signifie que l'intermédiaire doit payer quotidiennement les marges à la chambre : le créancier est déterminé. En plus de cela, le créancier dispose d'un pouvoir de contrainte en cas d'inexécution de cette obligation financière : la liquidation d'office des positions. En somme, dès la formation de l'opération de marché à terme génératrice d'une obligation financière spécifique, l'obligation de régler quotidiennement les marges, les deux aspects l'obligation sont réunis : c'est une prestation due à la chambre de compensation qui dispose d'un pouvoir de contrainte résidant dans la liquidation d'office des positions en cas d'inexécution de l'obligation. La conception objective de l'obligation financière permet de soutenir qu'elle est une émanation du risque de système généré par une inexécution systémique des obligations nées d'une opération de marché.

Un objet du système financier facteur de risque de système. La personne est abandonnée au profit de sa qualité ou des règles auxquelles elle est soumise, le contrat est dépouillé de tout *intuitus personae* et est envisagé comme un bien meuble incorporel transmissible et appropriable, l'obligation n'est plus un lien qui unie deux personnes ou deux patrimoines¹, mais un objet sans plus d'égard aux sujets qu'elle lie. La vertu simplificatrice et protectrice de l'objectivité de l'obligation financière est le corollaire nécessaire de la collectivité et de la multilatéralité caractéristiques des marchés : les obligations financières s'intègrent dans cette conception du marché². En somme, envisager l'obligation en tant qu'objet permet à la fois le fonctionnement d'une collectivité, mais aussi de lutter contre le risque de système. L'obligation conçue comme un objet du système financier emporte des conséquences.

Première conséquence : le contrat financier asservi par le particularisme de l'opération de marché. Le support de l'opération de marché est l'instrument financier. Le contrat financier³ est asservi par la matière financière⁴. L'énumération contenue dans les textes démontre que le contrat financier n'est abordé qu'au travers des modalités d'exécution

¹ H., L. et J. MAZEAUD et F. CHABAS, *Leçons de droit civil, Obligations, Théorie générale*, t. 2, vol. 1, 9^{ème} éd. par F. Chabas, Montchrestien, 1998, n° 15, p. 10

² M.-A. FRISON-ROCHE, « Esquisse d'une sociologie du droit boursier », *L'Année sociologique*, n° 49, 1999, p. 457, spéc. p. 478 : « En outre, le droit non seulement le double transparent de l'objet financier, mais lui-même devient un objet financier. »

³ Art. L. 211-1 et D. 221-1 A du C. mon. fin.

⁴ F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », *op. cit.*, p. 663

des obligations qu'il créé¹. Il est devenu, par l'érosion du droit des marchés financiers, « *un simple instrument négocié sur les marchés* »² au point qu'il ne serait plus qu'un « *pur objet* »³ qui circule sur les marchés. L'objectivation du contrat en matière financière touche désormais l'obligation. Il appartient tant à la catégorie des contrats qu'à celle des instruments financiers⁴, caractérisé par un dénominateur commun : la prestation due, autrement dit l'obligation financière. L'obligation financière est alors un objet du système financier qui circule.

Seconde conséquence : l'obligation financière est un objet du système financier.

L'obligation financière est un objet du système financier, née d'une opération de finance de marché. Le risque d'inexécution qui l'affecte manifeste l'existence d'un risque de contrepartie, exprimé par une valeur, émanant des participants au système financier susceptible de se propager et de générer un risque de système. L'esprit du dispositif *Collateral* est la limitation, voire à la suppression du risque systémique. Or, le risque systémique est généré par la réalisation et la propagation du risque de contrepartie. Peu importe de qui émane la défaillance, dès lors qu'elle susceptible de mettre en péril la stabilité du système financier. En somme, la personne défaillante n'a que peu d'importance face à l'impératif de stabilité du système financier. La conception objective de l'obligation financière est justifiée par l'esprit du dispositif *Collateral* : la réduction du risque de système. L'opération de finance de marché est le fait générateur de l'obligation financière, objet du système financier apte à circuler.

Conclusion de la section II

82. L'obligation financière naît d'une opération de marché. Cette affirmation ne suffit pas à rendre compte du moment de l'exigibilité des obligations financières. En réalité, il faut aller rechercher le moment du fait générateur de l'opération de marché pour déterminer celui des obligations financières. Certains faits générateurs doivent être exclus. D'une part, le fait générateur des obligations financières ne réside pas seulement dans un contrat conclu par l'opérateur avec le marché ou avec la chambre de compensation. D'autre part, le fait générateur de l'obligation financière ne réside pas seulement dans une manifestation

¹ *Ibid.*, p. 663 : « *En premier lieu, ces contrats conclus sur les marchés à terme sans être définis autrement que par les modalités affectant les obligations qu'ils engendrent (contrats à terme ferme et contrats d'options) dont nommés par le législateur au détour d'un al..* »

² *Ibid.*, p. 662

³ M.-A. FRISON-ROCHE, « Le contrat et la responsabilité : consentements, pouvoirs et régulation économique », *RTD civ.*, 1998, p. 43, spéc. n° 29

⁴ F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », *op. cit.*, p. 664

unilatérale de volonté. Le fait générateur de l'obligation financière doit être recherché dans la conjugaison de deux événements : une manifestation unilatérale de volonté et sa prise en charge par une infrastructure de marché. L'obligation financière naît de la transaction d'un donneur d'ordres, résultant d'une manifestation unilatérale de volonté, enregistrée par une chambre de compensation. Par conséquent, elle n'est plus un lien interpersonnel entre les entités qu'elle oblige, mais une prestation due à une personne indéterminée, entre des intervenants qui ne se connaissent pas. L'obligation financière est en réalité un objet du système financier dont le caractère financier réside dans le particularisme de son fait générateur qui asservit les notions traditionnelles de contrat et d'obligation.

Conclusion du chapitre 2

83. Ce second chapitre relatif au caractère financier de l'obligation financière est le second argument qui permet de démontrer que l'existence de l'obligation financière est subordonnée à son appartenance au système financier. L'obligation est financière parce que son caractère est financier, c'est-à-dire parce que, d'une part, elle naît d'une opération de marché et, d'autre part, parce que son fait générateur atypique mobilise une infrastructure de marché, la chambre de compensation.

84. Théoriquement, l'obligation financière naît indistinctement d'une opération négociée sur un marché réglementé ou d'une opération conclue de gré à gré. Cela étant, les contours de la notion d'opération de marché ont été redessinés. Dès lors que les opérations conclues de gré à gré doivent être soit négociées sur une plate-forme dédiée ou compensée par une contrepartie centrale, alors une opération de marché est aujourd'hui une opération financière caractérisée par une négociation ou une compensation centralisée. En ce sens, l'opposition traditionnelle entre les marchés réglementés et le « marché de gré à gré » est quasiment anéantie parce qu'il n'existe pas de détermination juridique pour un « marché de gré à gré » et parce qu'il existe un *continuum* financier ces deux sphères qui se manifeste aujourd'hui par l'obligation de faire compenser ces opérations par une contrepartie centrale. Ce rapprochement est un mode de traitement du risque de système, mais aussi une manifestation du recul du libéralisme économique. Cet état des lieux permet de justifier le postulat selon lequel une obligation financière naît d'une opération de finance de marché.

85. Plus précisément, le fait générateur de l'obligation financière correspond à celui de l'opération de marché. En réalité, l'obligation financière naît de la conjugaison de deux événements : une manifestation unilatérale de volonté du donneur d'ordre prise en charge par une infrastructure de marché, c'est-à-dire une transaction enregistrée par la chambre de compensation. À partir de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, il s'agit d'une opération financière. Le mécanisme de compensation multilatérale dénature la conception traditionnelle de l'obligation. À compter de l'enregistrement de la transaction, l'obligation est financière. Elle n'est plus un lien entre les entités obligées, mais une prestation due à une personne indéterminée.

86. L'obligation financière n'a pas d'existence en dehors du système financier puisque son domaine et ses caractères sont financiers dont le caractère financier réside dans le particularisme de son fait générateur qui asservit les notions traditionnelles de contrat et d'obligation.

Conclusion du titre I

87. Les domaine et caractère financiers de l'obligation financière démontrent que l'obligation financière est un objet du système financier et qu'elle ne peut exister en dehors de ce système. En réalité, l'appartenance de l'obligation au système financier conditionne son existence dès lors que sa formation et son exécution mobilisent l'intervention de ses membres.

88. Le système financier est une condition d'existence de l'obligation financière en raison de son domaine puisqu'elle est afférente à des opérations financières et qu'elle oblige des participants au système financier. D'abord, l'obligation est financière parce qu'elle est afférente à des opérations financières en application de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier. Le domaine des obligations afférentes aux opérations financières est financier puisqu'il concerne soit des instruments financiers, soit des mécanismes multilatéraux mis en œuvre par les infrastructures de marché. Ensuite, l'obligation est financière parce qu'elle oblige des participants au système financier, c'est-à-dire des entités réglementées. Le statut particulier de ces entités justifie l'application du dispositif *Collateral*. D'un côté, leur statut est une garantie dès lors qu'elles sont soumises à des exigences prudentielles strictes. D'un autre côté, ces entités sont des foyers de risque de contrepartie en raison de leur défaillance et des foyers de risque de système en raison du risque de propagation. Ainsi, le dispositif

Collateral est réservé aux entités qui font partie du système financier. Ainsi, toutes personnes qui ne sont pas membres de ce système sont exclues du périmètre de la directive *Collateral*. Une obligation financière résulte d'opérations financières ou de contrat conclus par des membres du système financier.

89. Le système financier est une condition d'existence de l'obligation financière en raison de son caractère puisqu'elle naît d'une opération de marché et que son fait générateur est identique à celui d'une opération de marché. D'abord, une obligation financière naît d'une opération de marché. En réalité, une obligation financière naît soit d'une opération négociée sur un marché réglementé, soit d'une opération conclue de gré à gré, mais compensée par une chambre de compensation. L'obligation financière est caractérisée par la multilatéralité du processus de formation de l'opération ou d'exécution. Ensuite, puisqu'une obligation financière naît d'une opération de marché, alors le fait générateur de l'obligation financière correspond à celui de l'opération de marché. Le fait générateur de l'obligation financière réside conjointement dans une manifestation unilatérale de volonté du donneur d'ordre et dans l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. À compter de l'enregistrement de la transaction, l'obligation est financière, car elle est dépouillée de tout *intuitus personae* et devient un objet du système qui correspond à une prestation due à une personne indéterminée appartenant au système financier.

TITRE II. LA DÉTERMINATION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES

90. **Plan.** Nous avons démontré que l'intervention des entités du système financier est une condition d'existence de l'obligation financière. Une fois que l'obligation financière existe, il faut en déterminer l'objet, c'est-à-dire le *quantum*. La thèse de Monsieur G. FOREST consacre un chapitre à « *l'obligation comme droit subjectif à l'exécution d'une norme de comportement* ». L'auteur définit l'activité du débiteur. Il l'envisage, d'un côté, comme l'objet de la dette, et de l'autre côté, l'attribution de l'activité du débiteur comme objet de la créance¹. « *Lorsque l'on demande ce que contient la dette, il faut répondre à une série de questions dont le nombre s'épuise dans la liste des adverbes interrogatifs (qui, que, quoi, combien, comment, où, pourquoi, quand ?). Qui doit payer ? A qui ? [...] Que payer (quoi, combien) ? Comment ? Où ? Quand ? Ces interrogations déterminent le comportement obligatoire* »². La notion d'obligation financière implique de se poser les mêmes questions en prenant en considération la chronologie de l'opération de finance de marché. Entre l'ordre et l'exécution des obligations de règlement-livraison, plusieurs étapes se déroulent faisant de l'ordre une transaction, de la transaction une opération et de l'opération une obligation de règlement ou de livraison. Le donneur d'ordres s'adresse à un mandataire, le plus souvent un prestataire de services d'investissement, et lui donne mandat d'agir en son nom et pour son compte, c'est-à-dire de produire l'ordre sur le marché : il s'agit de l'étape de réception et de transmission d'ordre au marché au cours duquel l'ordre devient une transaction. Le membre de marché est en charge de présenter la transaction à l'enregistrement. La chambre de compensation enregistre la transaction : la transaction devient alors une opération de marché. La chambre en charge de l'appariement des ordres identiques, mais de sens inverse, détermine ainsi la contrepartie et dénoue les positions ouvertes le cas échéant. Le débouclage ainsi effectué permet de descendre chacun des maillons de la chaîne pour exiger *in fine* du donneur d'ordres qu'il exécute les obligations de règlement et de livraison. Lorsqu'il s'agit d'une opération à terme, les obligations ne se cantonnent pas au stade de l'exécution finale,

¹ G. FOREST, *Essai sur la notion d'obligation en droit privé*, Thèse Tours, 2010, Préf. F. Leduc, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de Thèses, vol. 116, 2012, n^{os} 299 et suiv., p. 209 et suiv.

² *Ibid.*, n^o 300, p. 210

c'est-à-dire postérieurement au dénouement effectué par la chambre. Au contraire, dès l'enregistrement de la transaction, conditionnée par fourniture de la couverture, l'opération de marché donne lieu à des obligations spécifiques : les marges. Si la constitution de la couverture est une condition de formation de l'opération de marché et qu'elle intervient au stade de la formation de l'opération ; les marges, quant à elles, sont consécutives à l'enregistrement et font partie, par conséquent, de l'exécution de l'opération de marché. Il convient ainsi d'étudier l'obligation financière à chacun des stades de l'opération de marché, d'abord au stade de sa formation (**CHAPITRE I**), ensuite stade de son exécution (**CHAPITRE II**).

CHAPITRE 1. LA DÉTERMINATION DE L'OBJET DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE LORS DE LA FORMATION DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ

91. **Plan.** L'obligation financière est un objet du système financier. L'existence de l'obligation financière est conditionnée par son appartenance au système financier. Pour exister et déterminer son objet, elle mobilise l'intervention de chacune des entités constitutives du système financier. La détermination de l'objet de l'obligation financière n'est possible qu'avec l'intervention des infrastructures de marchés, notamment lors de la formation de l'opération de marché. Le fait générateur de l'obligation financière permet de dégager deux étapes : celle qui précède l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation (**SECTION I**) et celle qui lui succède (**SECTION II**).

SECTION I. DE LA NÉGOCIATION À L'ENREGISTREMENT DE LA TRANSACTION

92. **Présentation.** Avant l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, un contrat de garantie financière doit être conclu pour couvrir le risque d'inexécution des obligations financières futures. D'ailleurs, les intermédiaires ont l'obligation d'appeler la couverture. Or, le dépôt initial de garantie faisant partie de la couverture est un contrat de garantie financière.

93. **La chronologie de l'opération financière sur un marché réglementé ou organisé.** Traditionnellement, on présente chronologiquement les étapes de formation du contrat, de son exécution et de son extinction. Une opération financière ne peut être réduite à la chronologie du contrat, car une opération financière est plus qu'un contrat¹. L'opération financière négociée sur un marché réglementé ou organisé présente une chronologie particulière en raison du nombre d'intermédiaires et de l'interposition de la chambre de compensation. L'opération financière est une notion plus large que celle de transaction définie comme tout « achat, vente ou échange d'un instrument financier exécuté sur un marché géré par une entreprise de marché, y compris les pensions livrées, mises en pension et prêts de titres ; les

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n^{os} 52 et suiv., p. 53 et suiv.

termes « acheteur » et « vendeur » doivent être interprétés en conséquence dans les présentes règles de la compensation »¹. La transaction se boucle et se déboucle. En réalité, lorsqu'elle se boucle, il s'agit de la phase correspondant à la période s'écoulant entre l'ordre et son enregistrement auprès de la chambre de compensation. Lorsqu'elle se déboucle, il s'agit de la phase s'écoulant entre la compensation des positions et son exécution par le donneur d'ordres. Au cours de ces deux phases de bouclage et débouclage, de nombreux opérateurs entrent en scène.

94. **Les intermédiaires. Les interventions consécutives des intermédiaires, vecteur de temporalité de l'opération financière.** En amont, le collecteur d'ordres (un établissement de crédit ou entreprise d'investissement, exerçant une activité de réception et transmission d'ordres) transmet des ordres portant sur des instruments financiers à un prestataire de services d'investissement habilité². Ensuite, le collecteur d'ordres peut transmettre l'ordre à un membre négociateur. Le membre négociateur est une « *personne ayant été admise par une entreprise de marché comme membre d'un marché réglementé ou d'un SMN [Système multilatéral de négociation] en qualité de courtier (broker), de courtier contrepartiste (dealer) ou des deux (broker-dealer) et dont l'adhésion est toujours en vigueur* »³. À l'extrémité de la boucle, c'est-à-dire au stade ultime de la négociation, seuls les adhérents/membres compensateurs sont autorisés à procéder à l'enregistrement de la transaction⁴. Les adhérents ou membres compensateurs sont des membres de marchés⁵. Lors du débouclage, il s'agit de l'exécution de l'obligation correspondant au solde débiteur de compensation à chaque stade de la chaîne d'intermédiaire. Il convient de distinguer la transaction de l'opération de marché.

95. **De la transaction à l'opération de marché : intervention d'une chambre de compensation.** Une transaction enregistrée par la chambre de compensation devient une opération de marché. Cette transaction donne naissance à un contrat soumis à une réglementation boursière. En matière financière, les phases traditionnelles de formation et d'exécution du contrat sont remplacées par la négociation et la compensation. La négociation correspond à la production de l'ordre sur le marché et à son exécution : il s'agit de la

¹ Chapitre I – Définition, Règles de la compensation édictées par LCH.Cleartnet SA

² *Ibid.*

³ *Ibid.*

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*

conclusion de la transaction¹. La phase de compensation correspond à l'enregistrement de l'ordre auprès d'une chambre de compensation et à l'exécution de toutes les obligations relatives à l'opération². La chambre de compensation enregistre les transactions au comptant ou à terme et marque le moment de l'exigibilité des obligations financières. Tant que l'opération n'est pas dénouée, le risque d'inexécution des obligations financières doit être couvert.

La manifestation du risque afférent à une opération au comptant ou à une opération à terme. Les obligations financières visent indistinctement l'opération au comptant³ et l'opération à terme. Si le risque est accru en raison de l'écoulement du temps entre l'ordre et l'exécution d'une opération à terme, le risque existe également pour une opération au comptant, en raison du décalage existant entre le moment de la passation de l'ordre et le moment du dénouement de la transaction. Tout comme l'opération à terme, la prise de position au comptant dure un certain temps. Si l'exécution de l'ordre se manifeste par une ligne d'écriture sur le compte du donneur d'ordres, il n'est pas pour autant exécuté immédiatement, car des délais sont nécessaires au traitement du processus de règlement et de livraison⁴.

La manifestation d'un risque à couvrir. Or, l'écoulement du temps est un risque qu'il convient de couvrir. En pareil cas, ce risque peut être couvert contractuellement par un contrat de garantie financière, mais l'obligation financière est future⁵. L'obligation financière couverte est ici relative à une opération financière au comptant. Cela est d'autant plus pertinent que toutes les obligations financières se compensent entre elles, qu'il s'agisse de

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 53, p. 54 : « La phase de négociation comporte la production de l'ordre sur le marché et son exécution, qui consiste en la conclusion d'une transaction. »

² *Ibid.*, n° 53, p. 54 : « La phase de compensation débute par l'enregistrement de la transaction conclue auprès de la chambre de compensation, conduisant à l'exécution de l'ensemble des obligations auxquelles donne naissance l'opération de marché. »

³ Une opération financière au comptant est l'équivalent civiliste d'une vente, c'est-à-dire que l'acheteur est animé par l'intention d'acheter et le vendeur par celle de vendre des valeurs mobilières. L'acheteur doit donc payer le prix et le vendeur doit transférer la propriété des valeurs mobilières. En droit des marchés financiers, l'intention des acheteur et vendeur se manifeste respectivement par un ordre d'achat et un ordre de vente démontrant ainsi le caractère autonome de la prise de position de chacun d'eux. L'opération est assimilable à un contrat de vente, mais la ressemblance s'arrête là car les parties ne contractent pas ensemble. Chacune de leur côté ont recours à des intermédiaires en charge de produire l'ordre sur le marché.

⁴ Ce décalage peut être rapproché de celui existant entre la date de remise d'un chèque et sa date de valeur en raison du délai nécessaire au traitement de cette remise par les banques de détails.

⁵ Art. L. 211-38-I du C. mon. fin.

celles afférentes à une opération à terme ou de celles afférentes à une opération au comptant et entre elles et celles afférentes au contrat de garantie financière.

La conséquence d'un engagement. Traditionnellement, les opérations au comptant sont opposées aux opérations à terme. Au sein de ces dernières, il convient de distinguer les opérations à terme ferme et les opérations à terme optionnel. En somme, les distinctions entre les opérations au comptant, à terme ferme et à terme optionnel donnent lieu à trois types d'engagements.

D'abord, l'engagement peut avoir pour objet de livrer ou de prendre livraison d'un bien en contrepartie de l'encaissement ou du versement d'une somme déterminée de manière immédiate. *« L'acheteur et le vendeur sont, dès l'exécution de l'ordre, définitivement engagés, le premier à payer, le second à livrer les instruments financiers [...] »*¹.

Ensuite, l'engagement peut être identique au premier, mais son exécution peut être retardée au jour d'une échéance convenue : il s'agit du contrat financier à terme ferme.

Enfin, l'engagement peut être identique aux deux premiers, à la différence que celui qui s'engage dispose d'une option, autrement dit le bénéficiaire a le choix de lever l'option ou de refuser de la lever. Les obligations financières concernent tant les opérations de marché au comptant, tant les opérations de marché à terme. Ces engagements sources de l'obligation financière doivent être couverts, c'est-à-dire garantis par un contrat de garantie financière.

96. L'obligation financière et le contrat de garantie financière au stade de la négociation et l'obligation des intermédiaires d'appeler la couverture. La couverture de l'obligation financière est à la charge de tous les donneurs d'ordres. La garantie de l'obligation financière précède l'obligation financière et est une condition de la passation de l'ordre.

La couverture : une obligation à la charge de tous les donneurs d'ordres. L'obligation de couverture est destinée à garantir les engagements par le transfert ou la remise

¹ Art. 570-1 du RG AMF

de certains actifs¹. « *Tout donneur d'ordres sur les marchés à terme y est soumis, à l'égard de son intermédiaire* »². Les membres compensateurs appellent la couverture auprès des membres négociateurs³, qui eux même l'appellent auprès des donneurs d'ordres⁴, autrement dit la couverture doit être appelée à chaque stade de l'opération financière : de la négociation à la compensation.

La couverture : une condition de la passation de l'ordre. Au stade la négociation, la couverture doit être un préalable à la passation de l'ordre. En d'autres termes, la couverture ou plus exactement le dépôt initial de garantie répond aux canons de la qualification de contrat de garantie financière. L'obligation financière couverte n'est quant à elle, à ce stade de l'opération financière, que future puisque l'obligation de régler quotidiennement n'apparaît que consécutivement à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation et que l'exécution de l'obligation financière qui consiste soit en un règlement du différentiel, soit en une livraison n'intervient qu'après le dénouement de l'opération, c'est-à-dire au stade de l'exécution. Au stade de la négociation, il ne s'agit pas encore d'une opération de marché ; pour qu'il s'agisse d'une opération de marché, la chambre de compensation doit avoir enregistré la transaction.

Conclusion de la section I

97. Au stade de la formation de l'opération de marché, c'est-à-dire avant l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, aucune obligation financière n'est exigible. En revanche, les obligations financières futures, celles qui naîtront de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, doivent être couvertes par un contrat de garantie financière, qu'il s'agisse d'une opération au comptant ou d'une opération à terme. La garantie des obligations financières futures est une condition de la passation de l'ordre et de l'enregistrement de la transaction.

¹ Art. 4.2.0.1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Cleanet SA*, 2013 :

² A.-C. MULLER, *op. cit.*, n^{os} 93 et suiv., p. 89 et suiv., spéc. n^o 93, p. 89

³ Art. 2501/2 des règles de marchés harmonisées d'Euronext, 2013

⁴ Art. 322-69 et 314-34 du RG AMF

SECTION II. L'ENREGISTREMENT DE LA TRANSACTION PAR LA CHAMBRE DE COMPENSATION

98. **Présentation.** Si l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation est conditionné par la conclusion d'un contrat de garantie financière, il marque également le moment à partir duquel les obligations financières sont exigibles. L'intervention de l'infrastructure de marché est nécessaire pour la détermination de l'objet des obligations financières.

99. **L'identification des obligations financières.** L'identification des obligations financières postérieurement à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation nécessite l'intervention d'une infrastructure de marché, la chambre de compensation. L'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation marque le moment à partir duquel l'obligation financière est exigible.

L'intervention nécessaire d'une infrastructure de marchés. Les opérations afférentes aux obligations financières¹ visent indistinctement les opérations afférentes à des instruments financiers négociés sur un marché réglementé ou conclues de gré à gré², dès lors qu'elles font l'objet d'un enregistrement par la chambre de compensation ou d'un appel de marges périodiques. Cela signifie que la notion d'opérations afférentes à des obligations financières est strictement liée à l'intervention d'une contrepartie centrale. Cela signifie aussi que la notion d'opération afférente aux obligations financières renouvelle celle d'opération de marché. La notion d'opération de marché est désormais une transaction enregistrée par une chambre de compensation³. En réalité, les logiques ont changé depuis la crise financière de 2007. Lors de la rédaction de la directive *Collateral*, le législateur voulait mettre en place un socle commun à toutes les opérations financières négociées ou conclues entre entités réglementées, une sorte de régime d'exception. Aujourd'hui, la transparence est l'objectif de toute réforme en matière financière, s'agissant de la négociation⁴ ou de la compensation⁵. Ainsi, l'opacité des opérations conclues de gré à gré susceptibles de remettre en cause le bon

¹ L. 211-36 du C. mon. fin.

² J.-B. MOJUYE, *op. cit.*, n° 1075, p. 468 : l'art. L. 211-36 du C. mon. fin. « vise aussi bien les opérations conclues de gré à gré que les opérations effectuées sur les marchés réglementés ».

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 58, p. 58 et 59 : « La qualification « d'opération de marché » doit être réservée à une transaction enregistrée auprès de la chambre de compensation. »

⁴ Directive et règlement MIF 2

⁵ Règlement EMIR

fonctionnement des marchés. Les opérations doivent être visibles ce qui implique qu'elles soient négociées sur des plates-formes de négociation et compensées par une chambre de compensation, restreignant d'autant la part résiduelle du pur gré à gré¹. Ce constat implique certaines conséquences quant à l'approche théorique des obligations financières. Si elles concernent tant les opérations négociées sur un marché réglementé que celles conclues de gré à gré, bon nombre des secondes vont être absorbées par les marchés réglementés.

L'intervention nécessaire de la contrepartie centrale pour déterminer le moment de l'exigibilité des obligations financières. Ces récentes réformes expriment le lien existant entre l'obligation financière et, d'une part, l'intervention de la chambre de compensation et, d'autre part, la notion d'instruments financiers à terme. En effet, ces liens s'expliquent par la notion de risque caractéristique du duo que forment les obligations financières et le contrat de garantie financière. Le lien entre le risque et sa couverture existe au stade de la négociation : il s'agit très simplement de l'écoulement du temps. Au-delà, ce risque peut être inhérent à l'existence d'un terme, ferme ou optionnel, affectant un instrument financier, dans ce dernier cas doublement aléatoire. Le lien entre le risque et sa couverture existe aussi au stade de la compensation et s'exprime par le biais de la relation entre le dépôt de garantie et le règlement quotidien des marges. L'identification de l'obligation financière exigible est théorique et cède sa place à une approche plus technique qu'est celle de l'exigibilité de l'obligation financière.

100. **L'exigibilité des obligations financières.** L'exigibilité des obligations financières correspond au moment auquel la manifestation unilatérale de volonté du donneur d'ordres est susceptible d'avoir un impact sur le marché : l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. Ainsi, la détermination du moment de l'exigibilité des obligations financières est liée au fait générateur de l'opération de marché. La détermination du moment de l'exigibilité des obligations financières revient à se demander à partir de quel instant l'engagement du donneur d'ordres est susceptible d'impacter le marché. L'obligation financière est l'obligation née d'une opération de marché. Or, le fait générateur de l'opération de marché réside dans la conjugaison de la manifestation unilatérale de volonté du donneur d'ordres et dans l'enregistrement de la transaction par la chambre. Le dispositif *Collateral*

¹ Liberté contractuelle et obligations financières afférentes à des opérations négociées sur un marché réglementé. Recul du pouvoir de la volonté. La liberté contractuelle c'est notamment choisir le cocontractant

permet de justifier cette thèse pour trois raisons. D'abord, l'enregistrement conditionné par la conclusion d'un contrat de garantie financière est une condition de validité de l'opération de marché. L'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation marque le départ de la période d'exigibilité des obligations financières. Ensuite, l'enregistrement participe à la formation de l'opération de marché. Ainsi, la pertinence de la distinction entre la négociation et la compensation est restaurée. La chambre de compensation est alors contrepartie sans être partie au « contrat » principal. Enfin, l'enregistrement, une condition de l'existence du principal (les obligations financières) conditionnée par celle de l'accessoire (le contrat de garantie financière). Il convient de détailler chacun de ces arguments et permettre de démontrer que l'enregistrement de la transaction marque le moment de l'exigibilité des obligations financières.

Première étape de l'argumentation : l'enregistrement de la transaction est subordonné à la conclusion d'un contrat de garantie financière et détermine le moment de l'exigibilité des obligations financières. La première étape de l'argumentation se subdivise en deux autres sous-étapes : d'une part, l'enregistrement est une condition de l'opération de marché et, d'autre part, l'enregistrement marque le moment du départ de l'exigibilité des obligations financières.

D'une part, l'enregistrement est une condition de l'opération de marché. L'enregistrement est une condition de l'opération de marché tout comme l'enregistrement est une condition d'existence de la première des obligations financières et d'un contrat de garantie financière. La période de négociation est la première étape de l'opération financière : il s'agit de la période s'écoulant de la prise en charge de l'ordre par un intermédiaire jusqu'à son enregistrement par la chambre de compensation. Ce particularisme temporel et chronologique se justifie par l'intervention de la chambre de compensation. L'enregistrement de l'ordre par la chambre de compensation est inhérent au processus de formation de l'opération. L'existence de l'opération de marché est conditionnée par son enregistrement par la chambre de compensation, à défaut il ne s'agit que d'une transaction. Le particularisme de l'opération de marché naît à compter de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. À vrai dire, l'opération de marché doit être envisagée dans sa globalité. L'enregistrement de la transaction est subordonné au dépôt de garantie initial qui est un

contrat de garantie financière¹. Ainsi, l'enregistrement est conditionné par la conclusion d'un contrat de garantie financière.

D'autre part, l'enregistrement marque le moment à partir duquel les obligations financières sont exigibles. À compter de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, l'intervenant doit fournir la couverture et est tenu, à compter de ce moment, de régler quotidiennement les marges calculées sur les variations de cours. L'enregistrement de la transaction détermine le moment à partir duquel les obligations financières sont exigibles. Le règlement des marges correspond à l'exécution de l'obligation financière. L'inexécution de cette obligation empêche le maintien de la position ouverte. Ainsi l'enregistrement d'une opération de marché conditionne l'existence de l'obligation financière. Il y a donc une interdépendance entre la condition d'existence d'une opération de marché et la condition de maintien de la position ouverte.

Deuxième étape de l'argumentation : l'enregistrement de la transaction, la formation de l'opération de marché. L'analyse qui confère au moment de l'enregistrement la qualification d'étape de formation est alors pleinement justifiée dès lors que la conclusion du contrat de garantie financière est une condition d'enregistrement et que le règlement quotidien des marges est une obligation financière exigible à compter de l'enregistrement. La désarticulation de l'opération de marché permet de révéler le particularisme des obligations consécutives à l'enregistrement de la transaction, d'autant plus vérifiable lorsqu'il s'agit de l'enregistrement d'une transaction relative à des instruments financiers à terme². L'intervention de la chambre de compensation participe ainsi à la formation de l'opération de marché³.

¹ L. 440-7 du C. mon. fin.

² A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 58, p. 58 et 59 : « S'agissant des marchés à terme réglementés, le caractère indissociable de la conclusion de la transaction et de son enregistrement par la Chambre apparaît encore plus nettement. La négociabilité des engagements souscrits relève de l'essence même desdits engagements. Celle-ci ne se conçoit que grâce à l'intervention de la chambre de compensation, quelque soit la qualification qu'on lui attribue. Pour valoir opération de marché, lorsque celui-ci est doté d'une chambre de compensation, la transaction doit être enregistrée auprès de ladite Chambre afin de faire bénéficier les parties à la transaction des avantages, mais aussi des contraintes, qui s'attachent à son intervention. »

³ *Ibid.*, n° 58, p. 58 : « En effet, l'interposition de la chambre de compensation participe de la nature même de l'opération de marché, et donc de sa formation. S'il est vrai que les marchés au comptant, la finalité de l'intervention de la Chambre se limite à une simplification de l'exécution des obligations de règlement-livraison, l'intervention de la Chambre n'en demeure pas moins essentielle, notamment car elle garantit la bonne fin des opérations. L'anonymat de la contrepartie, qui caractérise les marchés réglementés, n'est en effet accepté par

L'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation : une étape de formation de l'opération. Sur un marché réglementé ou organisé, les obligations financières et l'obligation de conclure un contrat de garantie financière ne voient le jour qu'en raison de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. L'enregistrement subordonné à la conclusion d'un contrat de garantie financière est une condition d'existence et d'exigibilité des obligations financières. Il est alors opportun et juste de placer l'enregistrement au sein de l'étape de formation et non d'exécution de l'opération de marché. Les dispositions des articles L. 211-36 et suivants du Code monétaire et financier plaident en ce sens. En effet, l'article L. 211-38 du même Code prévoit que les dettes et créances relatives au contrat de garantie financière ainsi que les obligations financières sont compensables entre elles. Comme la compensation est un mode d'extinction totale ou partielle de l'obligation pouvant endosser parfois une fonction de garantie, cela veut donc dire que le mécanisme compensatoire fait partie si ce n'est de l'exécution, mais à tout le moins du dénouement de l'opération. Or, pour pouvoir compenser des dettes et créances entre elles, encore faut-il qu'elles existent. Sur un marché réglementé ou organisé, elles ne peuvent exister qu'en raison de l'enregistrement de la transaction. L'enregistrement est l'étape de formation des obligations financières.

L'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation : la condition de formation de l'opération de marché. En réalité, pour rejeter l'existence d'un contrat entre la chambre et l'intermédiaire¹, il a pu être avancé que la déduction du caractère obligatoire de l'enregistrement était hâtive et qu'il suffisait de constater que les intermédiaires n'étaient pas liés entre eux. Il convient, d'une part, de confronter l'enregistrement et le régime des obligations financières pour démontrer que l'enregistrement est obligatoire et conditionné par la conclusion d'un contrat de garantie financière et, d'autre part, de dresser le constat que l'absence de lien entre les intermédiaires est insuffisant quant à la détermination du moment de l'exigibilité des obligations financières.

D'une part, l'enregistrement est conditionné par la conclusion d'un contrat de garantie financière. Le dispositif légal concernant les obligations financières ne fait pas de l'enregistrement une condition d'existence. Simplement, le dispositif s'attache à la

les opérateurs qu'en raison de l'absence de risque de contrepartie, obtenue grâce à l'interposition de la chambre de compensation. »

¹ *Supra* n^{os} 68 et suiv.

circonscription de la notion d'obligation financière en raison de l'opération en question. Quand bien même les textes restent silencieux sur ce point, il convient de se retourner vers les règles de marché. Il ne saurait y avoir de marché réglementé sans chambre de compensation. Si historiquement cette affirmation est fautive¹, elle est aujourd'hui vraie en raison de la transparence exigée. Or la compensation des opérations par une chambre de compensation implique de la transparence. Les différentes réformes invitent à conduire un maximum de transactions vers le marché réglementé ou organisé muni d'une chambre de compensation à des fins de visibilité et de contrôle, relayant le pur gré à gré au rang des exceptions. En conclusion, cela signifie que si les textes n'élèvent pas l'enregistrement au titre d'une condition légale de formation de l'opération afférente à une obligation financière ; les mécanismes de marché, quant à eux, l'impliquent. Par conséquent, soutenir la déduction hâtive du caractère obligatoire de l'enregistrement revient en quelque sorte nier ou ne pas s'accorder sur ce qu'est une opération de marché. La confrontation de la transaction à un marché réglementé l'oblige inéluctablement à subir l'enregistrement : c'est ainsi que l'ordre est produit sur le marché et peut être confronté aux ordres identiques ou quasi identiques, mais de sens inverse.

D'autre part, l'absence de lien entre les intermédiaires n'apporte rien à la détermination du moment de l'exigibilité des obligations financières. La critique retenant que le simple constat d'absence d'échange des consentements entre les intermédiaires aurait été suffisant pour justifier que la négociation ne crée pas de lien de droit entre eux² est réductrice et ne permet pas de justifier le moment de l'exigibilité des obligations financières. L'enregistrement marque le moment à partir duquel l'intermédiaire est tenu d'exécuter une première obligation financière de la transaction muée en opération de marché. La première obligation à la charge de l'intermédiaire est la fourniture du dépôt initial de garantie (lorsqu'il s'agit d'une opération à terme) puis l'obligation de régler les marges. Plus précisément pour

¹ A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 477, p. 297 : « Or l'évolution historique des marchés financiers et l'apparition relativement tardive de la compensation multilatérale montrent bien qu'historiquement, le mécanisme de marché est apparu en premier et que ce n'est qu'ensuite qu'on a cherché à simplifier et à sécuriser l'exécution des opérations, en mettant en place un mécanisme de compensation multilatérale. La phase post-marché revêt une importance essentielle aujourd'hui, mais n'en est pas moins chronologiquement seconde. En témoigne le fait que la phase de négociation relève de l'entreprise de marché, tandis que la phase de compensation relève de la chambre de compensation. »

² A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 474, p. 295 et 296 : « L'absence d'échange des consentements entre les membres de marché est au demeurant un argument suffisamment fort pour écarter la qualification de la négociation de contrat entre deux intermédiaires. Il n'est donc pas nécessaire de voir dans l'enregistrement un élément de formation de l'opération pour expliquer que la négociation ne crée pas de lien d'obligation entre les intermédiaires. »

les opérations à terme, il ne saurait y avoir d'enregistrement sans la fourniture d'un dépôt initial de garantie. La couverture devient une condition d'enregistrement et d'accès au marché¹. Sur les marchés financiers, tout est conçu à l'envers. On vise le résultat, l'efficacité et l'on s'interroge *a posteriori* et de manière rétrospective sur les moyens d'y parvenir. Si ces premières obligations à la charge des intermédiaires – régler les marges – sont sanctionnées par la liquidation d'office des positions, la nature de cette sanction dicte la celle de la règle. Ainsi, l'enregistrement comme une condition de formation de l'opération de marché.

Troisième étape de l'argumentation : l'enregistrement, une condition d'existence de l'obligation garantie conditionnée par la garantie. Si l'enregistrement est subordonné à la conclusion d'un contrat de garantie financière qui est une condition d'existence et d'exigibilité des obligations financières, cela signifie que l'enregistrement conditionne l'existence de l'obligation financière. Cela signifie également que la conclusion du contrat de garantie financière conditionne l'enregistrement. Autrement dit, l'obligation de régler les marges est conditionnée par le dépôt de garantie initial qui, à son tour, conditionne l'enregistrement. Confronté au régime des obligations financières, ce constat conduit à retenir que l'existence de l'obligation financière est conditionnée par la conclusion d'un contrat de garantie financière et que son exigibilité est conditionnée par l'enregistrement, lui-même subordonné à la conclusion d'un contrat de garantie financière : l'accessoire conditionne l'existence du principal, l'accessoire conditionne l'existence d'une opération de marché et par suite l'exigibilité du principal. Ce constat est presque hérétique, car le rapport traditionnel entre le principal et l'accessoire est inversé, en raison de l'intervention de la chambre de compensation.

Conclusion de la section II

101. La transaction doit être enregistrée pour devenir une opération de marché. L'enregistrement conditionné par la conclusion d'un contrat de garantie financière détermine le moment à compter duquel les obligations financières sont exigibles. L'exigibilité des obligations financières qui repose sur l'intervention d'une chambre de compensation permet la détermination de l'objet, c'est-à-dire la quantification, des obligations financières. En somme, l'enregistrement de la transaction est subordonné à la conclusion d'un contrat de garantie financière et l'enregistrement par la chambre de compensation est le moment à

¹ *Infra* n^{os} 382 et suiv.

compter duquel les obligations financières sont exigibles. Si les textes ne qualifient pas l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation comme une condition légale de formation de l'opération de marché, les mécanismes de marché l'impliquent.

102. Comme l'existence de l'opération de marché est subordonnée à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation et comme les obligations financières naissent d'une opération de marché, alors l'existence et l'exigibilité de l'obligation financière sont subordonnées à l'intervention de cette infrastructure de marché. Ce constat permet de démontrer encore une fois que l'obligation financière est un objet du système financier qui ne saurait exister sans lui.

103. Comme l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation est subordonné à la conclusion d'un contrat de garantie financière et comme les obligations financières deviennent exigibles par ce même enregistrement, alors l'exigibilité des obligations financières est subordonnée à la conclusion d'un contrat de garantie financière. Autrement dit, il s'agit d'une situation topique au sein de laquelle la garantie conditionne l'existence de l'obligation garantie. Le contrat de garantie financière est alors une condition d'existence de l'opération de marché et donc de l'obligation financière.

Conclusion du chapitre 1

104. La détermination de l'objet de l'obligation financière au stade de la formation de l'opération de marché impose de distinguer deux périodes, celle qui se situe avant l'enregistrement de la transaction du moment de l'enregistrement.

105. Avant l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, les obligations financières n'existent pas encore et ne sont que futures. Au demeurant, dès la négociation de la transaction, un contrat de garantie financière doit être conclu par le donneur d'ordres. Dès la négociation, les obligations financières futures doivent être couvertes, car le contrat de garantie financière est une condition de passation de l'ordre.

106. À compter de l'enregistrement, la transaction devient une opération de marché et les obligations financières sont exigibles. La conclusion d'un contrat de garantie financière est

une condition de l'enregistrement de la transaction et de formation de l'opération de marché. Deux conclusions principales sont dégagées : d'une part, l'existence et l'exigibilité des obligations financières sont subordonnées à l'intervention de la chambre de compensation et, d'autre part, l'existence et l'exigibilité des obligations financières sont subordonnées à la conclusion d'un contrat de garantie financière. Le dispositif *Collateral* crée une situation atypique puisque l'existence de l'obligation garantie est conditionnée par la fourniture de la garantie.

107. La détermination de l'objet de l'obligation financière au stade de la formation de l'opération de marché nécessite l'intervention de la chambre de compensation qui est une infrastructure du système financier et démontre que l'obligation financière est un objet du système financier.

CHAPITRE 2. LA DÉTERMINATION DE L'OBJET DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE LORS DU DÉNOUEMENT DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ

108. **Présentation.** La détermination de l'obligation financière au stade du dénouement de l'opération implique d'abord une distinction préalable entre l'exécution et le dénouement des obligations financières nées de l'opération de marché. Ensuite, comme l'obligation financière est l'expression juridique du risque économique d'inexécution de l'obligation, alors l'exécution de l'obligation conduit à la réduction voire à la disparition du risque crédit.

La distinction préalable entre l'exécution des obligations financières afférentes à l'opération de marché et le dénouement de l'opération de marché. La notion de dénouement de l'opération de marché est une notion plus large que celle d'exécution des obligations financières parce que l'opération de marché est pyramidale. Le dénouement correspond à l'exécution des obligations financières par les participants au système de compensation multilatérale, par les intermédiaires et finalement par les donneurs d'ordres. C'est une sorte de débouclage général de chacune des strates de la pyramide : c'est un dénouement en cascade¹. Bien évidemment, ce débouclage général ne peut se confondre avec l'exécution des obligations financières à la charge de chacun des participants, intermédiaires et donneurs d'ordres. L'exécution des obligations financières à la charge de chacun des opérateurs, du participant au système de compensation multilatérale au donneur d'ordres initial, participe au dénouement général de l'opération. L'intervention des intermédiaires et des infrastructures de marché sont nécessaires pour déterminer l'objet de l'obligation financière et pour son exécution.

Le risque confronté au dénouement de l'opération afférente à une obligation financière. Si l'exécution de l'obligation financière participe au dénouement général de l'opération de marché, elle ne peut à elle seule suffire à l'éviction du risque crédit. En réalité, l'éviction totale du risque est subordonnée à l'exécution de l'obligation financière par le

¹ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 863, p. 686

donneur d'ordres initial. La dimension collective des marchés disparaît et cède sa place aux rapports bilatéraux entre les opérateurs¹.

109. **Plan.** Dès l'enregistrement de l'opération par la chambre de compensation, les obligations financières sont exigibles parce que le risque d'inexécution qui les affecte est susceptible de mettre en péril la stabilité du marché. La présence du risque de contrepartie sur le marché est plus ou moins longue selon qu'il s'agit d'une opération au comptant ou d'une opération à terme. Le temps qui s'écoule jusqu'à l'échéance est facteur de risque. En ce sens, comme le risque de contrepartie est plus intense s'agissant des opérations à terme que des opérations au comptant, il configure le dénouement des opérations. À ce stade, les infrastructures de marché sont aussi mobilisées pour déterminer l'objet de l'obligation financière. Envisageons d'abord l'exécution des obligations financières d'une opération de marché au comptant (**SECTION I**) puis celle d'une opération de marché à terme (**SECTION II**).

SECTION I. L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES NÉES D'UNE OPÉRATION DE MARCHÉ

110. **Plan.** L'exécution des obligations financières nées d'une opération de marché mobilise les infrastructures de marchés qui permettent de déterminer son objet. Selon l'article L. 211-36-3° du Code monétaire et financier, les obligations financières peuvent résulter de tout contrat conclu dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier, c'est-à-dire un système de règlements interbancaires ou de règlement et de livraison d'instruments financiers. Ainsi, l'exécution des obligations financières afférentes à une opération de marché est multilatérale (§1) et se manifeste par un transfert de propriété, c'est-à-dire par une inscription en compte (§2).

¹ A.-C. ROUAUD, *op. cit.*, n° 629, p. 379 : « A ce stade, le dénouement perd son aspect collectif et revêt un caractère bilatéral, entre les maillons de la chaîne pris deux à deux. Chaque intermédiaire doit, en exécution de son obligation de rendre compte, reverser à son donneur d'ordre le produit de la prestation qu'il a reçu pour le compte de celui-ci. »

§1. L'exécution multilatérale des obligations financières assurée par un système de règlement et de livraison

111. **Présentation et particularisme.** Il est acquis que l'obligation financière est assimilable, avant l'échéance, à l'obligation de régler les marges et, à l'échéance, à l'obligation de régler le solde définitif de compensation. Ces précisions acquises, il convient de les orchestrer avec l'article L. 211-36-3° du Code monétaire et financier qui prévoit que les obligations résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1 du même Code, c'est-à-dire dans le cadre d'un système de règlement et de livraison, sont des obligations financières. La prise en charge de l'exécution des opérations de manière multilatérale et quasi automatique ainsi que la qualification des obligations en résultant constituent tant une confirmation qu'un argument plaidant pour la qualification d'obligation financière du solde définitif de compensation.

112. **Définition du système de règlement et de livraison.** Un système de règlement et de livraison d'instruments financiers est « *une procédure nationale ou internationale organisant les relations entre trois participants 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 d'instruments financiers entre lesdits participants* »¹. L'article 560-1 alinéa 2 du règlement général de l'AMF dispose 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* ».

113. **Le système et les acteurs du règlement et de livraison : un système et des participants permettant l'exécution des obligations financières.** Le système de règlement et de livraison repose sur une organisation pyramidale dont le point d'ancrage est le gestionnaire du système. Des participants gravitent autour de l'organe central². L'organe

¹ Art. L. 330-1 du C. mon. fin.

² Il s'agit d'Euroclear. Art. 1.1 al. 1 des règles de fonctionnement d'ESES

central ou le gestionnaire du système de règlement et de livraison est assuré par Euroclear¹. Les participants au système de règlement et de livraison² sont assimilables aux entités réglementées visées par la directive *Collateral*. Ainsi, les champs d'application *rationae personae* de la directive *Collateral* et celui du système de règlement et de livraison se rejoignent. Les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les adhérents d'une chambre de compensation, les dépositaires centraux, les gestionnaires de système de règlements interbancaires ou de règlement et de livraison d'instruments financiers sont des entités pouvant être admises comme participants à un système de règlement et de livraison par le gestionnaire du système³. Le mécanisme relatif au système de règlement et de livraison ainsi que ses participants permettent et concourent à l'exécution des obligations financières.

114. Les principes directeurs de tout système de règlement et de livraison identiques à l'esprit de la directive *Collateral*. Les systèmes de règlement et de livraison sont gouvernés par le principe de normalisation des délais de dénouement sur le marché, de simultanéité de la livraison des titres et du paiement dans le but d'éradiquer le risque de contrepartie et de l'irrévocabilité⁴ du dénouement⁵. Le temps est l'allié du risque, plus le temps s'écoule, plus le risque s'accroît ; la normalisation des délais de dénouement sur le marché est un moyen de réduire le risque. Or, le dispositif issu de la directive *Collateral* a été conçu pour réduire le risque crédit exponentiel avec l'écoulement du temps. Tout le régime du contrat de garantie financière ayant pour objet de couvrir les obligations financières est dédié à l'éviction du risque de contrepartie. Donc le système de règlement et de livraison est gouverné par les mêmes objectifs et impératifs que ceux gouvernant le dispositif *Collateral*. Le dispositif

¹ Les systèmes de règlement et de livraison ont fait l'objet d'une évolution. Le système a vu le jour véritablement au cours des années 1990. En 1987, un système de règlement et de livraison unique a été mis en place ; il s'agit du système RELIT désignant par contraction le règlement-livraison des titres. Ce système était géré par la Sicovam. En 1995, le système RELIT reprend le système Saturne de la Banque de France afférent aux bons du Trésor et aux titres de créances négociables. Le tout forme, à partir de 1998, le système RELIT à grande vitesse désigné RGV. À partir de 1998, coexistent ainsi les systèmes RELIT et RGV. Peu après, un autre système apparaît RELIT+. Tous trois sont regroupés, en 2001, au sein du système RGV2 (RELIT grande vitesse 2) composé de deux systèmes, l'un révocable, l'autre irrévocable. Le 26 novembre 2007, le système de règlement et de livraison RGV2 a été remplacé par ESES qui est géré par Euroclear France.

² L. 330-1-II du C. mon. fin. ; Art. 2.1 des règles de fonctionnement d'ESES France

³ Art. 2.1 des règles de fonctionnement d'ESES France

⁴ L'ancienne filière « révocable » de RELIT+ n'est plus d'actualité. Depuis la création du système ESES, la filière irrévocable concerne toutes les opérations traitées par Euroclear France.

⁵ A.-C. ROUAUD, *op. cit.*, n° 168, p. 105 ; Ph. GOUTAY, « Responsabilité des intermédiaires : compensation et règlement-livraison », *Banque & Droit*, n° 70, mars-avril 2000, p. 8 ; H. BOUCHETA, « Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne : aspects juridiques », *Banque & Droit*, n° 106, mars-avril 2006, p. 24 ; P. BLOCH, « La directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 49

Collateral transcende temporellement chacune des étapes de vie de l'ordre, de la transaction, de l'opération de marché, en somme de toute l'opération financière.

115. **Le fonctionnement du système de règlement et de livraison : l'exécution des obligations financières.** Le fonctionnement du système de règlement et de livraison se désarticule en deux étapes : d'une part, l'étape relative à la validation des opérations matérialisée par l'émission des instructions et, d'autre part, l'étape relative au dénouement des opérations, concrètement l'exécution des opérations, autrement dit des obligations financières.

Les instructions de règlement et de livraison : manifestation du caractère obligatoire de l'obligation financière, de payer ou de livrer. Cette étape manifeste l'émission d'une instruction¹ irrévocable. En d'autres termes, l'émission de l'instruction révèle la fonction de validation des opérations qui correspond à la vérification de l'accord des parties aux opérations, c'est-à-dire un contrôle du solde créditeur des comptes titres et espèces des acheteurs et vendeurs. Des sous-systèmes du système ESES – le sous-système d'ajustement SBI² et le sous-système de préparation SLAB³ – assurent respectivement l'ajustement des ordres exécutés sur les marchés réglementés entre les intermédiaires collecteurs d'ordres et les membres de marché⁴ et l'appariement des instructions relatives aux opérations conclues de gré à gré⁵. L'avis d'opéré transmis au collecteur d'ordres par le membre de marché formalise le *quantum* de l'obligation financière. Après l'accord exprès du transmetteur d'ordres ou la validation d'office de l'avis d'opéré par le sous-système, l'instruction irrévocable de livrer contre paiement est délivrée par le sous-système⁶. Les négociations compensées par la chambre de compensation sont validées par un sous-système spécial, le *Settlement Connect*, géré par la chambre de compensation. Dans ce cas, il revient à la chambre de compensation de valider les instructions de règlement et de livraison⁷. Ainsi, confrontée au dispositif *Collateral*, l'étape de l'émission de l'instruction correspond au moment de la vérification de l'accord des parties visées à l'article 211-36 du Code monétaire et financier aux opérations déterminées par ce même article. Autrement, il s'agit de la

¹ L'instruction émane d'un participant, un sous-système, par un dépositaire central ou encore par un tiers, notamment la chambre de compensation.

² Sociétés de Bourse Intermédiaires

³ Sous-système d'appariement « livraison par accord bilatéral »

⁴ Art. 7.3 à 7.5 des règles de fonctionnement d'ESES France

⁵ Art. 7.6 et suiv. des règles de fonctionnement d'ESES France

⁶ Art. 7.4 des règles de fonctionnement d'ESES France

⁷ Art. 1.3.5.8 des règles de la compensation édictées par *LCH.Cleernet SA*

vérification de l'adéquation de l'obligation financière à exécuter au stade du dénouement de l'opération par rapport à ce qui a été convenu au stade antérieur à l'enregistrement de la transaction¹. Les systèmes de règlement et de livraison permettent formellement de déterminer le *quantum* de l'obligation financière à exécuter. Une fois les vérifications opérées quant au *quantum*, il convient d'envisager l'irrévocabilité de cette instruction de règlement et de livraison. L'instruction de règlement et de livraison est transmise par le sous-système d'ajustement au sous-système de dénouement. L'instruction de règlement et de livraison, distincte de l'instruction de dénouement, est irrévocable ; tout comme l'instruction transmise par la chambre de compensation au sous-système de dénouement². L'irrévocabilité tout comme l'éviction des règles des procédures collectives et des procédures civiles d'exécution permettent de protéger le marché, en évitant qu'une instruction ne soit remise en cause par une procédure affectant l'un des participants³. La protection du marché est assurée par le régime juridique d'un système de règlement et de livraison et par le dispositif *Collateral*. L'instruction irrévocable une fois délivrée, il convient d'envisager l'exécution de l'instruction de règlement et de livraison.

L'exécution des instructions de règlement et de livraison : exécution de l'obligation financière, de payer ou de livrer. Au stade de l'exécution de l'instruction de règlement et de livraison, le sous-système de dénouement est sollicité⁴. Avant d'envisager l'exécution des obligations financières, il convient au préalable de présenter le contrôle opéré par le sous-système de dénouement⁵. Le sous-système de dénouement « *procède à un contrôle de forme de toutes les instructions à dénouer qu'il a reçues ou générées et tente d'imputer celles qui ont atteint leur date de dénouement* »⁶. Ce contrôle consiste en la vérification par le sous-système de dénouement de l'existence, d'une part, d'une provision suffisante de titres financiers sur le compte du participant et, d'autre part, d'une provision suffisante sur le compte espèces ou d'un pouvoir d'achat suffisant du participant⁷. Ces exigences satisfaites, le sous-système procède à l'exécution des instructions de règlement et de livraison. À ce stade, *l'instrumentum* et *l'obligatio* sont confondus. L'instruction est un *instrumentum*. L'*instrumentum* n'est pas exécutable, il sert d'instrument pour extérioriser, *ad validitatem* ou

¹ Art. 7.12 et suiv. des règles de fonctionnement d'ESES France

² Art. 6.1 et 7.15 des règles de fonctionnement d'ESES France

³ Art. L. 330-1-III et L. 211-40 du C. mon. fin.

⁴ Art. 7.12 et suiv. des règles de fonctionnement d'ESES France

⁵ Art. 7.13 des règles de fonctionnement d'ESES France

⁶ Art. 7.13 des règles de fonctionnement d'ESES France

⁷ Art. 7.19 des règles de fonctionnement d'ESES France

ad probationem, l'existence d'une obligation. En l'occurrence, ce n'est pas l'instruction qu'il convient d'exécuter, mais les obligations financières découlant de l'opération financière. Après ce contrôle, le sous-système de dénouement – le registre local – sollicite un autre sous-système qui a la charge de constater l'irrévocabilité du dénouement. L'irrévocabilité est acquise dès lors que le registre local a accusé réception du message du sous-système de dénouement : « *En cas de contrôle satisfaisant, la transaction est immédiatement enregistrée dans le sous-système de dénouement. Le dénouement des ordres tant en titres financiers qu'en espèces devient alors définitif* »¹. Ensuite, « *le système ESES France procède, immédiatement après, à la mise à jour des positions de titres financiers et des comptes espèces dédiés des participants concernés* »².

116. L'insuffisance de la position espèces du participant au système de règlement et de livraison : la faculté de mise en pension assimilable à un contrat de garantie financière.

Les opérations en lien avec la BDF comprennent notamment les opérations de pensions livrées³ conservatoires consistant en « *une cession en pleine propriété de titres collatéralisables au bénéfice de la Banque de France [...] réalisée automatiquement par le système ESES France, au nom et pour le compte d'un participant et destinée à accroître le solde du compte espèces dédié au participant* »⁴. Cette garantie peut être mise en place en cas d'insuffisance du « pouvoir d'achat », c'est du solde du compte espèces du participant ayant vocation à permettre l'exécution de l'obligation de règlement contre livraison⁵. Ces pensions livrées conservatoires sont des contrats de garanties financières qui ont vocation à couvrir les obligations financières au stade de l'exécution de l'opération de marché. La confrontation du régime juridique du contrat de garantie financière et de la pension livrée conservatoire au sens des règles de fonctionnement d'ESES France conforte cette qualification. D'abord, rappelons que les participants au système de règlement et de livraison sont sensiblement identiques aux entités réglementées du dispositif *Collateral*⁶. Ensuite, la pension livrée conservatoire est une sûreté réelle translatrice de propriété à l'instar du contrat de garantie financière⁷. Les obligations garanties sont des obligations financières dans la mesure où l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier précise que les obligations de tout contrat conclu

¹ Art. 6.3 al. 2 des règles de fonctionnement d'ESES France

² Art. 6.3 al. 3 des règles de fonctionnement d'ESES France

³ Art. L. 432-12 du C. mon. fin.

⁴ Art. 4.3.1 des règles de fonctionnement d'ESES France

⁵ Art. 7.17 al. 2 des règles de fonctionnement d'ESES France

⁶ Art. L. 211-36 du C. mon. fin. et art. 2.1 des règles de fonctionnement d'ESES France

⁷ Art. L. 211-38 du C. mon. fin. et art. 4.3.1 des règles de fonctionnement d'ESES France

dans le cadre d'un système de règlement et de livraison sont des obligations financières¹. Enfin, les titres collatéralisables, c'est-à-dire les actifs pouvant être remis en garantie à la BDF, autrement dit admis à constituer l'assiette de la garantie, sont soumis aux règles sélectives du SEBC². Les actifs remis ou transférés en garantie de l'exécution des obligations financières peuvent être réutilisés³, à charge pour le réutilisateur de les restituer. Cette faculté de « *re-use* » caractéristique du contrat de garantie financière est assimilable à ce que les règles de fonctionnement d'ESES France nomment la faculté pour le système de règlement et de livraison de substituer aux titres financiers mis en pension d'autres titres collatéralisables⁴. Ces actifs sont fongibles. Si l'obligation garantie, en l'occurrence l'obligation de règlement contre livraison, est exécutée, alors ESES France se charge du dénouement des pensions livrées conservatoires. À ce sujet, les règles de fonctionnement d'ESES France utilisent le terme de « remboursement » qui est impropre pour caractériser la situation. Il ne s'agit pas d'un remboursement, mais d'une restitution des actifs transférés à titre de garantie⁵. En somme, les obligations de règlement et de livraison sont des obligations financières qui n'échappent pas au dispositif *Collateral* et, cela même s'il s'agit de l'étape ultime de l'opération de marché, ce qui implique qu'elles peuvent être à leur tour couvertes par un contrat de garantie financière qui, en l'occurrence, prend la forme d'une pension livrée temporaire dont le bénéficiaire est la BDF. L'exécution des obligations financières se manifeste par une inscription en compte.

§2. L'exécution des obligations financière par l'inscription en compte manifestant le transfert de propriété

117. **Plan.** La négociabilité est définie comme « la faculté de transférer la propriété du titre et des droits qui lui sont incorporés par simple virement, pour les titres inscrits en compte, ou par tradition manuelle, pour les titres vifs, c'est-à-dire existants matériellement sous forme papier »⁶. Il s'agit d'un mode de transmission de l'obligation évasive de l'application de l'article 1690 du Code civil, raison pour laquelle elle est communément qualifiée de mode de transmission simplifié⁷. La négociabilité authentique devrait être le reflet juridique du concept

¹ Art. L. 211-36-I-3° du C. mon. fin.

² Art. 9.4 des règles de fonctionnement d'ESES France

³ Art. L. 211-38-III du C. mon. fin.

⁴ Art. 9.5 des règles de fonctionnement d'ESES France

⁵ Art. 9.6 des règles de fonctionnement d'ESES France.

⁶ F. AUCKENTHALER, *op. cit.*, n° 63, p. 22

⁷ Ch. LASSALAS, *L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale*, Thèse Clermont-

économique que constitue la liquidité : « la négociabilité est unanimement considérée par la doctrine comme la plus essentielle des caractéristiques des valeurs mobilières. S'il n'était qu'un caractère commun aux valeurs mobilières, ce serait celui-ci : il s'agit des titres négociables »¹. L'article L. 211-14 du Code monétaire et financier lie la négociabilité, caractérisée par l'inopposabilité des exceptions, au titre financier²; et consécutivement l'inopposabilité des exceptions est liée à celle de titre financier³. À défaut de titre, la créance est cessible en respectant les formalités de l'article 1690 du Code civil, tout comme elle est soumise à la règle *Nemo plus juris*⁴. Le titre permet également d'échapper à l'opposabilité des exceptions qui évite qu'un opérateur puisse opposer à un autre les exceptions qu'il aurait pu invoquer à l'encontre de la personne aux droits de laquelle il vient. La négociabilité des titres financiers se manifeste par leur inscription en compte qui marque le moment du transfert de propriété, c'est-à-dire le moment de l'exécution des obligations financières (A) qui emporte l'inopposabilité des exceptions (B).

A. L'exécution des obligations financières afférentes à un titre financier

118. **Plan.** Les effets caractéristiques de la négociabilité sont traditionnellement attachés à la création d'un titre : il s'agit de l'inopposabilité des exceptions ainsi que celle de la règle *Nemo plus juris*. Toutefois, il convient de rejeter le lien entre la négociabilité et la création d'un titre (1). Autrement dit, la négociabilité ne serait pas uniquement réservée au titre. Au contraire, elle est subordonnée à une double inscription en compte (2).

Ferrand I, 1996, Préf. Jean Stoufflet, Presses Universitaires de la Faculté de Droit de Clermont-Ferrand, 1997, n° 798 ; A. REYGROBELLET, « Le droit de propriété du titulaire d'instruments financiers dématérialisés », *RTD com.*, 1999, p. 305

¹ F.-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, Thèse Paris I, 1999, Préf. Y. Guyon, Economica, Coll. Recherches Juridiques, t. 3, 2002, n° 602, p. 424. Voir également : G. RIPERT et R. ROBLOT, *Traité de droit commercial*, t. I, vol. 2, LGDJ, 19^{ème} éd. par M. GERMAIN et V. MAGNIER, 2009, n° 1520 : « une société anonyme est un mécanisme juridique qui comporte nécessairement la délivrance aux actionnaires de titres négociables. La négociabilité est un critérium de l'action. »

² P. PAILLER, *op. cit.*, n° 198, p. 206 : « En effet, la négociabilité, sur les marchés financiers, est traditionnellement considérée comme consubstantielle au titre financier, car le titre est censé garantir l'inopposabilité des exceptions, qui est elle-même la condition de la négociabilité. »

³ L. CADIET, « Vente. Transport des créances et autres droits incorporels. Cession de créance : conditions », *J.-Cl. Civil Code*, art. 1689 à 1695, fasc. 20, 2014, § 137 ; C. LASSALAS, *op. cit.*, n° 771 et suiv.

⁴ L'adage *Nemo plus juris ad alium transfere potest quam ipse habet* signifie que « nul ne peut transférer à autrui plus de droits qu'il n'en a lui-même ».

1. Le titre élusif de la règle *Nemo plus juris...*

119. **La négociabilité traditionnellement attachée à la création d'un titre.** La négociabilité découle de la création du titre, car le titre est élusif de l'opposabilité des exceptions. Or, l'exclusion de l'opposabilité des exceptions est caractéristique de la négociabilité¹. À défaut de titre, il s'agit d'une cession de créances soumise à la règle *Nemo plus juris* et à l'opposabilité des exceptions. Ainsi, l'inopposabilité des exceptions est liée au caractère négociable de l'« objet »². En droit des marchés financiers, la règle de l'inopposabilité des exceptions n'est pas liée à la négociabilité.

120. **Rejet de l'application de la règle *Nemo plus juris...* ?** Un arrêt³ ancien a permis à certains commentateurs de déduire l'existence d'un principe d'inopposabilité des exceptions au cessionnaire⁴. Pour un autre auteur⁵, l'inopposabilité des exceptions n'est que la conséquence du fondement⁶ permettant à l'actionnaire de rechercher la responsabilité des administrateurs en cas de fraude. Cet arrêt ne visait donc pas directement l'inopposabilité des exceptions ce qui empêche de considérer qu'il s'agit d'un principe. Le cessionnaire d'un titre peut, dans certaines circonstances, se voir opposer les exceptions que le cédé aurait pu opposer au cédant⁷ parce que la création du titre n'est pas l'unique fondement de l'inopposabilité des exceptions. Le titre ne met pas en l'échec la règle *Nemo plus juris*.

2. Le titre non élusif de la règle *Nemo plus juris...*

121. **Présentation de l'ancien dispositif.** Il convient de présenter le dispositif avant l'arrivée de la dématérialisation pour présenter la portée contemporaine de l'inscription en compte.

¹ F.-G. TREBULLE, *op. cit.*, n° 602, p. 424

² *Ibid.*, n°s 607 et suiv., p. 427 et suiv. ; F. NIZARD, *Les titres négociables*, Thèse Paris II, 2000, Préf. H. Synvet, Economica, coll. Pratique du droit, 2003, n°s 391 et suiv., p. 166 et suiv. ; M. DUBERTRET, *L'inopposabilité des vices de la propriété mobilière, Essai sur la négociabilité*, Thèse Paris II, 2002, Avant-propos P. Didier, Préf. A. Ghozi, Éd. Panthéon-Assas, 2010, n°s 496 et suiv., p. 326 et suiv.

³ Cass. req., 25 novembre 1946, *DURAFOUR c/GERVAIS*, *JCP* 1947, II, 3533, note D. BASTIAN

⁴ D. BASTIAN, note sous Cass. req., 25 novembre 1946, *JCP* 1947, II, 3533 ; Ph. GOUTAY, « Titre négociable et opposabilité », *Mélanges AEBDF-France*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, 1997, p. 208 ; A. REYGROBELLET, *La notion de valeur mobilière*, Thèse Paris II, 1995, n°s 633 et 634, p. 628 et 630

⁵ F.-G. TREBULLE, *op. cit.*, n° 613, p. 433 et 434

⁶ Art. 42 de la loi du 24 juillet 1867

⁷ F.-G. TREBULLE, *op. cit.*, n° 610, p. 429

Avant la dématérialisation. Auparavant¹, les titres nominatifs étaient représentés par une inscription en compte. En ce sens, le décret prévoyait que « *les droits du titulaire d'un titre sont établis par l'inscription dans le registre de la personne morale émettrice* ». La transmission était organisée par une simple inscription sur ce registre². La jurisprudence bornait l'effet de l'inscription sur le registre à la simple opposabilité au tiers de la transmission des droits, en retenant que l'effet translatif de droit s'opérait *solo consensu*, sans autre formalité³. Dans la mesure où il ne s'agissait que d'une condition d'opposabilité du transfert de droit, « *l'inscription vise à conforter les droits acquis grâce à la convention des parties* »⁴. Par ailleurs, les solutions jurisprudentielles assimilaient le transfert de valeurs mobilières à la cession de créances, dans la mesure où l'effet translatif était subordonné à la validité de la convention entre le cédant et le cessionnaire. L'inscription sur le registre se substituait aux formalités prescrites par l'article 1690 du Code civil et constituait la condition d'opposabilité de la transmission aux tiers. Ainsi, la jurisprudence a pu décider que la nullité de la convention entre le cédant et le cessionnaire entraînait l'annulation de l'inscription sur le registre transféré⁵.

La portée de l'inscription en compte après la dématérialisation. Après la dématérialisation, la question était de savoir si les dispositions légales avaient un quelconque effet sur le transfert de propriété des valeurs mobilières. À ce sujet, à l'occasion de l'arrêt KORZILUS, la jurisprudence a affirmé que les dispositions légales « *se bornent à fixer les modalités nouvelles selon lesquelles sont matérialisés et transférés les titres de valeurs mobilières, et (que celles-ci) n'ont aucune portée en ce qui concerne le transfert de la propriété entre les parties à une vente de titres, qui s'opère, par l'effet de la convention de cession* »⁶. Par ailleurs, les solutions retenues sous l'empire du décret de 1955 sont maintenues, en ce sens que « *le droit de propriété des actionnaires sur les actions litigieuses est, dans les rapports entre les parties, subordonné à la validité des conventions par lesquelles ces titres lui ont été cédés* »⁷. C'est à juste titre que Madame le Professeur A.-C. MULLER a pu en conclure que « *le droit sur la valeur n'est pas conféré par l'inscription,*

¹ Décret n° 55-1595 du 7 décembre 1955

² Décret n° 55-1595 du 7 décembre 1955, art. 1^{er} al. 2

³ Com., 18 février 1980, *Bull. civ.* IV, n° 86

⁴ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 221, p. 186

⁵ Civ. 1^{ère}, 20 avril 1977, *Bull. civ.* I, n° 182

⁶ Com., 22 novembre 1988, *Bull. civ.* IV, n° 532

⁷ *Ibid.*

qu'il demeure lié à l'existence d'une convention translatrice de droit »¹. Cette idée est partagée par Monsieur F. NIZARD qui retient que le titre n'est pas véhicule de droit et ne confère pas par lui-même le droit sous-jacent².

122. La consécration jurisprudentielle de l'application de la règle *Nemo plus juris ...*

La jurisprudence est intervenue pour se prononcer en faveur de l'application de l'adage *Nemo plus juris* au transfert de propriété des titres et pour déterminer la portée de l'inscription en compte. Si l'inscription en compte emporte l'opposabilité de la cession envers les tiers, cela ne signifie pas qu'elle soit constitutive de droit. En ce sens, un arrêt³ a été rendu par la chambre commerciale qui reprenait la solution⁴ dégagée sous l'empire du décret de 1955. L'association de l'adage *Nemo plus juris* et de la règle du transfert *solo consensu* restent applicables aux valeurs mobilières dématérialisées. Par conséquent, l'inscription en compte n'est pas translatrice de droit, elle n'est que la simple condition d'opposabilité de la cession⁵.

L'arrêt NORTENE, la cession opère par l'effet de la convention et non par l'effet de l'inscription en compte. Dans la mesure où la jurisprudence assimilait la cession de valeurs mobilières à une cession de créances, l'adage *Nemo plus juris*⁶ était applicable : lors de l'acquisition d'un droit par l'effet d'un contrat translatif, le cessionnaire devient l'ayant cause du cédant et ne peut pas transférer plus de droit qu'il n'en a lui-même. Dans l'hypothèse de deux ventes consécutives, l'annulation du premier contrat a pour conséquence la disparition rétroactive des droits du sous-acquéreur. Le principe a été transposé par la jurisprudence à une cession de valeurs mobilières. Dans son arrêt NORTENE⁷, la chambre commerciale de la Cour de cassation a considéré que du fait de l'annulation d'une première vente de titres, l'inscription en faveur du cessionnaire devait être annulée. De telle sorte, l'inscription en compte ne faisait que représenter le droit de créance et n'était pas en elle-même constitutive de droit⁸, mais constituait néanmoins une présomption simple de propriété. Plus qu'une consécration, l'arrêt NORTENE est une confirmation de l'arrêt

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 225, p. 188

² F. NIZARD Frédéric, *op. cit.*, p. 559 et suiv.

³ Com., 23 novembre 1993, *Bull. civ. IV*, n° 186, *RDBB*, 1997, p. 165, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE ; *Droit des sociétés*, 1997, n° 134, obs. H. HOVASSE ; D.R. MARTIN, « De l'inscription en compte d'actifs scripturaux », *D.* 1998, chron., p. 15

⁴ Com., 24 janvier 1989, *Bull. civ. IV*, n° 39, *Bull. Joly*, 1989, p. 266, note D. LEPELTIER

⁵ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 226, p. 188 et 189

⁶ *Ibid.*, n° 223, p. 187

⁷ Com. 24 janvier 1989, arrêt préc.

⁸ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 223, p. 187

KORZILUS¹ qui considère que le transfert de propriété opère par l'effet de la convention et non par l'effet de l'inscription en compte² : la validité du contrat conditionne la propriété du cessionnaire.

L'arrêt AUBERTIN. L'inscription en compte est une présomption simple de propriété. Un autre arrêt est venu préciser la portée de l'inscription en compte : l'arrêt AUBERTIN du 10 juin 1997. Le rôle probatoire de l'inscription en compte a été retenu par la chambre commerciale qui considère que « *l'inscription des actions litigieuses [...] sur le registre des transferts [...] constituait au bénéfice du titulaire une présomption de propriété* »³. Cette décision permet de considérer que l'inscription en compte conditionne l'exercice judiciaire des droits du titulaire. Cependant, le rôle probatoire de celle-ci et la possibilité d'apporter la preuve contraire permettent d'exclure un « *lien absolu entre l'inscription et la titularité des droits* »⁴. Dans ces conditions, l'inscription en compte n'ayant qu'un rôle probatoire, les exceptions restent opposables.

123. L'article L. 211-16 du Code monétaire et financier : le rejet de la négociabilité comme fondement de l'inopposabilité des exceptions⁵. La solution jurisprudentielle tendant à appliquer à la cession de valeurs mobilières l'adage selon lequel « nul ne peut transférer à autrui plus de droits qu'il n'en a lui-même » a été écartée par la loi, à l'article L. 211-16 du Code monétaire et financier⁶ qui dispose que « *nul ne peut revendiquer pour quelque cause*

¹ Com., 22 novembre 1998, *Bull. civ. IV*, n° 322 ; *Bull. Joly Sociétés*, 1989, §19, p. 84, note D. LEPELTIER. Confirmé par. Civ. 1^{ère}, 16 juillet 1992, *Bull. civ. I*, n° 238 ; Com., 23 novembre 1993, *Bull. civ. IV*, n° 431 ; *Bull. Joly Sociétés*, 1994, §18, p. 93, note D. LEPELTIER

² H. SYNDET, « La propriété des valeurs mobilières en droit français », in *20 ans de dématérialisation des titres en France : bilan et perspectives nationales et internationales*, sous la direction de H. de VAUPLANE, AEBDF, Revue Banque, 2005, p. 37, spéc. n° 10, p. 43

³ Com., 10 juin 1997, *Bull. civ. IV*, n° 186, p. 163 ; *D.*, 1998, n° 2, p. 15, note D.R. MARTIN ; *Banque & Droit* 1997, n° 55, p. 30, note H. DE VAUPLANE

⁴ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 227, p. 189

⁵ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Thèse Paris II, 2010, Préf. D. Cohen, Economica, coll. Recherches juridiques, t. 23, 2010, n° 183, p. 100 : « *La négociabilité des valeurs mobilières a alors pu être mise en avant, dans la mesure où elle impliquerait nécessairement, en plus de la simplicité et de la rapidité, la sécurité des opérations de transmission. Son effet d'inopposabilité des exceptions accorderait ainsi au cessionnaire de bonne foi la protection tant recherchée. Il apparaît cependant que cette protection ne peut être déduite du seul caractère négociable du titre, l'intervention de la loi étant nécessaire en vue de la mettre en œuvre avec certitude.* »

⁶ *Ibid.*, n° 184, p. 100 : « *En conséquence, la circulation des valeurs mobilières est soumise à la règle Nemo plus juris, qui fragilise les droits de leur acquéreur, favorisant la « sécurité statique » au détriment de la « sécurité dynamique ». En outre, ni l'art. 2276 du C. civ., ni le caractère négociable des valeurs mobilières ne sont susceptibles de mettre en œuvre une protection satisfaisante, pourtant nécessaire à leur circulation. Il a fallu attendre l'introduction en 2009 d'une disposition spécifique dans le C. mon. fin., pour pallier certaines conséquences de l'application de la technique du transfert de propriété aux valeurs mobilières.* »

que ce soit un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi par le titulaire du compte-titres dans lequel ces titres sont inscrits ». Ainsi, le titulaire du compte auquel l'inscription a été portée est assimilé à un possesseur ; cela étant, l'application de l'article 2276 du Code civil doit être cantonnée aux meubles corporels. Or, les titres sont des meubles incorporels. Cette disposition interdit toute revendication et consacre, dans la limite de la bonne foi du titulaire du compte sur lequel l'inscription est portée, l'inopposabilité des exceptions en matière de titres financiers¹. Mais la possession ne justifie pas l'inopposabilité des exceptions au possesseur de bonne foi ou titulaire du compte sur lequel les titres financiers ont été inscrits. Au contraire, si les conditions de l'article L. 211-16 du Code monétaire et financier ne sont pas réunies, les exceptions sont alors opposables². Depuis 2009, le propriétaire ne l'emporte plus sur l'acquéreur de bonne foi titulaire de l'inscription en compte. Cela signifie que la règle *Nemo plus juris* est applicable aux valeurs mobilières.

124. **Synthèse.** La dématérialisation n'a pas modifié le mode de transmission des valeurs mobilières. Cependant, compte tenu de sa qualification, à savoir une présomption simple, l'inscription en compte est fragile dans la mesure où la titularité des droits reste subordonnée à la validité de l'acte juridique qui a suscité l'écriture en compte³. En ce sens, la doctrine a pu émettre quelques souhaits plus conciliables avec la nécessaire sécurité des opérations en ce qui concerne la portée de l'inscription en compte. Finalement, l'inscription en compte ne crée pas de droit de propriété, mais permet l'inopposabilité des exceptions. Il convient de tirer les conséquences à l'égard des effets de l'exécution des obligations financières afférentes à un titre financier.

¹ *Ibid.*, n° 181, p. 99 : « La question a cependant pris un tour nouveau depuis la création de l'art. L. 211-16 du C. mon. fin. par l'ordonnance du 8 janvier 2009, qui interdit toute revendication, « pour quelque cause que ce soit [d']un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi par la titulaire du compte-titres dans lequel ces titres sont inscrits ». Une telle disposition semble donc consacrer un principe d'inopposabilité des exceptions en matière de titres financiers, dont font partie les valeurs mobilières. »

² Antérieurement à la réforme de 2009 (Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers), l'art. L. 431-2 al. 2 du C. mon. fin. illustrait la consécration législative de la règle *Nemo plus juris* et le rejet de la négociabilité comme fondement de l'inopposabilité des exceptions. En effet, cet art. disposait que « si le compte de l'intermédiaire habilité de l'acheteur n'a pas été crédité des instruments financiers dont il s'agit à la date et dans les conditions définies dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le transfert est résolu de plein droit, nonobstant toute disposition législative contraire, sans préjudice des recours de l'acheteur ». Autrement, à défaut de crédit du compte titres de l'intermédiaire tenu par *Euroclear*, le transfert de propriété serait résolu. Cette disposition législative est la consécration de la faculté pour le cédant initial de faire prévaloir ses droits sur ceux du tiers acquéreur de bonne foi en ouvrant à son profit une action en résolution de la cession initiale. Cela signifie qu'auparavant les cessions en bourse n'étaient pas épargnées par le principe selon lequel le propriétaire doit l'emporter sur l'acquéreur de bonne foi, titulaire en compte. L'absence de crédit correspondant dans les comptes d'*Euroclear* entraîne la résolution de plein droit. Par conséquent, il semble que les règles inhérentes à la double inscription en compte permettent d'affirmer que les droits du cédant initial prévalent sur ceux du tiers acquéreur de bonne foi (F. NIZARD, *op. cit.*, n° 582, p. 52)

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 228, p. 189

B. Les effets de l'exécution des obligations financières afférentes à un titre financier

125. **Plan.** L'inopposabilité des exceptions est une nécessité face à l'impératif de liquidité et de confiance du marché fondée sur la double inscription en compte. La question est alors de savoir, si dans ce cas, l'inscription en compte est acquisitive de droits (1), afin d'envisager la résolution en cas de défaut ou insuffisance de crédit relatif à la double inscription en compte (2).

1. Le fondement légal de l'inopposabilité des exceptions

126. **L'inscription en compte : source de droit ?** La question est de savoir si l'inscription en compte peut-être source de droits et si elle peut être constitutive de droits. De nombreux auteurs soutiennent que l'inscription en compte est constitutive de droits. Cependant, les fondements juridiques retenus pour aboutir à une telle solution n'ont pas toujours été tous identiques. La théorie de l'incorporation a pu être un argument présenté comme fondement de l'inopposabilité des exceptions. Les difficultés rencontrées par cette théorie ont finalement été écartées par l'ordonnance du 8 janvier 2009 qui fournit un fondement légal à l'inopposabilité des exceptions.

127. **Le rejet de la théorie de l'incorporation comme justification de l'inopposabilité des exceptions.** La théorie de l'incorporation a été présentée comme un fondement possible à la règle de l'inopposabilité des exceptions. Cela étant, avant l'ordonnance de 2009, cette théorie ne pouvait être retenue pour fonder la règle relative à l'inopposabilité des exceptions.

Présentation de la théorie de l'incorporation. L'incorporation traite du problème de la dépendance existentielle entre le titre et le droit¹. Antérieurement à la loi relative à la dématérialisation, les titres au porteur avaient une représentation papier. Le droit était incorporé dans la représentation papier, c'est-à-dire que le droit était incorporé dans le titre matériel². Cela conduisait directement à l'application du régime des biens meubles corporels,

¹ S. TORCK, *Essai d'une théorie générale des droits réels sur choses fongibles*, Thèse Paris II, 2001, n° 456 : « Le phénomène d'incorporation ne vient qu'exprimer une réalité juridique de dépendance existentielle entre le droit et le titre. »

² J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 55, p. 35 : « Une des conséquences que la pratique et la doctrine ont tiré de l'indissociabilité du droit et du titre est une fiction, qui a consisté à incorporer le droit de créance conféré par la

soit à l'application de l'article 2276 du Code civil qui dispose « *En fait de meubles, la possession vaut titre* ». « *Qui a le titre a le droit* »¹. Après la dématérialisation, la théorie de l'incorporation du droit au titre ne pouvait être maintenue, compte tenu de la disparition de la représentation matérielle². La doctrine a alors jugé utile de souligner qu'il fallait trouver des solutions juridiques afin que le régime antérieur à la dématérialisation puisse perdurer pour assurer la sécurité des transactions³.

Le moyen de l'incorporation : le virement. Le virement est considéré comme un mode spécifique de transmission des droits et a été mis au service de la théorie de l'incorporation des droits dans le titre. La transmission des droits relatifs aux valeurs mobilières scripturales reposerait alors sur la remise du titre opérée par le virement⁴. Cette affirmation a permis à certains de considérer que le droit et le titre étaient indissociables⁵. Le virement remplace la tradition, car il présente les aptitudes à transférer le droit⁶. Le virement – mode essentiel de transmission des droits – investit le titulaire du compte de la titularité des droits⁷. « *Il n'y a pas de droit sans l'inscription en compte* »⁸. Cette théorie subit cependant quelques critiques. Cela étant, la thèse attribuant au virement la fonction de réalisation de l'incorporation a été critiquée⁹ conduisant à rejeter l'idée selon laquelle le virement est un mode particulier de transmission des droits.

valeur mobilière dans le titre, de telle sorte que le droit se voyait attribuer la même nature juridique que le titre l'accueillant. En incorporant la créance dans le titre, on fusionnait l'instrumentum représentant l'acte ou le droit et le negotium, c'est-à-dire la créance du titulaire dans et contre la société, afin de leur conférer la même nature et leur appliquer le même régime. »

¹ J. LARGUIER, « La notion de titre en droit privé », *D.*, 1951, p. 165

² F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, Thèse Nantes, 1995, Préf. L. Lorvellec, LGDJ, Biblio. de Droit Privé, t. 283, 1997, n° 406, p. 208

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 231, p. 190 et 191

⁴ J.-L. RIVES-LANGES et M. CONTAMINE-RAYNAUD, *Droit bancaire*, 6^{ème} éd., Dalloz, coll. Précis, 1995, spéc. n° 287

⁵ D. R. MARTIN, « De l'inscription en compte des actifs scripturaux », *op. cit. et loc. cit.*

⁶ D. R. MARTIN, « Aspect juridique du virement », *RDBB*, 1989, p. 151

⁷ D. R. MARTIN, « Du don manuel de droits scripturaux », *D.*, 1998, p. 551

⁸ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 233, p. 187

⁹ Les critiques se fondent sur les raisons juridiques qui ont poussé à reconnaître la valeur de réalisation complète du virement. Cette position s'explique au regard des solutions jurisprudentielles dégagées pour le don manuel, à savoir que le seul accomplissement du virement au profit du donataire réalise la donation (Civ. 1^{ère}, 6 mars 1996, *Bull. civ. I*, n° 119 ; Com., 19 mai 1998, *Bull. civ. IV*, n° 161 ; *D.*, 1999, somm. 308, obs. M. NICOD : « *les titres au porteur peuvent faire l'objet d'un don manuel ; [...] de la circonstance que ces titres soient désormais dématérialisés, il résulte qu'inscrits désormais en comptes, ils se transmettent par virement de compte à compte* » ; *Droit des sociétés*, 1998, n° 108, obs. H. HOVASSE ; *RTD civ.*, 1999, p. 677, note J. PATARIN). Mais en comparant la donation et la cession de titres dématérialisés, le premier suppose l'intention libérale et le second l'échange des consentements. La jurisprudence lie l'échange des consentements et l'effet translatif de la cession des titres dématérialisés. Une autre critique a été formulée : d'autres auteurs retiennent que le droit

Le rejet de la justification de la théorie de l'incorporation par l'écriture en compte. L'objectif est d'assurer que le titulaire du compte sur lequel est inscrite la valeur ne voit pas sa qualité remise en cause. Certains auteurs¹ ont fait une assimilation entre la titularité des droits et l'inscription en compte, par la transposition des solutions antérieures à la dématérialisation tenant pour équivalentes la représentation papier et la représentation scripturale. En ce sens, Monsieur le Professeur H. HOVASSE a pu soutenir que « *l'inscription est la valeur mobilière* »². Cette solution a divisé la doctrine dans la mesure où certains se fondaient sur la valeur conférée au virement alors que d'autres retenaient l'application de la théorie de l'incorporation à l'inscription en compte. Une minorité de la doctrine justifie cette solution par l'assimilation de l'inscription en compte à un bien meuble corporel³. Cependant, cette théorie ne peut emporter la conviction⁴, car l'inscription en compte, en elle-même, n'a pas d'existence matérielle. Elle ne constitue qu'une simple écriture qui ne modifie pas le support de manière irréversible⁵. L'inscription en compte n'est pas un bien meuble corporel⁶ susceptible de recevoir l'application de l'article 2276 du Code civil⁷. L'ordonnance du 8 janvier 2009 a consacré la transposition de l'article 2276 du Code civil aux titres financiers évinçant ainsi les discussions relatives au fondement de la règle de l'inopposabilité des exceptions.

128. L'article L. 211-16 du Code monétaire et financier : le fondement de l'inopposabilité des exceptions. L'article L. 211-16 du Code monétaire et financier dispose que « *nul ne peut revendiquer pour quelque cause que ce soit un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi par le titulaire du compte-titres, dans lequel ces titres sont inscrits* ». Il s'agit d'une transposition de l'article 2276 du Code civil aux titres financiers

contre l'émetteur est antérieur à la représentation scripturale (H. LE NABASQUE et A. REYGROBELLET, « La création des valeurs mobilières et l'inscription en compte », *RDBF*, n° 4, juillet 2000, p. 272). Ceci signifie qu'après l'émission du titre, le droit et la représentation en compte sont indissociables. Cette position est en parfaite opposition avec la solution jurisprudentielle qui retient que l'inscription en compte n'a qu'une valeur de présomption de propriété des droits.

¹ F.-G. TREBULLE, *op. cit.*, n°s 639 et suiv.

² Com., 23 novembre 1993, *Bull. civ. IV*, n° 186 ; *Droit des sociétés* 1994, n° 41, obs. H. HOVASSE

³ D.R. MARTIN, « De la nature corporelle des valeurs mobilières et autres droits scripturaux », *D.*, 1996, p. 147

⁴ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 235, p. 193

⁵ *Ibid.*, n° 236, p. 193 et 194

⁶ F. TERRE et P. SIMLER, *Droit civil Les biens*, Dalloz, coll. Précis, 9^{ème} éd., 2014, n° 418, p. 295 : En principe, l'art. 2276 du C. civ. s'applique aux biens meubles corporels qui sont « *ceux dont la transmission s'effectue de la main à la main et sans écrit* »

⁷ *Contra* A. PELISSIER, *Possession et meubles incorporels*, Thèse Montpellier I, 2000, Préf. M. Cabrillac, Dalloz, coll. Nouvelle Bibliothèque de Thèses, vol. 8, 2001 ; F.-G. TREBULLE, *op. cit.*, n° 705 ; H. LE NABASQUE et A. REYGROBELLET, « La création des valeurs mobilières et l'inscription en compte », *op. cit. et loc. cit.*

assurant la protection du propriétaire des titres acquis de bonne foi par une présomption irréfragable de propriété¹. Cette consécration emporte plusieurs conséquences.

Première conséquence : la présomption et le rejet de l'action en revendication à l'encontre du titulaire de l'inscription en compte de bonne foi. En principe, l'inscription en compte ne confère qu'une présomption simple de propriété au titulaire du compte. Mais si le titulaire du compte est de bonne foi, il bénéficie d'une présomption irréfragable de propriété des titres à l'égard des tiers. Cela signifie que le titulaire de compte sur lequel les titres ont été inscrits ne peut pas subir l'effet d'une action en revendication de la propriété des titres. Cette transposition du régime de la possession mobilière aux titres financiers permet d'opérer deux qualifications importantes : d'une part, le titre financier est un bien meuble et, d'autre part, le titulaire de bonne foi du compte sur lequel les titres sont inscrits en est propriétaire. Cette double qualification consécutive à la transposition du régime de la possession mobilière aux titres financiers permet d'éluder certaines discussions doctrinales, notamment celle relative à la qualification juridique de l'inscription en compte.

Seconde conséquence : l'inscription en compte n'est toujours pas constitutive de droit à elle seule. Le transfert de propriété est seul constitutif de droit contrairement à l'unique inscription en compte. L'ordonnance du 8 janvier 2009 a donné à la règle de l'inopposabilité des exceptions un fondement juridique légal parce que la négociabilité attachée à la création du titre ne pouvait suffire : « *Est ainsi consacrée la distinction entre la négociabilité, qui est attachée au titre, et l'inopposabilité des exceptions, qui est liée au droit représenté par le titre* »². En réalité, l'inopposabilité des exceptions n'est pas fondée sur une, mais sur une double inscription en compte.

2. La double inscription en compte

¹ J.-J. DAIGRE et P. PAILLER, « Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », *Revue des sociétés*, 2009, p. 37, spéc. n° 39 : « Cette nouvelle disposition est très importante ; elle renforce la protection de celui qui a acquis de bonne foi des titres auprès d'une personne qui n'était pas propriétaire. Elle est manifestement destinée à avoir les mêmes effets que la présomption de l'art. 2276 du C. civ., qui joue non seulement un rôle probatoire si le possesseur a reçu le meuble du véritable propriétaire, mais permet également au possesseur qui, de bonne foi, a acquis le meuble à non domino d'en acquérir instantanément la propriété. Si le sous-acquéreur est de bonne foi, le véritable propriétaire ne pourra pas agir en revendication contre lui. »

² *Ibid.*, spéc. n° 40. En ce sens aussi : M. DUBERTRET et D. MANGENET, « Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 », *D.*, 2009, p. 448, spéc. nos 13 et suiv. ; M. DUBERTRET, « La dualité des mécanismes d'inopposabilité en matière de transmission de titres », in *Mélanges AEDBF-France IV*, sous la dir. de H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE, Revue Banque Edition, 2004, p. 141

129. La double inscription n'est plus le fondement de l'inopposabilité des exceptions.

Par application de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier, l'inscription des titres financiers en compte de l'acheteur opère le transfert de propriété¹, et ce à la date et dans les conditions définies par les règles de place. Il s'agit d'une dérogation au principe *solo consensu*². En principe, le transfert de propriété s'opère en principe *solo consensu* et l'échange des consentements suffit à produire immédiatement l'effet translatif³. L'article L. 211-17 du Code monétaire et financier est une exception au principe posé à l'article 1138 du Code civil⁴. Deux justifications à cette dérogation sont envisageables : soit il s'agit d'un simple transfert différé⁵ au moment de l'inscription en compte ; soit le texte érige l'inscription au rang d'un « *élément substantiel du transfert de la propriété* »⁶. Cette seconde justification ne confère aucun pouvoir à la volonté pour opérer le transfert de propriété. Mais ces deux analyses, tant celle du transfert différé que celle de l'inscription qualifiée d'« élément substantiel », ne peuvent emporter la conviction.

130. L'inscription en compte n'est ni acquisitive, ni translative. Ni la valeur acquisitive, ni la valeur translative ne peuvent être accordées à l'inscription en compte.

Ni translative. Les valeurs mobilières font l'objet de deux inscriptions⁷. La première inscription est celle effectuée par *Euroclear*, dépositaire central ; elle permet d'identifier l'intermédiaire habilité teneur de compte⁸. La seconde inscription est celle reportée dans les

¹ J.-M. DELLECI, « Le nouveau droit de propriété des titres négociés », *JCP E*, 1994, n° 25, p. 305

² A.-C. ROUAUD, *op. cit.*, n° 287, p. 180 : « *Le dispositif du transfert de propriété sur les marchés financiers résultant de l' [ancien] art. L. 431-2 al. 1 du C. mon. fin. et de l'art. 570-2 du Règlement général de l'AMF représente certes une dérogation au principe du transfert de propriété solo consensu dégagé par les commentateurs du C. civ.. Mais il n'est somme toute qu'une application des règles relatives au transfert de propriété telles qu'elles ont été conçues et édictées par les rédacteurs de ce Code.* »

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 242, p. 198

⁴ L'art. 1138 du C. civ. dispose « *L'obligation de livrer la chose est parfaite par le seul consentement des parties contractantes. Elle rend le créancier propriétaire et met la chose à ses risques dès l'instant où elle a dû être livrée, encore que la tradition n'en ait point été faite, à moins que le débiteur ne soit en demeure de la livrer ; auquel cas la chose reste aux risques de ce dernier.* »

⁵ J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 300, p. 162 : « *D'abord cantonné à certaines opérations de droit financier, le report du transfert de propriété s'est finalement imposé à l'ensemble des hypothèses de transmission de titres, de sorte qu'à un principe de transfert immédiat de propriété, s'est substitué un principe de transfert différé de propriété de valeurs mobilières.* »

⁶ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 242, p. 198

⁷ A.-C. ROUAUD, *op. cit.*, n° 283, p. 177 : « [...] *seule la combinaison des deux inscriptions en compte – inscription en compte de l'acheteur tenu par son intermédiaire et inscription au compte de l'intermédiaire dans les livres du dépositaire central – confère véritablement à l'acheteur la maîtrise des instruments financiers en réalisant leur transport en sa puissance et possession.* »

⁸ R. LIBCHABER, *Recherche sur la monnaie en droit privé*, Thèse Paris I, 1991, Préf. P. Mayer, LGDJ, Biblio. de Droit Privé, t. 225, 1992, n° 94, p. 206 et 211 ; A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 244, p. 199 : « *L'inscription au*

comptes de l'intermédiaire habilité pour permettre l'identification du titulaire du droit contre l'émetteur. Dès lors que l'inscription en compte ne repose pas sur une technique bilatérale¹, elle ne peut être translatrice de droits². Cependant, la tradition qui caractérise le rapport bilatéral, à savoir la remise d'un bien de la main à la main, d'une personne à une autre peut être caractérisée par le virement dans les comptes *Euroclear*, écritures identiques, de sens contraire, par le dépositaire central. La tradition doit être écartée si l'inscription, dans les comptes de l'intermédiaire habilité de l'acheteur, discord de celle du vendeur dans les comptes de son propre intermédiaire, tel est le cas de la « désinscription »³. Il faudrait alors une nécessaire correspondance des titres comptabilisés par l'intermédiaire habilité avec ceux comptabilisés par le dépositaire central, *Euroclear*⁴. À l'encontre d'un certain courant doctrinal⁵, l'inscription en compte ne peut être considérée comme une tradition ou comme un mode particulier de transmission des droits. Par ailleurs, l'inscription en compte ne peut pas être translatrice, car cela serait contraire à l'article L. 211-17 alinéa 3 du Code monétaire et financier qui subordonne le transfert de propriété des titres dont la livraison est assurée par un système de règlement et de livraison (ESES) au paiement du prix par l'acquéreur. Dans ces conditions, il est ainsi exclu de qualifier l'inscription en compte de translatrice de droits. Finalement, dénuée de rapport bilatéral, l'inscription en compte ne peut pas être translatrice de droit, tout comme elle ne peut pas être acquisitive de droit.

Ni acquisitive. Les défenseurs⁶ de l'effet translatif de l'inscription soutiennent que celle-ci confère la titularité des droits sur l'instrument financier. Cependant, cette affirmation se trouve en contradiction directe avec la lettre de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Si le texte retient que l'inscription en compte opère la transmission des droits, il n'est pas question d'acquisition des droits⁷. Par ailleurs, en raison du double degré

compte de l'acheteur ne peut se voir qualifier de procédé de transmission de droit car elle ne repose pas sur une technique bilatérale. La tradition induit en effet le passage d'un bien d'une main à une autre, d'une personne à une autre. Elle possède par essence un caractère bilatéral, inexistant dans la notion d'inscription en compte de l'acheteur. »

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, 2001, n° 246, p. 200 et 201

² *Ibid.*, n° 244, p. 200 : « L'inscription en compte de l'acheteur ne saurait avoir une valeur translatrice de droit car elle ne repose pas sur un procédé bilatéral. »

³ *Ibid.*

⁴ *Ibid.*, n° 246, p. 200 et 201

⁵ R. LIBCHABER, « Propos hésitant sur certains conflits de normes », *RTD civ.*, 1997, p. 792

⁶ F. PELTIER, *Marchés financiers et droit commun*, Banque éditeur, 1997, n° 287 ; J. M. DELLECI, « Le nouveau droit de propriété des titres négociés », *op. cit. et loc. cit.* ; H. de VAUPLANE, « Le régime juridique du transfert de propriété des titres cotés », *Banque & Droit*, n° 35, mai-juin 1994, p. 11, spéc. p. 14

⁷ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 245, p. 200 : « Or, transfert de droits et acquisition de droits ne sont pas synonymes. Il semble par conséquent difficile de soutenir que l'inscription en compte est, par elle-même,

d'inscription à la fois en compte de l'intermédiaire habilité et en compte du dépositaire central, le bénéficiaire de l'inscription peut ne pas être le titulaire des droits¹. Cette discordance entre le bénéficiaire de l'inscription et le titulaire des droits reflète l'absence de prise en considération du double degré d'inscription. En effet, il faut prendre en considération que la transmission d'une valeur mobilière fait l'objet de deux inscriptions, à savoir, une inscription auprès du dépositaire central *Euroclear*, et une dans les comptes de l'intermédiaire habilité teneur de compte². Il est ainsi inapproprié de qualifier l'inscription en compte de constitutive de droit.

131. La double inscription en compte nécessaire au transfert de propriété : la consécration légale de la nécessaire double inscription en compte. Antérieurement à l'ordonnance de 2009, la résolution de plein droit était une limite de l'application de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier qu'il convient de maintenir.

La résolution de plein droit : la limite de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. L'ancien article L. 431-2 alinéa 2 du Code monétaire et financier permettait la résolution de plein droit du transfert de propriété « *si le compte de l'intermédiaire habilité de l'acheteur n'a pas été crédité des instruments financiers dont il s'agit à la date et dans les conditions définies dans le règlement général de l'AMF [...]* ». Certains ont critiqué cette disposition en considérant que la résolution de plein droit, à défaut de crédit porté au compte de l'intermédiaire, impliquait que la négociabilité des titres financiers sur les marchés réglementés ne soit pas caractérisée par l'inopposabilité des exceptions³, dès lors que le cédant initial pouvait faire prévaloir ses droits sur ceux du tiers acquéreur de bonne foi en intentant une action en résolution de la cession initiale. L'articulation de l'article L. 431-2 alinéa 2 du Code monétaire et financier et l'article 570-2 du règlement général de l'AMF aboutissait à soutenir, qu'avant le dénouement, l'inscription en compte était qu'une ligne comptable dénuée de tout caractère acquisitif : seule la double inscription auprès de l'intermédiaire et auprès du dépositaire central, *Euroclear*, a une valeur acquisitive⁴. La

constitutive de droit, alors que le texte l'associe uniquement à un transfert de droit. »

¹ *Ibid.*, n° 245, p. 200 : « *Attribuer un effet acquisitif de droit à l'inscription en compte de l'acheteur se révèle être par conséquent inexact. Une inscription dans la comptabilité d'un intermédiaire habilité ne vaut pas droit contre l'émetteur si elle n'est pas corroborée par une inscription correspondante au nom de l'intermédiaire dans les comptes de la Sicovam, ce qu'a eu le mérite de souligner l'art. L. 431-2 du C. mon. et fin. al. 2. »*

² A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 246, p. 200 et 201

³ F. NIZARD, *op. cit.*, n° 582, p. 252

⁴ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 300, p. 239 ; P. EMY, *Le titre financier*, Thèse Bordeaux IV, 2005, n° 247, p. 305.

double inscription en compte est donc une limite à l'article L. 211-17 alinéa 1 du Code monétaire et financier.

L'opportunité du maintien. Le crédit insuffisant en compte *Euroclear* peut entraîner la résolution du transfert de propriété et c'est une limite de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier selon lequel l'inscription en compte est translatrice. Il est difficile de voir dans cette résolution de plein droit une application particulière de l'article 1184 du Code civil, car l'intervention de la chambre de compensation isole la conclusion de la transaction et l'exécution de la négociation¹. La conclusion n'est pas le synonyme de l'exécution de la négociation, les deux sont dissociés et la première n'entraîne pas nécessairement la seconde. L'exception ainsi faite à l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier est une sanction de l'inexécution d'une obligation – une obligation financière – justifiée par l'interposition de la chambre de compensation.

132. **Reconnaissance implicite de la valeur acquisitive du double l'inscription en compte.** L'inscription au compte de l'acheteur est acquisitive « *dès lors que celle-ci est suivie de la livraison des avoirs Sicovam² correspondants* »³. Cette affirmation peut être justifiée par la double inscription relative à l'intervention de la chambre de compensation sur un marché réglementé. Il faut rejoindre les propos de Madame le Professeur A.-C. MULLER qui retient que « *cette double inscription devient alors le fait constitutif d'une acquisition ex lege, qui trouve sa source dans les principes de fonctionnement d'un marché réglementé, plus particulièrement dans l'intervention d'une chambre de compensation, et dans le mécanisme de compensation en « net »* »⁴. Ainsi, si l'inscription en compte est corroborée par l'existence d'un avoir correspondant en compte *Euroclear*, cette inscription confère à son titulaire un droit inexpugnable⁵. Contrairement à ce qu'affirme Monsieur F. NIZARD, à savoir « *qu'aucune règle ne protège l'acquéreur de bonne foi des titres* »⁶, l'ancien article L. 431-2, désormais les articles L. 211-17 et L. 211-16 du Code monétaire et financier assurent

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 277, p. 220

² Aujourd'hui Euroclear

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, 2001, p. 213

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*, n° 301, p. 240 : « *Le principe précédemment énoncé s'appliquera de la même façon au profit du sous-acquéreur qui bénéficiera d'un droit inexpugnable dans la mesure où son intermédiaire négociateur sera titulaire d'un avoir suffisant dans les comptes tenus par le dépositaire central.* »

⁶ F. NIZARD, *op. cit.*, n° 634

précisément la protection de l'acquéreur de bonne foi, bénéficiant d'une suite régulière d'inscriptions à son profit¹.

133. **Les limites de la valeur acquisitive de l'inscription en compte.** L'opération doit être l'objet d'une cession sur le marché, car les seules opérations concernées sont celles qui sont susceptibles d'être compensées, ce qui signifie que l'intervention de la chambre de compensation est nécessaire². Par ailleurs, la seconde limite tient à ce que la double inscription doive résulter d'une cession conclue et exécutée valablement. En ce sens, « *l'inscription en compte n'a de pouvoir acquisitif que si la négociation dont elle constitue le reflet a été régulièrement conclue et exécutée, au moins envers la chambre de compensation* »³. L'inscription n'est donc pas à elle seule source de droit, encore faut-il que le transfert des droits soit intervenu en conformité avec les règles de marché. L'impératif est d'assurer la liquidité du marché et de préserver la collectivité financière.

134. **Des dispositions au service de la liquidité du marché.** La valeur acquisitive est strictement liée à l'intervention du dépositaire central qui garantit la liquidité du marché. La spécificité relative à la liberté contractuelle et la prédominance du contrat ne caractérise guère que les opérations conclues de gré à gré. Si l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier utilise la notion de contrat financier, et ce même sur les marchés réglementés, il ne s'agit là que d'une commodité de langage. Où est le contrat dans le contrat financier négocié sur un marché réglementé ? Le contrat est présent lorsque le donneur d'ordres prend position, néanmoins postérieurement à l'enregistrement de l'opération par la chambre de compensation, c'est-à-dire après l'ouverture de la position sur le marché, le contrat originaire est réduit à peau de chagrin et est absorbé par le marché.

135. **Les obligations financières et le rejet de la distinction entre le titre et le contrat financier.** Le régime accordé aux obligations financières est un régime unitaire parce que l'étude de la transmissibilité, tant la cessibilité des contrats que la négociabilité des conventions, ne fait pas selon les catégories d'instruments financiers. Si l'*instrumentum* ne permet pas de trouver un compromis, l'obligation financière, quant à elle, a cette vertu, celle

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 301, p. 239 et 240

² Ph. GOUTAY, « Le transfert de propriété des instruments financiers négociés hors d'un marché réglementé », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la dir. de J.-P. MATTOU et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 217

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 302, p. 240 et 241

de s'abaisser au plus petit atome commun, sans égard, d'une part, quant à la sphère de négociation et, d'autre part, quant à la distinction entre le contrat et le titre.

Conclusion de la section I

136. La détermination de l'objet des obligations financières lors du dénouement de l'opération de marché est multilatérale est assurée par les infrastructures de marché. Le système interbancaire de règlement et du système de règlement et de livraison d'instruments financiers sont mobilisés pour l'exécution des obligations financières qui se manifeste par une inscription en compte. D'abord, la détermination de l'objet de l'obligation financière repose sur un mode d'exécution multilatérale assuré par un système de règlement et de livraison. Les instructions de règlement et de livraison manifestent le caractère obligatoire de l'obligation financière et contiennent l'indication de son *quantum*. Au stade de l'exécution, les obligations financières sont garanties par un contrat de garantie financière, notamment par des pensions livrées conservatoires. Ensuite, l'inscription en compte permet de constater le transfert de propriété. L'obligation financière est éteinte lors cette ultime étape. L'étude de l'exécution des obligations financières vise indistinctement nées d'une opération de marché au comptant ou à terme. Cela étant, l'exécution des opérations de marché à terme présente des spécificités riches d'enseignements à l'égard du dispositif *Collateral*. Il convient d'envisager désormais l'exécution de l'obligation financière d'une opération à terme.

SECTION II. L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES NÉES D'UNE OPÉRATION DE MARCHÉ A TERME

137. **Plan.** Le dénouement et l'exécution des opérations ne doivent pas être confondus : les positions sont dénouées puis exécutées. Lors de l'étape d'exécution des obligations financières nées de l'opération de marché, les infrastructures de marchés sont mobilisées pour déterminer leur objet. Au stade du dénouement, l'objet de l'obligation financière est déterminé, mais le risque d'inexécution n'est pas encore parfaitement évincé. L'éviction du risque de contrepartie correspond au moment de l'exécution des obligations financières nées de l'opération de marché à terme. Ainsi, la détermination de l'objet de l'obligation financière intervient lors du dénouement de l'opération à terme par la détermination de son *quantum* (§1). Puis, le risque d'inexécution de l'obligation financière afférente à l'opération de marché à terme est évincé (§2).

§1. La détermination de l'objet de l'obligation financière lors du dénouement d'une opération à terme

138. **Présentation.** Le dénouement par compensation est à la fois un Settlement, c'est-à-dire « l'opération de liquidation, entre un membre d'une chambre de compensation et cette dernière, consécutive à une négociation en bourse [...] »¹, mais aussi une étape de Clearing, autrement dit « un mécanisme d'enregistrement des positions, de calcul et de liquidations des positions respectives de chaque partie à une négociation par l'intermédiaire d'un organisme ad hoc »². Le dénouement par compensation est un Settlement Netting dans la mesure où il peut être assimilé à la compensation de paiement³. Le Netting est notamment défini par deux éminents auteurs ; il « peut être entendu comme l'opération qui permet, après résiliation des opérations en cours, de dégager le solde de créances et de dettes résultant de transactions entre deux ou plusieurs contreparties, puis de les compenser »⁴. Le Payment Netting est défini par l'ISDA comme le mécanisme visant à établir un solde unique des dettes exigibles et venant à échéance le même jour, dans une même devise⁵. Plus simplement, il s'agit de la « compensation légale, mais non d'ordre public, du Code civil, c'est-à-dire la réduction à leur différence de deux obligations réciproques de paiements libellés dans la même devise et venant à échéance le même jour »⁶. L'article L. 211-36-1-II du Code monétaire et financier prévoit notamment que les modalités d'évaluation sont opposables au tiers. La question est alors de déterminer en quoi consiste l'évaluation des positions. L'article 541-25 du règlement général de l'AMF renvoie vers les règles de fonctionnement pour la liquidation des engagements à l'échéance⁷. Le mécanisme multilatéral de compensation permet de déterminer un solde de compensation qui correspond à l'objet de l'obligation financière et, dans le même temps, de la liquider.

139. **La technique de dénouement : une soustraction.** Le dénouement par compensation est en réalité un calcul arithmétique qui permet de dégager le *quantum* (quantité ou valeur) de

¹ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, « Marchés financiers : le défi de la transposition DSI », *Bull. Joly Bourse*, 1996, n° 2, p. 83

² *Ibid.*

³ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., Litec, 2001, n° 587, p. 529

⁴ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, « Marchés financiers : le défi de la transposition DSI », *op. cit. et loc. cit.*

⁵ « Payment netting reduces payments due on the same date and in the same currency to a single net payment », www.isda.org

⁶ A. CAILLEMER DU FERRAGE, « Close-out netting et faillites internationales », *RDBF*, n° 1, janv. 2007, p. 99, spéc. n° 10

⁷ Art. 541-25 RG AMF

l'obligation financière. Il s'agit d'une technique conventionnelle simplifiant l'exécution des obligations financières à la charge des intervenants souscripteurs.

Le calcul arithmétique. La compensation correspond en réalité à une soustraction, ou plus précisément à des soustractions en chaîne. Pourquoi dire en chaîne ? Le dénouement par compensation est une suite de soustractions : d'abord, l'adhérent compensateur effectue une pré-compensation des positions de ses clients, ensuite, la chambre de compensation met en balance, c'est-à-dire effectue une soustraction, le terme de balance ne servant que de référence à la notion de compte – des soldes des comptes de chaque adhérent compensateur. La compensation ainsi opérée par la chambre est une compensation multilatérale. En somme, la compensation multilatérale est un calcul arithmétique. Ne trahissons pas une idée exprimée avec tant de justesse par Madame le Professeur M. ROUSSILLE : « *De prime abord, les opérations qui consistent à additionner tout ce que chacun doit recevoir, d'une part, et tout qu'il doit verser (livrer) d'autre part, puis à soustraire les sommes (ou quantités) globales résultants de ces deux additions, se présentent comme une opération arithmétique, purement comptables* »¹.

La détermination d'un solde. La compensation multilatérale qui donne lieu au calcul du solde définitif trouve sa source dans la convention. Les participants adhèrent de manière générale au système de compensation qui les oblige de régler le solde de compensation s'il est négatif. Le règlement du solde est une modalité du dénouement de l'opération à terme prévue par la convention de compensation qui a vocation à organiser les modes de règlement. L'adhésion à un système de compensation est dans ces conditions, plus qu'un contrat, une convention dans la mesure où elle ne se cantonne pas à la création, la circulation ou l'extinction d'une obligation. Le particularisme de cette convention est son caractère multilatéral : tous les participants, les adhérents compensateurs, adhèrent à ce même système de compensation. Si l'adhérent compensateur est libre de contracter ou de ne pas contracter avec la chambre, le lien juridique est exclusif de tout contrat d'adhésion, contrairement aux autres prestataires qui ne sont que participants². Les participants au système de compensation, autrement dit les participants qui ne sont pas en charge de l'organisation de la compensation multilatérale, concluent avec la chambre ou le gestionnaire du système de

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 368, p. 171

² *Ibid.*, n° 509, p. 223

paiement une convention d'adhésion : « *En entrant dans un système réglementé, chaque participant se soumet à des règles qui ont été unilatéralement fixées par le prestataire. En ce sens, il conclut une convention d'adhésion* »¹. L'intervention de la chambre de compensation permet non seulement d'opérer un calcul arithmétique, déterminer un solde, mais met aussi à la charge de l'opérateur une obligation de payer.

140. **La technique de dénouement : l'obligation de payer l'obligation financière.** La chambre de compensation ne détermine pas le solde et met à la charge de l'opérateur une obligation de payer, qu'il s'agisse du règlement du différentiel ou qu'il s'agisse de la livraison du sous-jacent². Cette obligation est une obligation financière au sens de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier. Le support de l'opération liquidative est le compte dans lequel sont enregistrés les flux correspondant au *quantum* de l'obligation. La balance est un mécanisme inhérent au compte qui permet de révéler la fonction liquidative de la compensation et génère l'obligation financière de régler le solde. C'est en réalité un mécanisme d'apurement par l'affectation de l'actif au passif.

Le compte : le support de comptabilisation et de liquidation de l'obligation financière. Le compte est le support de l'opération de dénouement par compensation, car il permet de globaliser les flux³. Le mécanisme multilatéral de compensation parvient à globaliser les flux d'une même personne⁴. Le support de la compensation est le compte, car il permet de rendre compte de toutes les obligations existant entre une personne et plusieurs autres : « *Elle répond à la volonté des participants de faire masse de tout ce que chacun doit verser et recevoir à l'égard de tous les autres* »⁵. Les flux enregistrés en compte correspondent au *quantum* des obligations financières à exécuter. Qu'il s'agisse d'une obligation de somme ou qu'il s'agisse d'une obligation en nature (de livrer), le flux correspond à la détermination d'une référence numéraire, c'est-à-dire une valeur ou une quantité.

¹ *Ibid.*, n° 510, p. 223

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 368, p. 171 : « *Présentées comme telles, elles ne semblent avoir aucun effet juridique. Pourtant, une fois le calcul du solde de chaque participant opéré, il donne lieu à un règlement (une livraison) au profit des participants pour lesquels il est positif (crédeur), et à la charge de ceux pour lesquels il est négatif (débitur). Ce règlement semble bien traduire que les intéressés se conforment à une obligation.* »

³ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 458, p. 201

⁴ *Ibid.*, n° 459, p. 201

⁵ *Ibid.*, n° 460, p. 201

La balance du compte : le mécanisme générateur de l'obligation de régler une obligation financière, le solde. La balance des comptes est un mécanisme qui permet d'assurer la fonction liquidative de la compensation et qui permet ainsi de déterminer le *quantum* de l'obligation financière. D'une part, la balance en compte est un mécanisme liquidatif¹. Elle est un rapprochement des débit et crédit qui permet de dégager un solde par différence. La balance est l'expression dynamique du compte, « *elle illustre sa propriété liquidative* »². La balance permet de rendre liquide l'obligation financière, en déterminant son montant, c'est-à-dire le solde définitif³. D'autre part, la balance en compte permet de déterminer le *quantum* de l'obligation financière. Elle est le fait générateur de l'obligation de régler le solde définitif de compensation⁴, car ce mécanisme est créateur de l'obligation de régler le solde. En effet, en adhérant au système de compensation, l'intervenant s'engage à régler le solde définitif de compensation. Le dénouement n'est pas à ce stade achevé puisqu'il convient encore pour le débiteur de régler le solde, c'est-à-dire d'exécuter l'obligation financière.

§2. La détermination de l'objet de l'obligation financière lors de l'exécution de l'opération à terme

141. **Plan.** Nous avons vu que le dénouement par compensation est à la fois une opération arithmétique, mais également l'expression juridique d'une obligation nouvelle de régler le solde de compensation s'il s'avère débiteur : « *la détermination du solde est le fait générateur d'une obligation nouvelle correspondant à la position nette de chacun à l'égard de l'ensemble des autres* »⁵. Cette obligation est une obligation financière. La détermination de son objet nécessite l'intervention des infrastructures de marché. Entre l'enregistrement et l'échéance, l'obligation de régler les marges est une obligation financière présente⁶, dont le paiement constitue une exécution anticipée des obligations financières futures⁷. Ce sont les

¹ D.R. MARTIN, « Des techniques d'affectation en garantie des soldes de comptes bancaires », *D.*, 1987, p. 229 : « [...] *qu'est-ce qu'un compte courant, sinon un accord de balance de remises bilatérales, érigée en modalité générale et permanente de règlement ?* »

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 467, p. 204 ; D.R. MARTIN, « De l'idée de compte », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 291

³ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 467, p. 205 : « *Dans la première phase de la détermination des soldes, la compensation multilatérale correspond au sens restreint du mot liquidation : il s'agit de liquider, de déterminer dans son montant le solde, c'est-à-dire la position « nette » de chacun à l'égard des autres.* »

⁴ *Ibid.*, n° 478, p. 210

⁵ *Ibid.*, n° 368, p. 172

⁶ L. 211-38-I du C. mon. fin.

⁷ L. 211-38-I du C. mon. fin.

obligations financières nées d'une opération de marché à terme. Il s'agit de l'obligation financière de régler les marges (A) qui présente certaines spécificités afférentes à l'opération de marché à terme (B).

A. L'obligation financière de régler quotidiennement les marges

142. **Plan.** La compensation peut être une compensation de paiement et/ou de risque. Alors que la compensation de paiement « vise à simplifier le règlement d'opérations réciproques entre deux ou plusieurs parties »¹, la compensation de risque, quant à elle, « permet à l'une des parties ayant procédé à une compensation de paiement de se prémunir contre le risque de défaillance de son cocontractant »². Les deux types de risques identifiés traduisent toute la complexité du mécanisme de compensation postérieur à l'enregistrement de la transaction par la chambre et avant l'échéance et à l'échéance. Entre l'enregistrement et l'échéance, la compensation est une compensation de risque qui donne lieu au calcul d'un solde temporaire générateur de l'obligation de régler les marges. À l'échéance, la compensation est à la fois un calcul par différence, mais également un mode de paiement partiel ou total. Le dispositif relatif aux obligations financières vise à la fois la compensation de paiement et la compensation de risque. La complexité réside dans cette double fonction de la compensation : elle évalue temporairement le risque de variation de cours par le biais des marges (1) et réduit temporairement le risque de contrepartie par l'obligation de règlement des marges (2).

1. La détermination temporaire du risque de variation de cours : les marges

143. **Les marges, définition.** Les règles de la compensation définissent les marges comme 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 »³. Autrement dit, les marges sont la manifestation économique d'une différence de cours⁴. Pendant la période au cours de laquelle la position est ouverte, le

¹ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.*, n° 587, p. 529

² *Ibid.*

³ Règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA, chapitre 1 définitions, V° « marge » et Instruction n° IV.2-1, base de calcul de la couverture des transactions sur valeurs mobilières négociées sur un marché opéré par une entreprise de marché, 19 avril 2013, www.lchclearnet.com

⁴ Art. 4.2.0.1 des Règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

donneur d'ordres doit s'acquitter du paiement des marges si elles sont débitrices. Dans ce cadre, on comprend alors que les règles de la compensation définissent la position ouverte comme « une obligation d'un client ou d'un membre négociateur (associé) soit de payer soit de livrer des instruments financiers, à l'égard de l'adhérent compensateur, et résultant d'une transaction »¹. Madame le Professeur M. ROUSSILLE écrit à ce sujet : « En réalité, la marge n'est pas le résultat d'une opération juridique, mais simplement d'un calcul auquel procède la chambre »². L'expression juridique de cette différence se manifeste par l'obligation de régler quotidiennement les marges en raison de l'adhésion des participants au système des marchés à terme. La force obligatoire de l'obligation de régler les marges trouve sa source dans la volonté des participants de se soumettre au système des marchés à terme et notamment aux règles de la compensation. « La marge ne résulte aucunement d'une manifestation de volonté de la chambre »³. Il convient désormais de déterminer la nature de l'obligation de régler les marges.

144. **Les marges, une composante de la couverture.** L'obligation de couverture oblige le donneur d'ordres à verser un dépôt initial de garantie puis à régler quotidiennement les marges.

Le dépôt initial de garantie. D'une part, l'obligation de couverture à la charge du donneur d'ordres implique qu'il verse un dépôt initial de garantie qui correspond à des remises d'espèces ou d'instruments financiers, condition préalable à la transaction puis à l'opération.

Les marges. D'autre part, le donneur d'ordres devra régler quotidiennement les marges. Ces marges correspondent à l'expression économique de l'évolution du cours, c'est-à-dire à la différence entre le cours de la veille et celui du jour. En d'autres termes, les marges correspondent à la différence « *entre le cours de compensation du jour de bourse précédent et le cours de compensation du jour et obligent à une revalorisation du risque chaque jour de cotation* »⁴. Si la marge est négative, le donneur d'ordres doit régler cette différence. L'exécution de cette obligation est une condition de maintien de la position

¹ Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearent SA*, définitions, V° « position »

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 292, p. 137

³ *Ibid.*

⁴ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 368, p. 410

ouverte sur un marché. En réalité, l'obligation de régler quotidiennement les marges est une obligation de payer.

145. **L'obligation de régler quotidiennement les marges : une obligation de payer.** Traditionnellement, lorsque l'on s'interroge sur le paiement, il convient de définir les différents paramètres : ses parties (auteur et destinataire), son moment, son objet, son lieu, sa preuve, son imputation. Mais avant cela, il faut identifier l'obligation qui est exécutée, qui est payée. En réalité, il s'agit de répondre à une série de questions : Qui paie ? Qui reçoit le paiement ? Quel est le moment de l'exigibilité de ce paiement ? Quel est l'objet de ce paiement ? En quel lieu est-il exigible ? Quels sont les moyens de preuve de ce paiement ? Comment s'impute-t-il ? Et surtout, quelle est l'obligation exécutée par le règlement des marges ?

Durée, fréquence et moment du paiement. L'étude des modalités du paiement des marges implique une distinction temporelle. L'étude des modalités du paiement des marges concerne le stade de l'exécution de l'opération. Il s'agit de distinguer le moment immédiatement après la communication du cours de compensation de la période postérieure à l'enregistrement, mais antérieure au dénouement de l'opération.

Au stade de l'exécution de l'opération : immédiatement après la communication du cours de compensation). Le détenteur d'une position ouverte sur un marché est soumis à l'obligation quotidienne de régler les marges. La fréquence de l'exécution de cette obligation est indiquée dans l'énoncé : la fréquence d'exécution est quotidienne. D'une part, cette obligation quotidienne de régler les marges dure tant que la position est ouverte, cela signifie qu'elle n'existe qu'après l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation jusqu'à son dénouement. D'autre part, l'exigibilité de l'obligation de régler les marges intervient quotidiennement après la communication du cours de compensation par la chambre.

Au stade de l'exécution de l'opération : après l'enregistrement par la chambre de compensation et avant le dénouement de l'opération. « *Il s'agit d'une obligation aléatoire, d'exigibilité quotidienne, des adhérents envers la chambre de compensation* »¹. L'obligation de régler les marges a vocation à couvrir le risque de cours existant à partir de

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 396, p. 322

l'enregistrement de l'opération par la chambre jusqu'à son dénouement, autrement dit pendant toute la durée au cours de laquelle la position est ouverte. Cette obligation existe tant que le risque existe.

Exigibilité immédiatement après la communication du cours de compensation.

Les marges sont appelées et débitées ou créditées quotidiennement par la chambre de compensation¹. Dès que le cours de compensation a été communiqué, les marges sont immédiatement exigibles, sans formalité particulière². L'obligation de régler les marges concerne le stade de l'exécution de l'opération : elle « *relève incontestablement de l'exécution de la transaction puisqu'elle ne naît, semble-t-il, qu'à compter de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation* »³.

Qui ? A qui ? Quoi ? Quand ? À ce stade, il est possible de répondre à une première série de questions. Le débiteur de l'obligation de couverture est débiteur de l'obligation de régler les marges envers le créancier de l'obligation de couverture qui est notamment la chambre de compensation. Mais cette obligation de payer concerne aussi les maillons inférieurs de l'opération, ses intermédiaires. Les marges constituent l'objet de ce paiement. Ce paiement est exigible immédiatement après la communication du cours de compensation. Les marges sont en somme une évaluation temporaire du risque de variation de cours⁴ qu'il convient d'évincer en exécutant cette obligation. Le règlement quotidien des marges opère une réduction temporaire du risque de la variation de cours qui peut entraîner un risque de contrepartie puis, en se propageant, un risque de système.

¹ Art. 4.2.0.1 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

² Art. 4.2.0.9 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 352, p. 290 et 291

⁴ P. PAILLER, « De nouvelles règles pour les chambres de compensation », *op. cit.*, spéc. n° 10 « Cette obligation de couverture consiste dans un dépôt initial de garantie et dans des appels de marges successifs, fixés par la chambre de compensation, pendant toute la durée du contrat financier. Ces appels de marges, déterminés par comparaison du cours du jour et du cours de la veille, correspondent à l'évolution du risque [...] »

2. L'obligation de régler quotidiennement les marges

146. **Plan.** De quoi s'acquitte-t-on lorsque l'on règle les marges ? En d'autres termes, s'agit-il de l'exécution des obligations afférentes au contrat à terme ou s'agit-il de celles de la garantie par l'actualisation de son assiette ? Ces questions invitent à en formuler d'autres : doit-on distinguer les obligations nées du contrat à terme de celles qui sont consécutives à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation ou, au contraire, doit-on considérer que les obligations consécutives à l'enregistrement de la transaction à terme par la chambre de compensation participe à l'exécution des obligations nées du contrat financier ? La détermination de l'objet du paiement invite à apporter une réponse à ces questions. Finalement, en exécutant une obligation financière, quel risque réduit-on ? L'exécution des obligations financières par le règlement quotidien des marges permet la réduction du risque de contrepartie à deux égards : d'une part, à l'égard des obligations du contrat à terme (**a**) et, d'autre part, à l'égard du dépôt initial de garantie (**b**).

a. L'obligation de régler les marges et les obligations du contrat à terme

147. **La confrontation des obligations du « contrat à terme » et l'obligation de régler les marges.** Le contrat à terme se caractérise par le fait que l'exigibilité des obligations qu'il fait naître est reportée en raison du terme. Madame le Professeur A.-C. MULLER démontre, au sujet de l'opération à terme, que le terme est un « *élément, que l'on pourrait qualifier au sens large d'élément de perfection, pour l'exécution des obligations* »¹. La notion de position ouverte signifie que cet élément de perfection est lacunaire jusqu'à l'échéance : « *C'est ce à quoi fait référence, selon nous, la notion de position ouverte : son détenteur s'est engagé à fournir la prestation prévue par les textes dès la production de l'élément de perfection de son obligation* ». La question est alors de savoir si les marges constituent ou non un élément de perfection des obligations du « contrat à terme ».

148. **La distinction et la coexistence des obligations du « contrat à terme » et de l'obligation de régler quotidiennement les marges.** Les obligations du contrat à terme doivent être distinguées de l'obligation quotidienne de régler les marges. Cette distinction une

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 394, p. 320

fois établie permet de conclure à la coexistence des obligations du contrat à terme avec l'obligation quotidienne de régler les marges.

Distinction. Les obligations du contrat à terme ne peuvent être confondues avec l'obligation de régler quotidiennement les marges. Tant l'exigibilité que le caractère aléatoire permettent de soutenir que les obligations du contrat à terme doivent être distinguées de l'obligation de régler quotidiennement les marges.

Le moment de l'exigibilité. D'une part, le moment de l'exigibilité des obligations, même parfois éventuel, marque une première différence entre l'obligation de régler les marges et celles du contrat à terme. Après l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, les marges sont immédiatement exigibles, alors que l'exigibilité des obligations du contrat à terme est retardée au jour de l'échéance.

Le principe de l'exigibilité. D'autre part, une seconde différence peut être relevée. L'obligation de régler les marges est immédiatement exigible ce qui exclut toute incertitude : quoi qu'il advienne concernant la prise de position, que le contrat à terme soit ferme ou optionnel, quel que soit son mode de dénouement, par livraison du sous-jacent ou paiement du différentiel, le détenteur de la position ouverte a l'obligation, chaque jour, de régler les marges. En revanche, concernant les obligations du contrat à terme, celles-ci peuvent être aléatoires : « *Les marges sont exigibles alors même que l'existence des obligations du contrat à terme demeure affectée d'une incertitude* »¹. Le détenteur d'une position ouverte doit verser les marges alors que les obligations du « contrat à terme » ne sont pas encore exigibles, au-delà alors qu'il est incertain qu'elles le deviennent. Le plus simple est de reproduire fidèlement sans trahir le propos de Madame le Professeur A.-C. MULLER tant il est juste et précis : « *L'absence d'un élément de perfection qui caractérise les obligations initiales n'affecte en rien l'obligation de régler les marges. Les deux types d'obligations ne sont par conséquent pas équivalents, ils ne sauraient être confondus. La corrélation juridique entre les deux types d'obligation s'avère par conséquent assez difficile à établir, interdisant de soutenir que l'obligation de règlement des marges se substitue purement et simplement aux*

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 393, p. 318 et 319

obligations du contrat à terme. Ce constat invite à conclure à une véritable coexistence des deux types d'obligations »¹.

Coexistence. Madame le Professeur A.-C. MULLER a démontré pourquoi il convenait de conclure que les obligations du contrat à terme et l'obligation de régler les marges coexistaient². L'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation fait naître l'obligation de régler les marges. Dès lors que les marges trouvent une source distincte de celle de l'engagement pris par le donneur d'ordres, on ne peut se résoudre à les confondre. Au contraire, il s'agit d'une obligation supplémentaire à celles que fait naître l'engagement à terme. Les obligations du contrat à terme et l'obligation de régler quotidiennement les marges se superposent. L'obligation de régler les marges consécutives à l'enregistrement de la transaction coexiste avec les obligations du contrat à terme, autrement dit les obligations de règlement et de livraison. La distinction juridique et la superposition n'évincent pas la question du lien que chacune entretient avec l'autre. Madame le Professeur A.-C. MULLER dévoile la corrélation économique de ces deux obligations. La question est alors de savoir si cette corrélation économique est susceptible de justifier que l'exécution de l'obligation de régler les marges permet l'exécution des obligations du contrat à terme. Le paiement quotidien des marges permet-il de s'acquitter des obligations du contrat à terme ; constituent-elles un mode de paiement de l'opération à terme ?

149. **Les marges : mode de paiement du contrat à terme.** Certains auteurs ont proposé de qualifier les marges de paiement anticipé des obligations à terme³, d'autres s'y opposent.

Les défenseurs. Selon Madame le Professeur I. RIASSETTO, les marges doivent être qualifiées, non comme un complément du dépôt de garantie initial, mais l'exécution d'une fraction de l'obligation du contrat à terme⁴. L'auteur ne peut défendre cette idée que dans la mesure où elle considère que s'opère une double novation : l'obligation du contrat à

¹ *Ibid.*

² *Ibid.*, n^{os} 394 et suiv., p. 319 et suiv. Cette idée a été reprise par Madame A.-C. ROUAUD : A.-C. ROUAUD, *op. cit.*, n^o 369, p. 231 et 232

³ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n^o 636, p. 447 ; P. PAILLER, *op. cit.*, n^{os} 378 et suiv., p. 417 et suiv.

⁴ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n^o 248, p. 173 : « *La marge négative représentant la dette de l'opérateur à un moment donné, la valorisation constitue un moyen efficace d'assurer la sécurité du marché par le fonctionnement et l'étalement dans le temps de la perte subie par les opérateurs. [...] Or, si cette représentation temporelle des risques assure économiquement la « couverture » de ce risque, elle ne saurait être juridiquement assimilée sous la désignation de « couverture », à la sûreté réelle qu'est le dépôt de garantie, dont elle opérerait la reconstitution.* »

terme (livrer ou payer) se noverait en obligation de régler les marges et en obligation de règlement du montant dû. En d'autres termes, l'obligation de régler les marges se substituerait aux obligations du contrat à terme, c'est-à-dire aux obligations de payer ou de livrer¹. Plus récemment, Madame le Professeur P. PAILLER a considéré que le règlement des marges constituait notamment un paiement fractionné² des obligations afférentes à un instrument financier à terme, en plus d'être une exécution de l'obligation de couverture.

Les opposants. Les opposants à la thèse selon laquelle les marges ne peuvent constituer un paiement des obligations du contrat à terme. D'abord, Madame le Professeur A.-C. MULLER en prenant l'exemple topique du contrat d'option démontre que la thèse du paiement anticipé des obligations du contrat à terme par le règlement des marges connaît des limites³. Ensuite, l'auteur suivi par Madame le Professeur A.-C. ROUAUD rejette la théorie de la double novation défendue par Madame le Professeur I. RIASSETTO : accepter que l'obligation de régler les marges constitue une obligation nouvelle en raison d'une novation par changement d'objet revient à considérer, de manière artificielle, au moment du dénouement, une nouvelle novation par changement d'objet entre l'obligation de régler les marges et les obligations de règlement et de livraison⁴. Plus généralement, il a été reproché à cette analyse de conférer à l'obligation de régler les marges la qualification de paiement anticipé des obligations du contrat à terme, c'est-à-dire des obligations de règlement et de livraison, ne permettant pas de rendre compte de la nature de la marge⁵.

150. **Synthèse.** En somme, la question reste ouverte, mais se déplace. Le régime des obligations financières couvertes devra ainsi être confronté à la qualification des marges. Tout comme le contrat de garantie financière a été le révélateur chimique de l'obligation financière, la dialectique fonctionne à l'inverse : les obligations financières couvertes constituent un révélateur chimique de ce que sont les marges. Avant de mettre en perspective le dispositif de la directive *Collateral* avec les obligations consécutives à l'enregistrement de la transaction

¹ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n^{os} 206 et suiv., p. 144 et suiv.

² P. PAILLER, *op. cit.*, n^{os} 377 et suiv., p. 416 et suiv.

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n^o 390, p. 314

⁴ A.-C. MULLER, n^{os} 388 et suiv., p. 312 et suiv. ; A.-C. ROUAUD, n^o 368, p. 230

⁵ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n^o 960, p. 410 : « La marge désigne les espèces ou les titres remis pour couvrir un risque de marché et l'intention du constituant n'est, sauf preuve contraire, pas d'en transférer la propriété à titre définitif à son intermédiaire en prévision d'une dette dont il évite généralement de penser qu'elle pourrait exister. »

par la chambre de compensation, il convient de confronter les marges au dépôt initial de garantie.

b. Les marges et le dépôt initial de garantie

151. **Les marges, un complément du dépôt de garantie ?** Pour certains, les marges seraient un complément du dépôt de garantie¹. Face à cette affirmation, il convient de relever deux arguments permettant soit d'éluider cette thèse, soit de conclure à son imperfection. Le premier argument a été énoncé par Madame le Professeur A.-C. ROUAUD ; il s'agit de la distinction entre les marges et les compléments de dépôt de garantie. Le second argument est relatif à la qualification de « complément ».

Obligation de régler les marges et appels de compléments du dépôt de garantie (Collateral) par la chambre de compensation. Les règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA* distinguent entre l'obligation de régler les marges et l'obligation de fournir un complément de garantie si la chambre le demande. Cela signifie que coexistent l'obligation de couverture (dépôt de garantie et marges) et la couverture additionnelle. D'une part, la chambre appelle le dépôt de garantie et les marges qu'elle crédite ou débite quotidiennement². D'autre part, en plus des couvertures (expression employée pour désigner le dépôt initial de garantie ainsi que les marges), la chambre peut demander à un adhérent compensateur de fournir ou verser une couverture additionnelle³. L'articulation des articles 4.2.0.1 et 4.2.0.3 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA* impose de distinguer entre la couverture (dépôt initial de garantie et marges) et la couverture additionnelle.

La notion de « complément ». La question est de savoir ce que signifie le terme de « complément » en droit. Certes, un versement complémentaire peut être l'objet d'une disposition légale ou d'une stipulation contractuelle, mais en l'occurrence est-ce que le « complément » est une notion juridique ? Tout au plus, le « complément » pourrait être juridiquement une obligation légale ou conventionnelle concernant l'assiette d'une garantie, en l'occurrence du dépôt initial de garantie. Il s'agirait d'une sorte d'actualisation économique

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 632, p. 279 et 280 : « La marge est « couverture supplémentaire exigée lorsque la variation des cours au-dessus et au-dessous d'un chiffre déterminé fait craindre que la couverture initiale [c'est-à-dire le dépôt de garantie] ne suffise plus à assurer le règlement des différences. »

² Art. 4.2.0.1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

³ Art. 4.2.0.3 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

de l'assiette prévue légalement ou conventionnellement. Les règles de la compensation s'opposent à l'approche qui qualifierait les versements des marges comme l'exécution des obligations du contrat de garantie. En réalité, les obligations financières nées d'une opération de marchés à terme présentent des spécificités.

B. Les spécificités de l'exécution des obligations financières nées d'une opération de marché à terme

152. **Plan.** La couverture, c'est-à-dire le dépôt initial de garantie et le règlement des marges, est à la fois un contrat de garantie financière (dépôt initial de garantie) et une obligation financière (obligation de régler les marges) conditionnant ou résultant de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. La loi n° 2013-672 sur la séparation et la régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 confirme ces qualifications. En effet, cette loi procède à une unification des régimes des garanties des articles L. 440-7 et L. 211-38 du Code monétaire et financier qui coexistaient auparavant. Le régime des garanties est ainsi harmonisé : « *L'obligation de couverture est donc légitimement intégrée dans le droit commun des garanties financières, ce qui permet une uniformisation des régimes qui est bienvenue* »¹. Mais les interrogations relatives aux obligations financières au stade de l'exécution de l'opération restent multiples ; il s'agit notamment de savoir quels sont les rapports entretenus entre les marges et le contrat financier ou entre les marges et le dépôt initial de garantie. S'agissant du dépôt initial de garantie, la question peut être autrement formulée : les marges peuvent-elles être qualifiées de « complément » du versement initial du dépôt de garantie ? Au contraire, doit-on considérer que les marges présentent une nature distincte du dépôt initial de garantie ? Étant acquis que le dépôt initial de garantie est un contrat de garantie financière et les marges à une obligation financière, les questions peuvent alors être transposées au dispositif *Collateral*. L'exécution de l'obligation financière peut-elle envisager comme un complément de l'assiette du contrat de garantie financière ? Au contraire, l'obligation financière est-elle dénuée de tous liens avec le contrat de garantie financière ? Nous soutenons que les marges sont des obligations financières au stade de l'exécution de l'opération financière, avant le dénouement par compensation. Selon les règles de la compensation, les marges, notamment, ont vocation à couvrir la chambre de

¹ P. PAILLER, « De nouvelles règles pour les chambres de compensation », *op. cit.*, spéc. n° 11 ; V. également à ce sujet D. ROBINE, « La réforme des couvertures par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires », *D.*, 2013, p. 2281, spéc. n° 3

compensation des cas de défaillance des adhérents compensateurs¹. L'identification de l'obligation financière au stade de l'exécution de l'opération a permis d'exposer les oppositions concernant la qualification de l'obligation de régler les marges. En réalité, le dispositif de la directive *Collateral* est un révélateur de la qualification des deux facettes de l'obligation de couverture, notamment de l'obligation de régler les marges. La confrontation de l'obligation de régler quotidiennement les marges au dispositif *Collateral* permet de révéler les qualifications de cette obligation consécutive à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. Le règlement des marges permet la réduction des risques, d'une part, par l'exécution de l'obligation d'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière (1) et, d'autre part, l'exécution des obligations du contrat à terme qui sont elles aussi des obligations financières (2).

1. L'actualisation de l'assiette contrat de garantie financière

153. **Plan.** La démonstration de la réduction des risques par le dispositif *Collateral* implique d'abord de présenter le lien entre l'obligation garantie et sa garantie, c'est-à-dire entre l'obligation financière et le contrat de garantie financière (a), avant de démontrer que l'exécution des obligations financières permet l'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière (b).

a. *Le lien entre l'obligation garantie et sa garantie*

154. **La difficulté de l'articulation entre la coexistence des obligations et un fait générateur identique : l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation.** La difficulté jaillit à la rencontre de deux vérités. D'une part, les obligations de règlement et de livraison, c'est-à-dire les obligations du contrat à terme, ne peuvent être confondues avec les obligations conditionnant l'enregistrement et le maintien de la position ouverte, c'est-à-dire l'obligation de constituer ou verser le dépôt initial de garantie et de régler quotidiennement les marges. D'autre part, l'obligation de couverture s'articule autour de l'enregistrement de la chambre, tantôt le conditionnant, tantôt conditionnant le maintien de la position ouverte. Concrètement, la difficulté jaillit de la distinction des obligations en présence et de leur coexistence.

¹ Art. 4.2.0.1 des règles de la compensation *LCH.Clearnet SA*

La coexistence. Madame le Professeur A.-C. MULLER a mis en lumière la coexistence des obligations du contrat à terme et de l'obligation de régler les marges : « *il est par conséquent impossible d'affirmer que l'obligation de régler les marges se substitue purement et simplement à celle du contrat à terme qui existeraient précédemment et seraient, de ce fait éteinte, par exemple sur le fondement d'une novation par changement d'objet. L'absence d'équivalence juridique entre les deux séries d'obligations conduit à affirmer qu'elles coexistent* »¹. Si les obligations du contrat à terme et l'obligation de régler les marges coexistent, ce qui constitue une première difficulté ; une seconde s'illustre par le rôle central de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation.

L'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation : la couverture condition d'enregistrement et condition de maintien de la position ouverte. L'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation est un « pivot » commun aux deux facettes de la couverture. En effet, le dépôt initial de garantie est la condition de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation et le règlement quotidien des marges est la condition de maintien de la position ouverte. De telle sorte, le contrat de garantie financière est une condition de l'enregistrement de la transaction par la chambre et l'exécution d'une obligation financière est la condition de maintien de la position ouverte. Le dispositif *Collateral* révèle le lien entre l'obligation garantie et la garantie.

155. **La directive *Collateral* : le révélateur du lien existant entre l'obligation financière et le contrat de garantie financière.** Le lien qui unit le contrat de garantie financière et l'obligation financière est un rapport de principal à accessoire. Il révèle celui qui unit l'obligation de couverture et les obligations du contrat à terme et celui qui existe entre les marges et le dépôt initial de garantie.

Le lien de principal à accessoire. Le lien de principal à accessoire est plural. Il existe un lien de principal à accessoire, d'une part, entre le dépôt de garantie et l'obligation de régler les marges, c'est-à-dire entre le contrat de garantie financière et les obligations financières, mais également entre l'obligation de couverture et les obligations du contrat à terme, c'est-à-dire les obligations de règlement et de livraison. Cette approche se justifie par la compensation des dettes et créances du contrat de garantie financière (dépôt initial de

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 400, p. 324

garantie) avec celles des obligations financières (obligation de régler les marges et obligation d'exécuter les obligations de règlement-livraison). Ainsi, les obligations financières sont une qualification commune aux obligations du contrat à terme et à l'obligation de régler quotidiennement les marges.

Un lien de principal à accessoire entre l'obligation de couverture et les obligations du contrat à terme. Le dépôt initial de garantie est une garantie fiduciaire. Cette garantie fiduciaire a vocation à couvrir la position ouverte sur le marché. Il est unanimement acquis que le dépôt initial de garantie est une sûreté réelle accessoire de l'engagement principal, c'est-à-dire de la prise de position afférente à un instrument financier à terme.

Un lien de principal à accessoire entre l'obligation de régler les marges et le dépôt initial de garantie. Abstraitement, un lien de principal à accessoire unit chacune des facettes de l'obligation de couverture. En ce sens, le principal concourt à l'exécution juridique et à l'actualisation économique de l'accessoire. Concrètement, l'obligation de régler les marges participe à l'exécution et à l'actualisation du dépôt initial de garantie. L'exécution des obligations financières participe à l'exécution et à l'actualisation du contrat de garantie financière. Concrètement, l'exécution des obligations financières, entre l'enregistrement et avant le dénouement par la chambre, participe à l'exécution du contrat de garantie financière en actualisant son assiette. À cela, il convient d'ajouter que les dettes et créances du contrat de garantie financière et se compensent avec celles des obligations financières.

156. **La compensation des dettes et créances du contrat de garantie financière avec les dettes et créances des obligations financières.** Le dispositif de la directive *Collateral* ne nie en rien la coexistence de l'obligation de règlement des marges et des obligations du contrat à terme. En revanche, en prévoyant que les dettes et créances du contrat de garantie financière se compensent avec les dettes et créances des obligations financières, la directive permet de prendre position sur la qualification des marges.

Préalable nécessaire à la compensation des dettes et créances afférentes au contrat de garantie financière aux dettes et créances afférentes aux obligations financières : la coexistence de deux obligations réciproques. L'article L. 211-38-I alinéa 2 du Code monétaire et financier implique la coexistence de deux obligations. Rappelons que

l'article L. 211-38-I alinéa 2 du Code monétaire et financier prévoit que les dettes et créances relatives au contrat de garantie financière et celles afférentes aux obligations financières sont compensables. Coexistent ainsi les obligations financières afférentes au contrat de garantie financière et celles relatives aux obligations financières. Autrement dit, coexistent des obligations dites principales et des obligations dites accessoires, c'est-à-dire celles du contrat à terme et celles inhérentes à la couverture (dépôt initial de garantie et règlement des marges), pendant toute la durée au cours de laquelle la position est ouverte.

La compensation de dettes et créances afférentes au contrat de garantie financière avec celles afférentes aux obligations financières. L'analyse des marges ne peut se départir de la connexité légale entre les dettes et créances du contrat de garantie financière et celles afférentes aux obligations financières, établie par l'article L. 211-38-I alinéa 2 du Code monétaire et financier. Cet élément, inhérent au mode de dénouement de l'opération à terme, est déterminant dans la qualification des marges. Il convient d'identifier les trois étapes de ce raisonnement quant aux propositions envisageables quant à la qualification des marges.

157. **Les propositions de qualification de la nature de marges.** Le raisonnement doit être déroulé en plusieurs étapes : il convient de rappeler les qualifications consécutives à la confrontation du dispositif de la directive *Collateral* aux obligations conditionnant et consécutives à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, puis le déroulement de l'opération à terme c'est-à-dire de la transaction à l'opération de marché pour, enfin, proposer une qualification des marges.

Les qualifications consécutives à la confrontation de la couverture au dispositif *Collateral*. L'étude de la directive *Collateral* a permis de qualifier les deux aspects de la couverture. Le dépôt initial de garantie est un contrat de garantie financière. L'obligation de régler quotidiennement les marges est une obligation financière. Rappelons également que des oppositions doctrinales existent concernant les qualifications des marges et qu'elles peuvent trouver un consensus grâce au dispositif *Collateral*. Entre l'enregistrement et avant le dénouement de l'opération financière, l'exécution des obligations financières participe à l'exécution du contrat de garantie financière en actualisant son assiette, mais elles sont aussi un mode d'exécution des obligations du contrat à terme, dès lors que les dettes et créances afférentes au contrat de garantie financière se compensent avec celles afférentes aux

obligations financières. Concrètement, l'obligation de régler les marges participe tant à l'exécution par l'actualisation de l'assiette du dépôt initial de garantie, qu'à l'exécution des obligations du contrat à terme en raison des dispositions de l'article L. 211-38-I alinéa 2 du Code monétaire et financier.

Le dispositif *Collateral* : de la transaction à l'opération de marché. Il n'est pas juste de limiter l'étude du dispositif *Collateral* à la seule période s'étalant entre l'enregistrement et le dénouement de l'opération financière. Le dispositif *Collateral* vise l'opération financière tout entière. Cela signifie que les dispositions relatives au mode de dénouement doivent être prises en compte dans la détermination de la qualification adéquate des marges. Or, on sait que les dettes et créances afférentes aux obligations financières se compensent avec relatives au contrat de garantie financière ; que cette compensation concourt à l'exécution des obligations du contrat à terme. Le dispositif *Collateral* suivi d'une double compensation permet de soutenir que les marges et le solde de compensation sont des obligations financières.

Proposition de qualifications des marges. Suivant cette démonstration, le règlement des marges serait à la fois une exécution de l'obligation d'actualiser l'assiette de la garantie, mais aussi un mode d'exécution des obligations du contrat à terme, non en raison d'une double novation qui est une justification à écarter, mais en raison du dispositif *Collateral* qui prévoit une qualification commune à toutes les époques de l'opération financière – l'obligation financière – en précisant que les dettes et créances de l'opération de garantie et les dettes et créances de la garantie se compensent entre elles. Il convient désormais de s'assurer de la véracité de cette hypothèse qui retient que l'exécution de l'obligation financière permet l'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière.

b. L'actualisation de l'assiette de la garantie par l'exécution de l'obligation garantie

158. **Les marges : une finalité de garantie.** Il est acquis que les marges sont un élément de sécurité sur les marchés, car elles « *possèdent incontestablement une fonction de garantie* »¹. Le règlement quotidien des marges a pour but d'éliminer, au jour le jour, le risque inhérent à

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 405, p. 326 et 327

l'évolution du cours de la valeur des actifs entre le jour de conclusion de la transaction et le jour de l'échéance, autrement dit le risque de prix. L'obligation de régler les marges concrétise de manière anticipée, c'est-à-dire entre l'enregistrement de la transaction et son dénouement, la réalisation du risque à terme¹. En actualisant l'assiette du dépôt initial de garantie, le versement des marges participe alors à l'exécution du dépôt initial de garantie². Il convient désormais d'identifier l'obligation exécutée par le règlement des marges.

159. **L'identification de l'obligation exécutée par le règlement des marges.** Madame le Professeur P. PAILLER propose de voir dans le règlement quotidien des marges l'exécution de l'obligation de couverture³. Après l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, l'obligation principale à la charge du donneur d'ordres est l'obligation de couverture. Le particularisme de l'obligation de règlement des marges réside dans le fait que *« les marges sont exigibles alors même que l'existence des obligations du contrat à terme demeure affectée d'une incertitude »*⁴. Cela signifie que les marges sont exigibles avant l'échéance du contrat à terme. Par conséquent, les obligations du contrat à terme – les obligations de règlement et de livraison – ne peuvent se confondre à ce stade avec l'obligation de régler quotidiennement les marges. En réalité, les marges correspondent économiquement à un solde temporaire obtenu par la liquidation quotidienne de la chambre de compensation. L'exécution de l'obligation de régler les marges correspond juridiquement à l'exécution de l'actualisation de l'assiette du dépôt initial de garantie⁵. Cette somme est déterminée par la liquidation quotidienne opérée par la chambre de compensation. La liquidation quotidienne et temporaire des positions par la chambre de compensation permet de conférer le caractère certain de l'obligation d'actualisation du dépôt de garantie à la charge du donneur d'ordres. Ainsi, après l'enregistrement de la transaction par la chambre, l'obligation financière est une obligation du contrat de garantie financière qui se manifeste par l'actualisation de son assiette.

¹ P. PAILLER, n° 380, p. 419

² D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », *Mélanges Michel Cabrillac*, Litec, 1999, p. 375 : « Dans la majorité des cas, l'adaptation de l'assiette de la garantie est réalisée grâce à la technique connue sous le nom d'appel de marges. Les parties conviennent alors de remises complémentaires pour tenir compte de l'évolution du risque. »

³ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 379 et suiv., p. 418 et suiv.

⁴ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 400, p. 324

⁵ *Contra* P. PAILLER, *op. cit.*, n° 372, p. 414 : « Par conséquent, même si le législateur a posé une unité de régime, à partir du mécanisme de la propriété fiduciaire, à l'[ancien] art. L. 440-7 du C. mon. fin., la nature des marges exclut toute identification avec le dépôt de garantie. » Effectivement, l'obligation de régler les marges ne peut être qualifiée de contrat de garantie financière. En revanche, l'obligation de régler les marges peut être envisagée, ce que nous démontrons, comme l'exécution de l'obligation de l'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière correspondant au dépôt initial de garantie. Cela revient à faire une distinction simple entre la convention et les obligations qu'elle génère.

Après l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, l'obligation financière est une obligation du contrat de garantie financière. Rappelons que nous avons auparavant démontré que les marges sont des obligations financières consécutives à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation ; que cet enregistrement est lui-même conditionné par le dépôt initial du donneur d'ordres qui est un contrat de garantie financière. L'obligation de règlement des marges est une exécution de l'obligation d'actualisation de l'assiette du dépôt initial de garantie. Cela signifie alors que les obligations financières sont, au stade de l'exécution de l'opération à terme, afférentes au contrat de garantie financière. L'exécution des obligations financières correspond à l'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière¹. Le *quantum* de l'obligation d'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière est déterminé par la liquidation quotidienne opérée par la chambre de compensation faisant apparaître un solde temporaire. Ce solde temporaire est l'expression économique de l'obligation financière, au stade de l'exécution de l'opération de marché à terme.

L'exécution de l'obligation financière permet l'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière. La qualification exige de revenir sur ce que constitue une opération de marché à terme. Cette première approche globale de l'opération de marché à terme conduit à rejeter la qualification d'obligation principale au contrat de garantie financière, concrètement au dépôt initial de garantie. Cette constatation est justifiée dans la mesure où le dépôt initial de garantie est sûreté réelle accessoire.

L'opération de marché à terme. Avant de tenter d'identifier, au stade de l'exécution de l'opération, le principal et l'accessoire, rappelons que l'opération à terme est un ensemble plus vaste qu'un simple rapport synallagmatique : « *Conclure une transaction sur un marché à terme réglementé, ouvrir une position, ce n'est pas devenir partie à un contrat synallagmatique. C'est prendre part à ce que nous nommons une « opération de marché à terme », dont le contrat à terme, ensemble de droits et d'obligations, ne constitue que le*

¹ S. AMADOU-GARBA, *La réglementation des marchés à terme, Contribution à une étude comparée en France et aux États-Unis*, Thèse Clermont-Ferrand, 1994, p. 237 : « *Ce solde négatif de liquidation peut être couvert par appropriation du dépôt initial de garantie préalablement constitué par le donneur d'ordres défaillant. C'est même la seule dette en règlement de laquelle la loi autorise l'appropriation du dépôt de garantie. Il convient donc que ce montant de garantie soit au moins équivalent au montant de la perte. D'où ce mécanisme d'appels de marges qui revient, en pratique, à reconstituer financièrement le dépôt de garantie initialement constitué en provision des variations de cours qui aurait été amputé par le débit correspondant à la perte constatée entre deux valorisations.* »

support juridique d'une opération économique plus vaste. »¹. Cela signifie que le contrat à terme est relayée au rang de support technique de l'opération : « *Le « contrat à terme » ne constitue que le support juridique d'une opération de pari sur l'évolution des cours du sous-jacent* »². Il est troublant que Madame le Professeur A.-C. MULLER ait pu écrire près de cinq années avant la transposition de la directive *Collateral* qu'« *il importe de souligner la prééminence de cette obligation financière quotidienne sur les obligations du contrat à terme. En effet, c'est son exécution qui conditionne le maintien de l'engagement à terme de l'opérateur, alors même que l'obligation « principale » ou « initiale » demeure affectée d'une incertitude* »³. La chronologie de l'opération à terme nous fournit un indicateur important pour la détermination du principal et de l'accessoire.

Rejet de la qualification de principal du contrat de garantie financière (dépôt initial de garantie). Le dépôt de garantie est une condition de l'enregistrement et une condition d'existence de l'opération à terme. Cela signifie que le dépôt de garantie – ce contrat de garantie financière – fait partie de la phase de formation de l'opération à terme. On comprend alors que le contrat de garantie financière prenant la forme du dépôt initial de garantie ne puisse recevoir la qualification d'obligation principale au stade de l'exécution de l'opération à terme. Désormais, il convient d'identifier l'obligation principale qu'est, au stade de l'exécution, l'obligation de régler les marges.

160. L'obligation financière présente de régler quotidiennement les marges : obligation principale de la phase d'exécution de l'opération à terme. L'obligation de régler les marges est l'obligation principale à la charge du détenteur d'une position ouverte sur un marché à terme pendant la période d'exécution : il s'agit d'une obligation financière présente et principale qui a vocation à exécuter par compensation, après le dénouement, une obligation financière future.

Une obligation présente. L'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier dispose qu'« *à 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*

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 420, p. 339

² *Ibid.*, n° 420, p. 338

³ *Ibid.*

d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits, réalisables [...] ». Cette disposition est riche d'enseignements. Le contrat de garantie financière a vocation à couvrir les obligations financières présentes et futures. Au stade de l'exécution de l'opération financière, l'obligation présente à la charge du donneur d'ordres est l'obligation quotidienne de régler les marges. L'obligation principale présente est l'obligation de régler les marges qui est couverte par un contrat de garantie financière. Les obligations financières futures sont celles du contrat à terme correspondant aux obligations de règlement et de livraison qui, au stade de l'exécution, sont incertaines et aléatoires. La compensation de dettes et créances du contrat de garantie financière et des obligations financières¹ explique ce en quoi le contrat de garantie financière a vocation à couvrir les obligations financières présentes (l'obligation de régler les marges) et les obligations financières futures (obligation de régler le solde définitif de compensation). En revanche, il est difficile de comprendre que l'on puisse désarticuler le contrat (dépôt initial de garantie – contrat de garantie financière) et l'exécution de son obligation (obligation financière de régler les marges – actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière) pour permettre d'identifier l'obligation principale et l'obligation accessoire. Cette difficulté est rapidement chassée par l'approche globale de l'opération à terme. Cette répartition surprenante des qualifications est consécutive à l'interposition de la chambre de compensation qui fait, d'une part, de la garantie une condition d'enregistrement et, d'autre part, de l'actualisation de l'assiette de la garantie, une obligation principale à la charge du donneur d'ordres dont l'exécution est une condition de maintien de la position ouverte sur un marché.

Une obligation principale. Au stade de l'exécution de l'opération, l'obligation financière est l'obligation principale à la charge du donneur d'ordres et correspond à l'obligation quotidienne de régler les marges. L'obligation principale à la charge du donneur d'ordres est l'obligation d'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière, le dépôt initial de garantie. Cela signifie que l'exécution d'une obligation inhérente à ce qui est traditionnellement dénommé l'accessoire devient une obligation principale. Autrement dit, cela signifie que l'exécution d'une obligation d'actualisation de l'assiette d'une garantie traditionnellement qualifiée d'accessoire devient une obligation principale à la charge du donneur d'ordres. Cette inversion de ce qu'il est commun de dénommer le rapport de principal à accessoire se justifie par l'interposition de la chambre de compensation.

¹ L. 211-38-I al. 2 du C. mon. fin.

Une obligation future. À l'échéance, le solde définitif est dégagé par compensation. L'obligation de régler le solde de compensation, s'il s'avère débiteur, est une obligation financière présente. Mais de manière rétrospective, avant l'échéance, le solde définitif est une obligation financière future. Les explications fournies par Madame le Professeur M. ROUSSILLE, au sujet des sources de l'obligation de régler le solde dans le cadre de la compensation multilatérale, permettent d'illustrer cette approche rétrospective : « *Dans tous les cas, chaque membre s'engage à payer la somme correspondant à sa position nette si elle est globalement débitrice, en contrepartie de la certitude de recouvrer la créance correspondant à sa position nette si elle globalement créditrice. Cet engagement signifie que la détermination du solde fait apparaître, pour les participants une obligation découlant de la somme ainsi fixée : cette obligation sera une créance au profit de ceux dont le solde est créditeur ; ce sera une dette à la charge de ceux dont le solde est débiteur* »¹. Cela signifie que l'obligation de régler le solde définitif, découlant de l'adhésion des membres au système de compensation, est une obligation qui est, tant que l'échéance n'est pas intervenue, une obligation financière future.

161. **Interrogation consécutive à la qualification d'obligation principale de l'obligation de régler les marges.** Si l'obligation de régler les marges est qualifiée d'obligation principale au stade de l'exécution, cette qualification n'invite-t-elle pas à envisager une autre qualification qui tendrait à attribuer à cette obligation celle de paiement anticipé des obligations du contrat à terme, autrement dit de l'exécution anticipée des obligations de règlement et de livraison ? La réduction du risque crédit est assurée par l'exécution des obligations financières qui permettent l'actualisation de l'assiette de la garantie. Cela étant, il est réducteur et faux de cantonner la fonction de l'exécution des obligations financières à l'actualisation de l'assiette de la garantie. En réalité, la réduction du risque par l'exécution des obligations financières est aussi justifiée par le fait que l'exécution des obligations financières correspond aussi à l'exécution des obligations du contrat à terme.

2. L'exécution des obligations du contrat à terme

162. **L'obligation de régler les marges : qualification insuffisante de l'exécution de l'obligation d'actualisation du contrat de garantie financière.** Nous avons démontré que le

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 387, p. 178

règlement des marges permettait de réduire le risque dès lors qu'elles permettent une actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière. Cela étant, cette approche ne reflète pas parfaitement ce que sont les marges : cette qualification s'avère alors insuffisante.

L'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière. Les marges ne sont pas un contrat de garantie financière, car elles ne sont pas une sûreté réelle accessoire. En revanche, elles concourent à cette garantie dans la mesure où le versement des marges concrétise l'exécution d'une obligation d'actualisation de son assiette, le dépôt initial de garantie qui est un contrat de garantie financière.

Une qualification insuffisante. Si l'obligation de régler les marges a pu être qualifiée d'exécution de l'obligation d'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière, cette qualification n'est pas à elle seule satisfaisante, car elle ne révèle pas entièrement le rôle de l'exécution de cette obligation. Le règlement des marges participe en outre à l'exécution des obligations de règlement et de livraison du contrat à terme¹. Tout comme l'actualisation de l'assiette de la garantie, ce règlement anticipé participe à la sécurité du marché. Cela étant, la question est de savoir si la fonction assignée au règlement des marges ne va pas au-delà de la simple actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière : l'exécution d'une obligation afférente à la garantie participe-t-elle à l'exécution du principal ?

163. L'exécution d'une obligation afférente à la garantie participe-t-elle à l'exécution du principal ? La question est ici de savoir si le règlement des marges, exécution d'une obligation d'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière (dépôt initial de garantie), permet ou non d'exécuter les obligations afférentes au contrat à terme, c'est-à-dire aux obligations de règlement et de livraison. Pour répondre à cette question, il convient alors de se référer au mode d'exécution des obligations du contrat à terme envisagé par la directive *Collateral*.

¹ *Contra* I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 474, p. 332 : « En ce qu'elles permettent le fractionnement et l'étalement des pertes dans le temps, les marges assurent économiquement une fonction de couvertures des risques de défaillance des opérateurs, mais elles participent juridiquement à l'exécution des contrats à terme garantis et non à celle du contrat accessoire destiné à le garantir » ; P. PAILLER, *op. cit.*, n° 371, p. 412 : « Les marges, à la différence du dépôt de garantie, ne peuvent parfaitement se fondre dans le mécanisme de propriété-sûreté. Leur versement caractérise en effet à la fois une finalité de garantie, mais aussi un mode d'exécution juridique de l'instrument financier à terme. »

Le dénouement par compensation des dettes et créances afférentes au contrat de garantie et aux obligations financières. La qualification des marges nécessite une analyse rétrospective du dénouement des positions. Dénouer sa position revient, d'une part, soit résilier unilatéralement sa position avant l'échéance par la prise de position identique, mais de sens inverse et, d'autre part, soit à exécuter ses obligations à l'échéance ou enfin soit à abandonner l'option ouverte à son bénéficiaire dans le cadre d'un contrat d'option. L'hypothèse est celle au sein de laquelle le détenteur d'une position ouverte sur un marché à terme, en raison d'un contrat à terme ferme ou en raison d'un contrat à terme optionnel, pour lequel il compte lever l'option ne s'est pas désengagé unilatéralement par la prise de position identique, mais de sens inverse avant l'échéance.

La détermination du *quantum* de l'obligation financière. Le dénouement de l'opération par compensation permet de dégager un solde définitif déterminé par la différence entre le cours de compensation de la veille et le cours de liquidation de l'échéance. Le cours de liquidation est défini comme « *un prix de référence calculé au jour de l'échéance de l'instrument financier dérivé concerné* »¹. La chambre de compensation procède au dénouement par compensation, c'est-à-dire qu'elle agrège toutes les positions ouvertes ayant la même date de dénouement la veille de la date de dénouement et fournit l'instruction de dénouement, c'est-à-dire une instruction de livraison et/ou de règlement du différentiel². La chambre de compensation dégage un solde définitif, c'est-à-dire qu'elle calcule le « net à dénouer en continu » en agrégeant les suspens du jour qui n'ont pas fait l'objet d'un rachat ou d'une revente avec les positions ouvertes enregistrées³. Cela signifie, d'une part, que le solde définitif est déterminé au moyen d'une technique liquidative, en l'occurrence la compensation et, d'autre part, que cette compensation, outre le fait qu'elle permette de déterminer le *quantum* de l'obligation et son débiteur, doit s'adjoindre à celle de l'article L. 211-38-I alinéa 2 du Code monétaire et financier⁴. L'étude des obligations financières rejoint l'idée soutenue par Madame le Professeur P. PAILLER : « [...] *Les marges, qui se fondent à terme*

¹ Règles de compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, définitions, V° « cours de liquidation »

² Art. 3.4.1.2 règles de compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

³ Art. 3.4.1.3 règles de compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁴ La chambre de compensation procède à la liquidation des positions par compensation : il s'agit d'une technique liquidative. Or, l'art. L. 211-38-I al. 2 prévoit que les dettes et créances afférentes au contrat de garantie financière et celles afférentes aux obligations financières se compensent entre elles. Les marges ont été versées en exécution de l'obligation d'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière et ont vocation à être prises en compte dans le cadre de la détermination du solde définitif. Cela signifie que sont prises en compte lors du calcul du solde définitif les dettes et créances et, notamment, les obligations financières exécutées tout au long de la période au cours de laquelle la position a été ouverte, autrement dit les marges versées pendant cette durée.

avec le solde déterminé par le cours de liquidation si le dénouement de l'instrument à terme opère par différence, paraissent constituer une forme indirecte de paiement »¹. En réalité, au-delà de l'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière, le règlement des marges permet d'exécuter les obligations financières futures, même éventuelles, du contrat financier à terme.

164. Le règlement des marges, un mode d'exécution par compensation des obligations du contrat à terme. Les marges sont un mode d'exécution des obligations du contrat à terme, à tout le moins elles y participent, en couvrant le risque quotidien existant entre le moment de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation jusqu'au dénouement de l'opération. Certains ont pu qualifier l'obligation de régler les marges de paiement anticipé des obligations du contrat à terme, d'autres s'y sont opposés. Il convient de rejeter les objections formulées à l'encontre de la thèse du paiement anticipé pour s'y rallier.

Les oppositions à la qualification de paiement anticipé. Il a été reproché à cette thèse d'être incompatible avec ce que constitue un paiement. Le règlement des marges ne peut être envisagé comme un paiement anticipé pour deux raisons. D'une part, un paiement suppose l'existence d'une dette certaine en application de l'article 1235 du Code civil et, d'autre part, le paiement est indivisible en application de l'article 1244 du Code civil². Ces reproches sont justes et légitimes dès lors que l'on suppose que le règlement des marges intervient, entre l'enregistrement et le dénouement, au titre de l'exécution des obligations du contrat à terme. Effectivement, dans ces conditions, il convient de se rallier à cette position doctrinale puisqu'avant l'échéance, la dette n'est pas certaine, qui plus est aléatoire s'il s'agit d'un contrat à terme optionnel. En pareilles circonstances, l'incompatibilité « saute aux yeux »³.

Le rejet de l'opposition à la qualification de paiement anticipé. Les auteurs opposés à la qualification de paiement anticipé du règlement des marges adhèrent à l'idée selon laquelle les marges auraient immédiatement vocation à exécuter les obligations du contrat à terme, c'est-à-dire juste après l'enregistrement et avant le dénouement. Or, les marges n'ont pas vocation à l'exécution immédiate des obligations du contrat à terme ;

¹ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 369, p. 411

² A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 413, p. 333

³ *Ibid.*, n° 407, p. 332

pendant cette période, elles sont une exécution de l'obligation d'actualisation de l'assiette de la garantie initiale. Les arguments des opposants à la qualification de paiement anticipé doivent être rejetés.

Le rejet du premier argument : une dette incertaine. Ceci conduit à dire que l'argument en vertu duquel la dette ne serait pas certaine doit être écarté. La dette est certaine¹ dès lors que ce montant est calculé par la chambre 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 »².

Le rejet du second argument : l'indivisibilité du paiement. Ensuite, il a été reproché à cette thèse de faire l'économie d'un principe général de droit des obligations : l'indivisibilité du paiement³. Ce principe peut néanmoins faire l'objet de stipulations contraires. Or prendre position sur un marché nécessite auparavant d'avoir été agréé. L'agrément demandé puis délivré manifeste, outre la convention d'admission⁴, l'adhésion de l'opérateur aux règles de marché et aux règles gouvernant le système multilatéral de compensation. Ce sont ces règles de la compensation qui prévoient la périodicité d'exécution de cette obligation ainsi que les sanctions de son inexécution. Cela signifie que l'argument relatif à l'indivisibilité du paiement au soutien du rejet de la thèse du paiement anticipé est écarté en raison de l'adhésion de l'opérateur aux règles de la compensation par l'enregistrement de la chambre de la compensation de sa transaction. Le mécanisme collectif des marchés permet d'envisager l'adhésion de l'opérateur à la divisibilité de son paiement, manifestation économique de la couverture du risque quotidien⁵. En réalité, le dispositif *Collateral* est riche d'enseignement concernant la qualification des marges.

165. L'obligation de régler quotidiennement les marges confrontée au dispositif *Collateral*. La qualification de l'obligation de régler les marges est dictée, par déduction, par le dispositif *Collateral* ; depuis lors confirmé par la loi de séparation et de régulation des

¹ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 378, p. 417

² Règles de la compensation *LCH.Clearnnet SA*, chapitre 1 définitions, V° « marge » et Instruction n° IV.2-1, base de calcul de la couverture des transactions sur valeurs mobilières négociées sur un marché opéré par une entreprise de marché, 19 avril 2013, www.lchclearnet.com

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 413, p. 332

⁴ La convention d'admission est un contrat d'adhésion et les règles gouvernant le système de compensation font partie du périmètre contractuel.

⁵ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 379, p. 418 et 419

activités bancaires¹ qui harmonise le régime de la couverture et du contrat de garantie financière. La loi qualifie ainsi la couverture de contrat de garantie financière. Elle procède à une harmonisation heureuse et confirmant ainsi notre démonstration. L'obligation de régler quotidiennement les marges est une obligation financière : elle est une obligation financière antérieure au dénouement de l'opération, qui peut être présente ou future, dont l'exécution permet la réduction du risque crédit compte tenu de la variation de cours. Ainsi, l'obligation de régler les marges est une obligation financière présente, car exigible quotidiennement pendant la période d'exécution de l'opération, c'est-à-dire avant le dénouement, pour couvrir le risque de cours, ayant vocation à exécuter, par compensation, les obligations financières futures postérieures au dénouement.

D'abord, les marges sont des obligations financières antérieures au dénouement.

Les marges sont les premières obligations financières à la charge du détenteur d'une position à terme. Ces premières obligations financières sont exigibles pendant toute la période au cours de laquelle la position est ouverte. Il s'agit d'obligations financières dans la mesure où elles sont afférentes à certains instruments financiers : cette qualification subit la limite théorique de l'article L. 211-36 du Code monétaire financier qui en pratique n'en est pas une.

Ensuite, les marges sont des obligations financières présentes en raison de l'existence d'un risque. Entre l'enregistrement et le dénouement, l'écoulement du temps implique un risque de cours et par suite de prix. L'obligation financière, avant le dénouement, est une obligation dont l'exécution a pour objet d'actualiser l'assiette du contrat de garantie financière. Avant le dénouement, l'obligation à la charge du détenteur de la position est assimilable au risque. Les obligations juridiques à la charge du détenteur d'une position ouverte prennent le pas sur le caractère aléatoire et incertain de l'issue de l'opération. Le risque crée en quelque sorte l'obligation.

Enfin, les marges sont des obligations financières présentes dont l'exécution concourt à celle des obligations financières futures. En réalité, l'étude du régime du contrat de garantie financière envisagé comme un révélateur chimique de ce que constitue l'obligation financière met en lumière que les obligations du contrat à terme et l'obligation de

¹ Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 sur la séparation des activités bancaires. P. PAILLER, « De nouvelles règles pour les chambres de compensation », *op. cit* et *loc. cit.* ; D. ROBINE « La réforme des couvertures par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires », *op. cit.* et *loc. cit.*

régler quotidiennement les marges sont contenues dans une obligation plus vaste qu'est celle d'obligation financière. Comme les marges sont des obligations financières présentes et comme les marges sont un paiement anticipé des obligations financières futures de règlement et de livraison du contrat à terme, alors les obligations financières présentes participent à l'exécution des obligations financières futures.

Conclusion de la section II

166. Le particularisme de l'opération de marché à terme est transposable aux obligations financières. L'intervention des infrastructures de marché est nécessaire pour la détermination de l'objet de l'obligation financière, d'une part, lors du dénouement de l'opération de marché à terme et, d'autre part, lors de l'exécution de l'opération de marché à terme.

167. La détermination de l'objet des obligations financières afférentes à une opération de marché à terme est évalué lors du dénouement de l'opération. L'intervention de la chambre de compensation permet, d'une part, de déterminer le *quantum* de l'obligation financière et, d'autre part, de les liquider conventionnellement. Ainsi, l'objet des obligations financières d'une opération de marché à terme est évalué grâce à la technique conventionnelle liquidative qu'opère la chambre de compensation. Le *quantum* de l'obligation financière correspond au solde de compensation. La fonction liquidative de compensation est permise grâce à un support de comptabilisation : le compte. Les flux qui y sont enregistrés manifestent le *quantum* et la nature des obligations financières et permettent ainsi d'évaluer le risque crédit y afférent. La détermination de l'objet de l'obligation financière doit non seulement être déterminé au stade du dénouement de l'opération à terme, mais aussi lors de son exécution.

168. La détermination de l'objet des obligations financières afférentes à une opération de marché à terme est évalué au stade de l'exécution de l'opération. L'obligation de règlement des marges est une obligation financière qui naît de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. L'obligation quotidienne de régler les marges est une obligation financière dont l'exécution permet une réduction temporaire du risque de variation de cours. En réalité, lors de la confrontation de l'obligation de régler les marges d'une part, au dépôt initial de garantie et, d'autre part, aux obligations du contrat à terme, c'est-à-dire aux obligations de règlement et de livraison, une opposition théorique apparaît. Tantôt les marges seront appréhendées tel un « complément » du dépôt initial de garantie, tantôt elles recevront

la qualification de paiement anticipé des obligations du contrat à terme. Le dispositif *Collateral* permet de prendre position sur la qualification des marges, dès lors que les dettes et créances afférentes au contrat de garantie financière se compensent avec les dettes et créances afférentes aux obligations financières. En effet, l'exécution des obligations financières parce qu'elle permet, d'une part, l'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière et, d'autre part, l'exécution des obligations du contrat à terme. D'un côté, l'exécution des obligations financières que sont les marges correspond à l'exécution de l'obligation d'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière. D'un autre côté, l'exécution des obligations financières correspond à l'exécution des obligations du contrat à terme. Par conséquent, l'exécution des obligations afférentes au contrat de garantie financière participe à l'exécution des obligations financières futures du contrat à terme parce que les dettes et créances afférentes aux obligations financières se compensent avec celles afférentes au contrat de garantie financière. En somme, les marges sont des obligations financières présentes exigibles antérieurement au dénouement de l'opération de marché à terme qui participent à l'exécution des obligations financières futures correspond au solde de compensation.

Conclusion du chapitre 2

169. La détermination de l'objet des obligations financières nées d'une opération de marché au stade du dénouement nécessite une approche générale, s'agissant de toutes les opérations de marché, et une approche spécifique, s'agissant des opérations de marché à terme.

170. S'agissant de l'exécution des obligations financières d'une opération de marché, au comptant ou à terme, l'intervention des infrastructures du système financier est nécessaire pour déterminer le *quantum* des obligations financières. Il revient au système de règlement et de livraison d'assumer cette tâche. Des instructions sont émises et contiennent la détermination de l'objet de l'obligation financière. Le risque d'inexécution de cette obligation est couvert par un contrat de garantie financière : les pensions livrées conservatoires. L'exécution des obligations financières se manifeste par une inscription en compte qui permet de constater le transfert de propriété. Il s'agit de l'ultime étape de détermination de l'objet des obligations financières qui entre dans le périmètre de la directive *Collateral*. Ces généralités faisant l'économie de la distinction entre une opération de marché au comptant et une opération de marché à terme doivent être complétées par l'étude de l'exécution des obligations financières d'une opération à terme.

171. S'agissant de l'exécution des obligations financières d'une opération de marché à terme, il convient de révéler les particularismes du rapport entre l'obligation garantie et sa garantie. Lors du dénouement de l'opération, le *quantum* des obligations financières est déterminé par la somme à payer au titre de l'obligation de règlement quotidien des marges. Ainsi, la détermination de l'objet de l'obligation financière est subordonnée à l'intervention d'une infrastructure de marché qu'est la chambre de compensation. Après le dénouement de l'opération de marché à terme, les obligations financières du contrat à terme doivent être exécutées. Au stade de l'exécution de l'opération à terme, l'obligation quotidienne de régler les marges est une obligation financière dont l'exécution permet, d'une part, d'actualiser l'assiette du dépôt initial de garantie et, d'autre part, l'exécution des obligations du contrat à terme. L'exécution de l'obligation financière permet ainsi l'exécution de deux autres obligations à des époques distinctes de l'opération de marché à terme. D'abord, l'exécution de l'obligation financière permet l'exécution des obligations de la garantie, c'est-à-dire des obligations du contrat accessoire au contrat à terme. Ensuite, l'exécution de l'obligation financière présente (les marges) permet d'exécution des obligations financières futures (celles du contrat à terme).

Conclusion du titre II

172. L'obligation financière est un objet du système financier parce que l'intervention des infrastructures de marchés est nécessaire pour la détermination de son objet lors de la formation et de l'exécution de l'opération de marché.

173. Au stade de la formation de l'opération de marché, l'intervention de la chambre de compensation, une infrastructure de marché, est nécessaire pour l'enregistrement de la transaction. Avant l'enregistrement, les obligations financières n'existent pas encore. À ce stade, elles ne sont que futures. Mais ces obligations financières futures doivent néanmoins être couvertes par un contrat de garantie financière dès la négociation de la transaction. Le contrat de garantie financière est une condition de passation de l'ordre. À compter de l'enregistrement, la transaction devient une opération de marché grâce à l'intervention de la chambre de compensation. La conclusion d'un contrat de garantie financière est une condition de l'enregistrement de la transaction et par conséquent de formation de l'opération de marché. L'enregistrement marque le moment de l'exigibilité des obligations financières. Par conséquent, l'exigibilité des obligations financières est subordonnée à l'intervention de la

chambre de compensation et l'existence et l'exigibilité des obligations financières sont subordonnées à la conclusion d'un contrat de garantie financière. Le dispositif *Collateral* renverse le rapport traditionnel entre le principal et l'accessoire, car l'existence du principal est subordonnée à celle de l'accessoire : l'existence de l'obligation financière est conditionnée par celle du contrat de garantie financière.

174. Au stade de l'exécution de l'opération de marché, l'intervention des infrastructures de marché est également requise pour déterminer l'objet des obligations financières. Les instructions émises par le système de règlement et de livraison contiennent l'indication du *quantum* des obligations financières à exécuter, c'est-à-dire à payer ou à livrer. Le risque d'inexécution de cette obligation est couvert par un contrat de garantie financière qui prend la forme de pensions livrées conservatoires. L'exécution des obligations financières intervient par une inscription en compte qui opère le transfert de propriété. Plus spécifiquement lors du dénouement d'une opération de marché à terme, le *quantum* des obligations financières correspond à la somme à payer au titre de l'obligation de règlement quotidien des marges. Puisque les marges sont déterminées et collectées par la chambre de compensation et que les marges sont des obligations financières, alors cette infrastructure de marché est nécessaire à la détermination du *quantum* des obligations financières. En effet, le règlement des marges permet, d'une part, d'actualiser l'assiette du dépôt initial de garantie et, d'autre part, l'exécution des obligations du contrat à terme. Ainsi, l'exécution de l'obligation financière concourt tant à celles nées du contrat de garantie financière, qu'à celles du contrat à terme.

Conclusion de la première partie

175. L'obligation financière est un objet du système financier. Le système financier est composé de différentes entités : les marchés de capitaux, les intermédiaires financiers et les infrastructures de marché. L'objectif de cette première partie est de démontrer qu'à chaque stade de l'opération de marché, la naissance, l'exécution ou l'extinction de l'obligation financière intervient dans le périmètre du système financier et nécessite l'intervention de ses membres. Ainsi, l'obligation financière est un objet du système financier parce que, d'une part, son existence est conditionnée par son appartenance à ce système et, d'autre part, la détermination de son objet est subordonnée à l'intervention des infrastructures de marché.

176. D'abord, l'obligation financière est un objet du système financier parce que son existence est conditionnée par son appartenance à ce système. L'obligation financière n'existe pas en dehors du système financier. Le lien existentiel entre l'obligation financière et le système financier est dévoilé par l'étude de son domaine et de son caractère.

D'une part, l'obligation financière est afférente à des opérations financières entre intermédiaires financiers, c'est-à-dire entre des entités réglementées soumises à des règles prudentielles.

D'autre part, l'obligation est financière parce qu'elle naît d'une opération de marché caractérisée par la multilatéralité du processus de formation ou d'exécution de l'opération. En réalité, les obligations sont financières parce qu'elles font l'objet d'une compensation multilatérale assurée par une contrepartie centrale. Le fait générateur de l'obligation financière réside à la fois dans une manifestation unilatérale de volonté du donneur d'ordre et dans l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. Parfaitement objectivée en raison de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, l'obligation financière est une prestation due à une personne indéterminée qui est un intermédiaire financier. Ainsi, une obligation financière est un objet du système financier parce que son existence est liée à son appartenance à ce système comme le démontre l'étude de son domaine et son caractère.

177. Ensuite, les obligations financières sont un objet du système financier parce que la détermination de son objet requiert l'intervention des marchés et infrastructures de marchés lors de la formation et de l'exécution de l'opération de marché.

D'une part, au stade de la formation de l'opération de marché, l'intervention de la chambre de compensation est nécessaire pour l'enregistrement de la transaction. Alors que l'obligation financière n'est pas encore exigible, le contrat de garantie financière constitue une condition de passation de l'ordre puis d'enregistrement de la transaction. À compter de l'enregistrement, les obligations financières nées de l'opération de marché deviennent exigibles. Par conséquent, d'un côté, l'enregistrement de la transaction rend exigibles les obligations financières et, de l'autre, leur existence et leur exigibilité sont conditionnées par la conclusion d'un contrat de garantie financière. Le dispositif *Collateral* renverse le rapport

traditionnel entre le principal et l'accessoire, car l'existence du principal est subordonnée à celle de l'accessoire. L'existence de l'obligation financière est aussi subordonnée à la conclusion d'un contrat de garantie financière puisqu'il conditionne l'enregistrement de la transaction. L'existence et l'exigibilité des obligations financières dépendent des conséquences de l'enregistrement de la chambre de compensation qui est une infrastructure de marché.

D'autre part, au stade de l'exécution de l'opération de marché, l'intervention des infrastructures de marché est également nécessaire pour la détermination de l'objet des obligations financières. Il s'agit des systèmes de règlement et de livraison et de la chambre de compensation. Le système de règlement et de livraison émet des instructions contenant le *quantum* des obligations financières à exécuter couvertes par une garantie financière qui prend la forme d'une pension livrée conservatoire. L'exécution des obligations financières se manifeste par une inscription en compte qui opère le transfert de propriété. Pour le dénouement d'une opération de marché à terme, le *quantum* des obligations financières correspond à l'obligation quotidienne de règlement des marges. Puisque les marges sont déterminées et collectées par la chambre de compensation et que les marges sont des obligations financières, alors cette infrastructure de marché est nécessaire à la détermination de l'objet des obligations financières. L'exécution de cette obligation permet d'actualiser l'assiette du dépôt initial de garantie et d'exécuter des obligations du contrat à terme. Puisque les dettes et créances afférentes au contrat de garantie financière se compensent avec celles afférentes aux obligations financières, alors l'exécution de l'obligation financière permet d'exécuter celles nées du contrat de garantie financière et celles du contrat à terme.

SECONDE PARTIE. L'ENCADREMENT DU RISQUE DE SYSTÈME

178. **L'encadrement du risque de système.** Le dispositif *Collateral* met en place un encadrement du risque système qui se manifeste par la garantie de l'exécution des obligations financières. L'obligation financière n'existe que dans le cadre du système financier et naît d'une opération de finance de marché. Ainsi, l'inexécution des obligations financières par un intermédiaire est un foyer de risque système. En réalité, le dispositif *Collateral* a pour objectif d'assurer la stabilité du système financier, c'est-à-dire lui permettre de résister aux chocs financiers. Les entités réglementées du dispositif *Collateral* sont celles qui constituent notamment le système financier, à savoir les marchés, les intermédiaires financiers et les infrastructures de marchés. La présentation des mesures relatives à l'encadrement du risque de système contenues dans le dispositif *Collateral* invite à répondre à deux questions : d'abord, quelles sont ces mesures qui permettent d'encadrer le risque de système ? Ensuite, le dispositif *Collateral* est-il satisfaisant ?

L'encadrement du risque de système permis par l'anticipation des risques financiers de l'opération de marché. Rappelons que la première question posée est relative à l'identification des mesures qui permettent l'encadrement du risque de système de l'opération de marché. L'encadrement du risque de système repose en réalité sur deux idées simples : d'une part, garantir l'exécution des obligations financières et, d'autre part, permettre l'efficacité de cette garantie en lui attribuant un régime de faveur. D'abord, la garantie de l'exécution des obligations financières est permise par un mécanisme de garantie bilatérale, le contrat de garantie financière, et multilatérale, le fonds de gestion de la défaillance. Ensuite, l'efficacité recherchée de la garantie financière implique qu'elle ne puisse être remise en cause. Cela signifie que l'anticipation des risques financiers passe par la protection de la garantie de l'exécution des obligations financières. Le dispositif *Collateral* évince l'application des règles ayant pour objet ou pour effet d'anéantir l'efficacité de la garantie financière. En réalité, la garantie de l'exécution des obligations financières et la protection de

la cette garantie ont pour objectif d'encadrer le risque de système en anticipant les risques financiers afférents à une opération de marché (**TITRE I**).

L'encadrement imparfait du risque de système. Rappelons que la seconde interrogation relative à l'étude de l'encadrement du risque de système est de savoir si le dispositif *Collateral* est pleinement satisfaisant. L'étude menée aboutit à réponse nuancée. L'encadrement du risque système est nécessaire, mais imparfait, car il est facteur de risques. D'abord, l'encadrement des risques de l'opération de marché est nécessaire parce qu'il permet, d'une part, de limiter le risque crédit en le transférant ou en le réduisant et, d'autre part, d'évincer le risque crédit soit de manière préventive, soit de manière curative. De telle sorte, le dispositif *Collateral* apparaît ainsi comme un dispositif satisfaisant, car nécessaire. Cette première conclusion a rapidement trouvé ses limites. Ensuite, l'encadrement des risques de l'opération de marché par le dispositif *Collateral* a révélé ses limites. En effet, il est regrettable qu'un dispositif voulant lutter contre le risque crédit soit facteur de risques. Il est regrettable que ce dispositif apparaisse comme un dispositif facteur de risques non seulement intrinsèques, mais aussi extrinsèques. Par conséquent, nous soutenons que le dispositif *Collateral* est un dispositif imparfait (**TITRE II**).

TITRE I. L'ANTICIPATION DES RISQUES FINANCIERS DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ

179. **Présentation.** L'encadrement du risque système implique d'anticiper les risques financiers de l'opération de marché. La directive *Collateral* propose un encadrement du risque de système en permettant l'anticipation des risques afférents à l'inexécution des obligations financières nées d'une opération de marché. L'anticipation des risques financiers de l'opération de marché réside dans la garantie et la protection de la garantie des obligations financières.

L'anticipation des risques financiers de l'opération de marché grâce à la garantie de l'exécution des obligations financières. D'abord, l'anticipation des risques financiers repose sur un mécanisme de garantie. Cette garantie peut revêtir deux formes : soit il s'agit d'une garantie bilatérale, soit il s'agit d'une garantie collective. Le contrat de garantie financière et le fonds de gestion de la défaillance anticipent les risques financiers de l'opération de marché en garantissant l'exécution des obligations financières (**CHAPITRE 1**).

L'anticipation des risques financiers de l'opération de marché grâce à la protection de la garantie de l'exécution des obligations financières. L'anticipation des risques financiers de l'opération de marché par la garantie de l'exécution des obligations financières n'a de sens que si cette garantie financière est efficace. Son efficacité implique qu'elle ne puisse être remise en cause. Ainsi, le dispositif *Collateral* évince l'application des règles de droit interne ou international constituant une menace pour l'efficacité de la garantie financière. L'anticipation des risques financiers de l'opération de marché nécessite la protection de la garantie de l'exécution des obligations financières (**CHAPITRE 2**).

CHAPITRE 1. LA GARANTIE DE L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES

180. **Plan.** L'encadrement du risque de système est un objectif poursuivi par le dispositif *Collateral*. Cet objectif passe par l'encadrement du risque crédit puisqu'il est susceptible de devenir un risque de système par propagation. La garantie est l'instrument juridique au service de l'anticipation du risque crédit et, par conséquent, du risque de système. La garantie de l'exécution des obligations financières peut revêtir deux formes : elle peut être bilatérale ou collective. D'une part, la garantie de l'exécution des obligations financières est assurée par une garantie bilatérale, le contrat de garantie financière (**SECTION I**). D'autre part, la garantie de l'exécution des obligations financières repose sur un mécanisme de garantie collective qu'est le fonds de gestion de la défaillance (**SECTION II**).

SECTION I. L'ANTICIPATION DU RISQUE CRÉDIT PAR UN MÉCANISME DE GARANTIE BILATÉRALE

181. **Plan.** L'essentiel du dispositif est fourni par l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier qui prévoit notamment qu'« à 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 formalité, d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits, réalisables, mêmes lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures 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. ». Il s'agit de la transposition des articles 2.1.a), b) et c) de la directive *Collateral*. D'une part, le contrat de garantie financière est une garantie. D'autre part, le contrat de garantie financière a pour objet de couvrir des obligations financières. Il est subordonné à l'existence d'obligations financières à couvrir. Il existe deux formes de contrat de garantie financière : la première est une garantie fiduciaire, la seconde est une sûreté. Ces deux formes de garanties sont soumises à un socle commun de règles, c'est-à-dire une sorte de régime commun du contrat de garantie financière (**SOUS-SECTION I**). Mais ces deux

catégories de garantie financière connaissent des règles spécifiques en raison de leur différence de nature : il s'agit de son régime particulier (**SOUS-SECTION II**).

SOUS-SECTION I. LE RÉGIME COMMUN DU CONTRAT DE GARANTIE FINANCIÈRE

182. **Plan.** Tout contrat de garantie financière a vocation à couvrir une obligation financière et bénéficie d'un régime de faveur qui exclut l'application du droit des procédures collectives et des procédures civiles d'exécution. Cette immunité concerne tant le régime commun que le régime particulier du contrat de garantie financière. Cette immunité sera étudiée à l'occasion de l'étude de la protection de la garantie de l'exécution des obligations financières¹. Le contrat de garantie financière est une anticipation du risque crédit qui a vocation à couvrir le risque d'inexécution des obligations financières présentes ou futures (§1) par une garantie financière impliquant la remise ou le transfert d'actifs (§2).

§1. L'obligation garantie

183. **Les obligations financières.** Il existe des obligations financières de trois catégories. La première vise les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers. Cette expression n'est pas précise et reste floue, elle vise à recouvrir le plus grand nombre d'opérations, telles que celles appréhendées par la notion d'instruments financiers à terme, à l'instar des *Swaps*, options et contrats à terme². La deuxième catégorie contient les obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à règlement d'espèce ou à livraison d'instruments financiers qui sont celles « *dont l'exécution se concrétise par le règlement de sommes d'argent ou par la livraison d'instruments financiers* »³. La troisième et dernière catégorie vise les obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement interbancaire ou de règlement et de livraison d'instruments financiers. Une autre distinction existe : les obligations financières peuvent être présentes ou futures⁴.

¹ *Infra* n^{os} 110 et suiv. et n^{os} 137 et suiv.

² J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.* et *loc. cit.*

³ *Ibid.*

⁴ Art. L. 211-38-I du C. mon. fin.

184. **Les obligations financières présentes ou futures.** L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier vise la garantie des obligations financières présentes et futures par un contrat de garantie financière avec transfert de propriété ou constitution de sûreté. Dire de l'obligation qu'elle peut être présente ou future revient à admettre que le contrat de garantie financière peut couvrir ce qui n'existe pas encore. Rien d'étonnant dans le cadre des marchés financiers ! En effet, la distinction entre les obligations financières présentes ou futures ne fait, en réalité, qu'illustrer, entre autres, les particularismes de l'opération de marché. En effet, il convient de distinguer entre l'ordre, son enregistrement et son dénouement par la chambre de compensation de l'exécution de l'opération. Entre la réception de l'ordre et sa transmission à la chambre de compensation, des intervenants s'interposent en cascade, entre le donneur d'ordres et la chambre. Si bien que l'on ne peut se résoudre à la confusion du contrat et des obligations qu'il fait naître. Ceci est d'autant significatif lorsqu'il s'agit d'une opération à terme. En effet, s'agissant d'une opération à terme, on ne sait pas si le donneur d'ordres sera débiteur ou créancier envers son prestataire à l'échéance. Ainsi l'obligation financière est future dans ce cas. On pourrait même dire que lorsqu'il s'agit d'une opération financière à terme optionnelle, non seulement l'obligation financière est future, mais aussi incertaine, car elle dépend de la levée d'option du donneur d'ordres. Une autre illustration de l'obligation financière future peut être fournie : il s'agit de la couverture par un « second » contrat de garantie financière de la créance de restitution consécutive à la réutilisation par le bénéficiaire des actifs remis en garantie par un « premier » contrat de garantie financière avec constitution de sûreté et stipulation de réutilisation¹. En pareil cas, l'obligation financière qui est une créance de restitution en application du premier contrat de garantie financière est subordonnée à la réutilisation faite par le preneur de garantie. Au moment de la conclusion du premier contrat de garantie financière, l'obligation financière à couvrir relative à la créance de restitution n'est que future, puisque la réutilisation n'est pas encore intervenue. À cet égard, signalons que la Convention de Genève sur les titres intermédiés du 9 octobre 2009 préfère utiliser la notion d'obligations conditionnelles.

185. **Les obligations conditionnelles au sein de la Convention de Genève sur les titres intermédiés.** La Convention de Genève sur les titres intermédiés utilise la notion d'obligation conditionnelle. D'abord, il convient de présenter cette Convention et son lien avec le dispositif *Collateral*. Ensuite, il s'agit de revenir sur la notion d'obligation garantie au sein de

¹ Art. 5.2 de la directive *Collateral* ; *Infra* n^{os} 206 et suiv.

cette Convention et de la confronter aux obligations financières. Enfin, il convient de confronter les obligations conditionnelles, celle de la Convention de Genève, aux obligations futures issues de la directive *Collateral*.

Présentation de la Convention de Genève sur les titres intermédiés. Les transferts internationaux de titres ont donné lieu à deux rapports concernant « les mécanismes transfrontaliers de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne », datant de novembre 2001¹ et d'avril 2003². Le second est communément nommé le « Rapport GIOVANNI ». Le constat dressé fait état d'une insécurité relative à la méconnaissance du moment à partir duquel il est possible de se considérer propriétaire en raison d'un transfert de propriété des titres. Des groupes de travail ont été mis en place pour apporter des solutions aux différents problèmes soulevés par les rapports GIOVANNI. Le groupe « sécurité juridique » en charge de la question de l'harmonisation des législations européennes concernant la détention et les droits reconnus sur les titres a rendu deux avis³. Au niveau international, UNIDROIT a entamé des réflexions sur un projet de convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés dès 2002⁴ qui a donné lieu à la Convention de Genève sur les titres du 9 octobre 2009. Cette convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés est complémentaire à la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire adoptée le 5 juillet 2006 par la Conférence de La Haye de Droit International Privé⁵ qui ne fixe pas de règle matérielle, mais détermine une règle de conflit de lois. Cela étant, à l'heure actuelle, il

¹ The Giovannini Group, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, nov. 2001, www.europa.eu

² The Giovannini Group, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, avr. 2003, www.europa.eu

³ EU Clearing and Settlement Legal Certainty Group Advice, 11 août 2006 ; Second Advice of the Legal Certainty Group Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU août 2008, www.ec.europa.eu

⁴ UNIDROIT, Historique de la Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, www.unidroit.org : « *Le Comité d'étude d'UNIDROIT a tenu sa première réunion en septembre 2002. À l'issue de cinq réunions et de consultations avec des praticiens et des universitaires dans 20 pays, le 23 décembre 2004, le Secrétariat d'UNIDROIT a présenté pour examen aux Gouvernements des États membres d'UNIDROIT la première version d'un avant-projet de Convention. L'instrument était accompagné de Notes explicatives. L'avant-projet de Convention a fait l'objet de négociations internationales qui se sont ouvertes en mai 2005 avec la première session du Comité d'experts gouvernementaux à Rome. En tout, quatre sessions se sont tenues et à l'issue de chacune d'elles, le Secrétariat a préparé le texte révisé de l'avant-projet de Convention ainsi que le rapport sur la session.* »

⁵A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 395, p. 193 et 194. Monsieur le Professeur A. GAUDEMET souligne, à juste titre, à propos de la date d'adoption de la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire qu'elle correspond à la date à laquelle le projet de convention devient convention est celle de sa première signature. Or, la première signature est intervenue conjointement des États-Unis et de la Suisse le 5 juillet 2006.

n'existe pas de règle matérielle en vigueur¹, puisque la Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, adoptée à Genève le 9 octobre 2009 par la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés qu'il est convenu de nommer la « Convention de Genève sur les titres »² n'est pas encore entrée en vigueur. Des dispositions spéciales contenues au chapitre V de la Convention de Genève sur les titres visent les opérations de garantie. Le « contrat de garantie » est le contrat à l'occasion duquel « *un constituant de garantie confère à un preneur de garantie un droit sur des titres intermédiés afin de garantir l'exécution de toute obligation existante, future ou conditionnelle du constituant ou d'une autre personne* »³. La question est alors de savoir ce qu'est une obligation financière conditionnelle.

Les obligations garanties face aux obligations financières couvertes. Les obligations financières couvertes de la directive *Collateral* ont laissé place aux obligations garanties au sein de la Convention de Genève. Contrairement aux obligations financières, aucun élément n'est fourni quant à la nature de l'obligation garantie ; les critères *rationae materiae* sont écartés. Néanmoins, deux options sont laissées aux États signataire ; l'une concerne la sphère de négociation des obligations garanties, l'autre à la nature des obligations garanties. En effet, les États signataires peuvent limiter l'application des conditions aux titres intermédiés négociés sur un marché réglementé⁴ ou encore écarter certaines obligations ne relevant pas de toute catégorie précisée dans la déclaration⁵. Par ailleurs, la Convention de Genève précise que l'obligation garantie peut être conditionnelle alors que la directive *Collateral* fait la distinction des obligations financières présentes et futures. Il s'agit d'un point qu'il convient de développer.

Les obligations conditionnelles face aux obligations financières futures. Selon la Convention de Genève, les obligations garanties peuvent être conditionnelles. D'abord, il convient de définir ce que sont les obligations conditionnelles. Ensuite, il faut présenter leur

¹ H. SYNVEY et A. TENENBAUM, « Instruments financiers », *Rép. Internat. Dalloz*, janv. 2009, n° 163 : « *Tout d'abord, il faut noter que les règles matérielles sont, à ce jour, inexistantes en dépit de l'importance financière de ce nouveau type de garanties.* »

² www.unidroit.org

³ Art. 31.1 de la convention de Genève sur les titres

⁴ Art. 38.2.b) de la convention de Genève sur les titres. Les obligations garanties ne visent pas spécifiquement les obligations inhérentes à la matière financière. En revanche, on aperçoit implicitement dans cette disposition la référence faite aux obligations financières.

⁵ Art. 38.2.c) de la convention de Genève sur les titres

rapport avec la garantie. Enfin, il convient de confronter l'obligation conditionnelle au sens de la Convention de Genève à l'obligation financière future au sens de la directive *Collateral*.

D'abord, la définition des obligations conditionnelles. On sait que la condition est un événement futur incertain, dont les parties entendent faire dépendre l'existence de l'obligation. La réalisation de cet événement est aléatoire et incertaine. La condition peut être suspensive ou résolutoire. Cette définition emporte deux conséquences : la première est que l'obligation conditionnelle ne concerne pas le contrat à terme, ferme ou optionnel ; la seconde conduit à retenir que seule l'obligation subordonnée à l'intervention d'un événement purement casuel est une obligation conditionnelle.

➤ Première conséquence : Le contrat à terme n'est pas un contrat conditionnel. L'obligation conditionnelle ne concerne ni le contrat à terme ferme ni le contrat à terme optionnel. Cela signifie que la condition ne concerne ni les obligations afférentes aux contrats financiers à terme ferme (contrats à terme sur taux d'intérêt, contrat à terme sur indice, contrat à terme sur écart de taux ou d'indices) ni les contrats à terme optionnel, dont la formation ne dépend que de la volonté des parties de lever ou non l'option (contrats d'option sur taux d'intérêt, contrats d'option sur indice, contrats d'option sur écart de taux et d'indices). S'agissant spécifiquement du contrat à terme optionnel, ce contrat financier laisse la faculté au contractant d'exercer ou non l'option. Seule la levée de l'option permettra de former le contrat définitif. Cela étant, la levée d'option du contractant ne peut être qualifiée de condition réalisée, car elle ne peut porter que sur un événement futur, incertain et aléatoire. Or, la levée d'option n'est pas ici une condition purement casuelle, c'est-à-dire dépendante d'un événement futur, incertain et extérieur à la volonté des parties. Au contraire, il s'agit d'une condition potestative. Or, les conditions purement potestatives sont nulles en vertu de l'article 1174 du Code civil. Il ne s'agit pas non plus d'une condition mixte qui dépendrait tant du hasard – la variation de cours – que de la volonté des parties – la levée d'option –. Ainsi, le contrat à terme optionnel n'est pas un contrat conditionnel. En somme, la potestativité exclut la condition. Reste alors le simple cas de la condition purement casuelle comme envisagé pour les *Caps* et les *Floors*. Les obligations conditionnelles garanties ne visent en réalité que certains contrats financiers puisque seuls sont concernés les contrats financiers véritablement conditionnels, autrement dit, dont la formation est subordonnée à l'intervention d'un événement purement casuel.

➤ Seconde conséquence : L'obligation conditionnelle est subordonnée à l'intervention d'un événement purement casuel. Une obligation née d'un contrat financier peut être conditionnelle si la condition est purement casuelle. Il s'agit du cas dans lequel le contrat financier à terme est conclu « *sous la condition suspensive que la valeur de la chose sous-jacente se révèle supérieure à un certain prix, soi-disant « prix d'exercice de l'option »* »¹. Quelle est la place réservée à la volonté des parties dans ce cas ? Il peut également s'agir de *Cap* ou *Floor*. Pour les premières, le promettant s'engage envers le bénéficiaire, en contrepartie du paiement d'une prime, à lui verser à la date ou aux dates convenues le différentiel, si le taux variable est supérieur au taux plafond.

Ensuite, la confrontation de l'obligation future et à l'obligation conditionnelle. La distinction entre le terme et la condition réside dans l'aléa. L'obligation garantie, selon la Convention de Genève sur les titres, peut être présente, future ou conditionnelle. Il semble qu'il ne soit pas heureux d'ajouter ce dernier qualificatif, car l'obligation future s'oppose en quelque sorte à l'obligation conditionnelle et oblige à raisonner sur le terrain de la distinction entre le terme et la condition. Le terme est un événement futur qui arrivera nécessairement, c'est un événement futur de réalisation certaine auquel est subordonnée soit l'exigibilité (terme suspensif) soit l'extinction de l'obligation (terme extinctif). À l'inverse, la condition est un événement futur, incertain et aléatoire à laquelle on subordonne la formation du contrat (condition suspensive) ou sa résolution (condition résolutoire). Autrement dit, une obligation garantie future est celle dont l'existence future est certaine contrairement à l'obligation garantie conditionnelle qui dépend de l'intervention d'un événement aléatoire, purement casuel. Utiliser ce qualificatif renvoie à cette distinction traditionnelle dont on connaît désormais les limites². Si bien que la réalisation future, incertaine et aléatoire d'un événement ne permet pas de caractériser parfaitement la situation dans laquelle la volonté est le cœur de l'engagement, qu'il s'agisse d'une opération à terme ferme ou à terme optionnelle³. La potestativité quasi systématique évince la condition⁴. Finalement, l'obligation financière du second contrat de garantie financière est future et conditionnée à l'exercice de son droit de

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 50, p. 26

² A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 351, p. 289 : « L'expression « contrat à terme » employée par la réglementation boursière s'avère donc partiellement trompeuse en ce qu'elle fait référence à une notion de droit commun dans un sens qui ne correspond pas à son acception usuelle. »

³ Sauf dans le cas d'une garantie plancher.

⁴ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n°s 121 et suiv., p. 58 et suiv. C'est d'ailleurs la distinction de Monsieur le professeur A. GAUDEMET : « Distinction selon que les droits nés de dérivés sont fermes ou potestatifs ». Dans le cadre de cette distinction, aucune place n'est laissée à la condition purement casuelle : la fermeté chasse l'aléa de la condition tout comme la potestativité l'annihile.

réutilisation par le preneur. Le second élément du régime commun est relatif à la garantie de l'exécution des obligations financières.

§2. La garantie

186. **Plan.** L'assiette du contrat de garantie financière est ainsi constituée par des instruments financiers, effets, créances (notamment des créances privées), contrats ou sommes d'argent qui sont remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières (**A**). La remise ou le transfert de ces actifs est l'essence de la garantie. En tout état de cause, en l'absence de remise ou de transfert à l'instar du *ducroire* et de la garantie de bonne fin, il ne saurait être question d'un contrat de garantie financière (**B**).

A. L'assiette de la garantie financière

187. **Présentation.** La directive 2009/44/CE¹ vise la « garantie financière » aux lieu et place des actifs remis ou transférés à titre de garantie, confusion à l'égard de laquelle il convient d'en dégager le sens et d'en tirer les conséquences.

188. **Les actifs remis ou transférés en garantie des obligations financières.** L'assiette du contrat de garantie financière est constituée par les actifs remis ou transférés en garantie de l'exécution des obligations financières. Parfois, la « garantie financière » vise en réalité l'assiette.

L'assiette du contrat de garantie financière. Chronologiquement, la directive *Collateral* visait les espèces et les instruments financiers, ils étaient plus simplement dénommés actifs remis en garantie. L'ordonnance de 2005 envisage, quant à elle, la remise en pleine propriété ou la constitution de sûretés sur des instruments financiers, contrats, effets, créances et sommes d'argent. La directive 2009/44/CE ajoute les créances privées à la liste des actifs susceptibles d'être remis ou transférés à titre de garantie. Le règlement EMIR précise que la contrepartie centrale ne peut accepter que des garanties très liquides, autrement

¹ 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, *JOUE*, 10 juin 2009, L 146/37

dit facilement réalisables et présentant un risque minimal de crédit et de marché¹. La contrepartie centrale applique une décote qui tient compte de la perte de valeur entre la dernière réévaluation et le moment de leur liquidation². Le sous-jacent ou l'instrument financier source de l'exposition peut constituer l'assiette de la garantie fournie à la contrepartie en garantie des marges³. L'assiette est désormais dénommée « la garantie financière ». Il s'agit d'une manifestation de la confusion entre l'assiette de la garantie et l'*instrumentum* de la garantie, c'est-à-dire de la confusion entre les actifs remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières et le contrat de garantie financière. Plusieurs remarques peuvent être formulées au sujet de la réécriture de ces articles issus de la directive *Collateral* par la directive 2009/44/CE. La directive 2009/44/CE traite de l'assiette du contrat de garantie financière qu'elle nomme « garantie financière ». Les instruments financiers ou espèces étaient désignés comme pouvant être des actifs remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières. La référence faite aux « instruments financiers ou espèces » a été supprimée et remplacée par la « garantie financière ». En outre, elle intègre dans le domaine des actifs éligibles les créances privées. Selon le législateur européen, la garantie financière est ainsi constituée par des espèces, des instruments financiers ou des créances privées. Cette approche soulève deux questions. D'abord, un contrat financier optionnel peut-il être une « garantie financière » ? Ensuite, toutes créances peuvent-elles être une « garantie financière » ? Enfin, à ces deux questions s'ajoute une troisième, depuis le règlement EMIR : qu'est-ce que le recours prudent et approprié de l'utilisation du sous-jacent ou de l'instrument financier créant l'exposition comme assiette de la garantie financière ?

Première question : un contrat financier optionnel en guise de garantie financière ?

En ce qui concerne les instruments financiers, le législateur ne distingue pas ; ainsi il convient de ne pas distinguer là où la loi ne le fait pas : ceci conduit à soutenir qu'il peut s'agir de tout instrument financier, notamment à terme ou encore à terme optionnel. Cela conduit à la situation dans laquelle une position ouverte ou encore une position à terme serait elle-même couverte par un contrat de garantie financière dont l'assiette serait constituée par des instruments financiers à terme, c'est-à-dire des contrats financiers. Cet état du droit positif peut être surprenant à deux égards : d'une part, il s'agit de la remise ou du transfert de propriété de quelque chose dont le constituant ou garant n'est pas encore propriétaire ou

¹ Art. 46.1 du règlement EMIR

² Art. 46.1 du règlement EMIR

³ Art. 46.2 du règlement EMIR

titulaire¹ ; d'autre part, il peut s'agir d'une chose dont ce dernier ne sera jamais propriétaire ou titulaire dans le cas des instruments financiers à terme optionnel. Ces développements sont également transposables aux contrats² et par suite aux contrats financiers.

Seconde question : Toutes créances au titre de « garantie financière » ? Quant aux créances, les dispositions relatives aux contrats de garantie financière ne distinguent pas selon la nature des créances. Ainsi, il peut s'agir de toute créance, notamment de créances professionnelles nanties par un Dailly ou encore d'effets tels que les billets à ordre ou lettres de change mobilisés par les établissements de crédit dans le cadre d'une opération de refinancement. Au-delà, le législateur français n'aura pas nécessairement à réécrire ces dispositions pour y inclure les créances privées. L'élargissement de l'assiette par la directive 2009/44/CE n'entraîne pas de modification significative dans le droit français puisque la terminologie employée est assez large pour y inclure les créances privées. Enfin, pour les sommes d'argent, l'assiette du contrat de garantie financière vise à fournir un régime de faveur au gage-espèce, « *hypothèse la plus courante en pratique* »³.

Troisième question : Qu'est-ce que le recours prudent et approprié de l'utilisation du sous-jacent ou de l'instrument financier créant l'exposition comme assiette de la garantie financière ? L'article 46 du règlement EMIR est dédié aux garanties fournies à la contrepartie centrale chargée de la compensation et du dénouement des positions ouvertes afférentes à un contrat dérivé⁴. Une garantie très liquide est fournie à la contrepartie centrale pour couvrir son exposition envers les membres compensateurs⁵. Le règlement n'est pas très explicite concernant l'assiette de la garantie, mais à travers la fixation des modalités de réévaluation et d'actualisation de celle-ci, elle vise les « actifs »⁶. Autrement dit, ces « actifs » constituent l'assiette de la garantie fournie à la contrepartie centrale. Il s'agit donc d'une garantie réelle. Il est précisé que, si la prudence l'autorise, cet actif peut être constitué par « *le sous-jacent du contrat dérivé ou de l'instrument financier qui crée l'exposition de la contrepartie*

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, spéc. p. 28 : « *Ensuite, il peut s'agir d'« instruments financiers», précision apportée par l'ordonnance, ce qui a priori englobe les instruments financiers à terme ; mais comment remettre en pleine propriété de tels instruments ?* »

² *Ibid.*, spéc. p. 28 : « *L'entrée des « contrats » dans l'énumération est également surprenante car, là encore comment « remettre en pleine propriété des contrats » ?* »

³ *Ibid.*

⁴ Art. 46 du règlement EMIR

⁵ Art. 43.1 du règlement EMIR

⁶ Art. 43.1 du règlement EMIR

centrale »¹. Le règlement prend soin de subordonner l'utilisation du sous-jacent ou de l'instrument financier créant l'exposition au fait que le recours à cet actif constituant l'assiette de la garantie soit approprié et prudent. Deux critiques peuvent être formulées. D'une part, la question est de savoir ce que signifient concrètement la prudence et le caractère approprié. D'autre part, permettre à la source du risque de constituer l'assiette de la garantie, n'est-ce pas ruiner l'économie de ce contrat ?

➤ D'une part, le caractère prudent et approprié. Cette garantie fournie à la contrepartie centrale que cette dernière « accepte » fait l'objet d'une réévaluation, car la contrepartie centrale tient compte de la décote de la valeur de l'actif – de sa perte de valeur potentielle – entre la dernière réévaluation et sa probable liquidation².

➤ D'autre part, l'assiette. Selon le règlement EMIR, la garantie fournie à la contrepartie centrale est assimilable à l'obligation de couverture qui est un contrat de garantie financière, sous réserve que les conditions *rationae personae* soient respectées. La qualification de contrat de garantie financière de la garantie « remise » à la contrepartie centrale ne pourra (jamais) être remise en cause dès lors qu'elle lie deux entités réglementées. En outre, il est précisé que la garantie en faveur de la contrepartie centrale a vocation à couvrir son exposition et comme le contrat de garantie financière couvre une obligation financière, donc l'exposition est une obligation financière. En d'autres termes, le *quantum* actualisé de l'exposition, c'est-à-dire la quantification du risque, de la contrepartie centrale est l'expression économique d'une obligation juridique, à un moment donné, correspondant à une obligation financière. Mais la rigueur impose de signaler que d'une part, rien n'est dit clairement sur la forme de la garantie ; il est possible de déduire par l'emploi du terme « actif » qu'il s'agit tout au plus d'une garantie réelle, mais on ne sait pas s'il s'agit d'une remise ou d'un transfert de propriété à titre de garantie. Il convient de ne pas distinguer là où le règlement ne distingue pas. Quoi qu'il en soit, l'une ou l'autre de ces formes est embrassée par la directive *Collateral*.

L'assiette du contrat de garantie financière issue de l'ordonnance de transposition de 2005 : instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes

¹ Art. 46.2 du règlement EMIR

² Art. 43.1 du règlement EMIR

d'argent. L'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier est sans équivoque : « *A titre de garantie des obligations financières [...], les parties peuvent prévoir des remises en pleine propriété, [...] d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent, ou la constitution de sûretés sur de tels biens ou droits [...]* ». Trois remarques peuvent être formulées : la « valeur » a été supprimée ; les instruments financiers sont intégrés ; la source de l'obligation et de l'obligation sont traitées indifféremment en raison de la valeur patrimoniale conférée.

Première remarque : la suppression du terme « valeur » comme actif remis ou transféré à titre de garantie des obligations financières. L'article 52 de la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 disposait qu'étaient susceptibles d'être remis en garantie les valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent¹. Finalement, le législateur, à l'occasion de la transposition de la directive *Collateral*, prête une oreille attentive aux critiques doctrinales reprochant le caractère approximatif de l'expression « valeurs » dès lors qu'elle englobe tous les autres éléments de l'énumération². Le terme « valeurs » n'apparaît plus dans l'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier.

Deuxième remarque : l'intégration des instruments financiers dans le domaine de l'assiette des actifs remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières. Les instruments financiers, notamment les contrats financiers, qui font l'objet d'une malheureuse énumération par les textes, peuvent constituer l'assiette de la garantie.

➤ L'intégration. Lors de la transposition de la directive 2002/47/CE, l'inclusion des instruments financiers dans l'assiette de la garantie était une nouveauté ; auparavant, n'étaient visés que les valeurs, les titres, les effets, les créances et les sommes d'argent. Aux termes de la directive *Collateral*, non retouchée sur ce point par la directive 2009/44/CE, les instruments financiers sont entendus comme « *les actions et les autres titres assimilables à des actions, les obligations et les autres titres de créance, négociables sur le marché des capitaux, et tous les autres titres habituellement négociés et conférant le droit d'acquérir de telles actions, obligations ou autres titres par voie de souscription, d'achat ou d'échange ou donnant lieu à un règlement en espèces (à l'exclusion des instruments de paiement), y compris les parts*

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 365, p. 178 : « *L'énumération confirmait la préférence de principe des opérateurs financiers pour des biens fongibles susceptibles de faire l'objet d'une inscription en compte.* »

² *Ibid.*

d'organisme de placement collectif, les instruments du marché monétaire ainsi que les créances relatives à ces différents éléments ou les droits sur ou relatifs à ces différents éléments »¹.

➤ L'intégration des instruments financiers, objet d'une énumération légale malheureuse.

L'article D. 211-1 A du Code monétaire et financier est une énumération des contrats financiers². Par prudente retranscription de la directive MIF, le législateur introduit trois nouveaux instruments financiers à terme : les contrats à terme servant au transfert du risque crédit, les contrats financiers avec paiement d'un différentiel et les instruments financiers à terme sur marchandises³. La doctrine n'a pas manqué de critiquer cette nouvelle classification. Monsieur le Professeur H. de VAUPLANE considère que les innovations introduites par la transposition de la directive MIF impliquent trois erreurs méthodologiques relatives à la confusion entre les modalités de fonctionnement et les critères de qualification des instruments financiers à terme⁴. Au-delà des confusions méthodologiques du législateur⁵, la lecture de cet article contient une mauvaise hiérarchie structurelle et conceptuelle qui concerne l'instrument financier à terme. Le législateur fait entrer dans la hiérarchie des éléments du contenu au stade du contenant. Le dérivé climatique n'est-il pas un contrat financier ? Si tel est le cas, pourquoi ne pas raisonner sur le terrain des contrats financiers contenant notamment les dérivés climatiques ? Pourquoi placer le dérivé climatique au même rang hiérarchique que celui du contrat financier ? La même remarque peut être formulée au sujet du contrat servant au transfert du risque crédit. La conséquence de cette énumération malheureuse à l'égard du contrat de garantie financière est le manque de clarté. Comment est-il possible de raisonner sur des remises ou transferts en garantie d'instruments financiers en couverture d'obligations financières dont les contours ne sont pas clairement délimités ?

¹ Art. 2.1.e) de la directive *Collateral*

² L'art. D. 211-1 A du C. mon. et fin. a subi un toilettage lors du décret n° 2009-297 du 16 mars 2009 ; le II de cet art. fournissant des précisions concernant le contrat de garantie financière a été abrogé. Dans son ancienne formule, il était précisé que « *Pour l'application de l'art. L. 431-7, sont également des instruments financiers à terme les contrats d'options, contrats à terme fermes, contrats d'échanges et tout autres contrats à terme sur marchandises ou autorisations d'émission autres que ceux mentionnés au I, à condition qu'ils fassent l'objet, en suite de négociation, d'un enregistrement par une chambre de compensation reconnue ou d'appels de couvertures périodiques* ». Lors de la rédaction initiale de la loi MAF, le gage de compte d'instruments financiers était visé sans plus amples précisions ce qui laissait augurer que les instruments financiers à terme pouvaient faire partie de l'assiette du gage. Ne donnant pas lieu à inscription en compte, les instruments financiers à terme ne pouvaient donc pas être gagés.

³ H. de VAUPLANE, « Transposition de la MIF, La nouvelle définition des instruments financiers à terme », *Revue Banque*, n° 695, 2007, p. 79

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*

Cela étant, le choix du législateur français¹ est d'inclure les instruments financiers à terme dans l'assiette du contrat de garantie financière².

➤ L'intégration des instruments financiers à terme (contrats financiers). À la lecture de la directive *Collateral*, les instruments financiers à terme ne devraient pas faire partie de l'assiette du contrat de garantie financière³. Telle n'est pas la solution en droit interne. En effet, si les instruments financiers ont remplacé les titres cela implique que tous les instruments financiers sont susceptibles de constituer l'assiette du contrat de garantie financière, y compris les contrats financiers⁴. Mais, il faut penser que la pratique en limitera le recours⁵. En effet, l'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier vise indistinctement tous les instruments financiers. Or, selon l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier, les

¹ D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse*, 2005, n° 5, p. 521 : « Il faut considérer, comme l'a souligné un auteur, que la couverture par des actifs non prévus par la directive ne sera pas opposable dans les droits des États qui n'ont pas opéré une telle extension du champ d'application du texte communautaire. » ; M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, n° 137, p. 47 : « Rien n'empêche cependant un État membre d'étendre la directive à d'autres actifs. Pourraient être remis en garantie des effets, des créances ou d'autres formes de droits, sous réserve que la couverture de tels actifs par des garanties ne soit pas opposable dans les droits des pays qui n'ont pas prévu une telle extension du champ rationae materiae. »

² J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, spéc. p. 28 : « Ensuite, il peut s'agir d'« instruments financiers », précision ajoutée par l'ordonnance, ce qui a priori, englobe les instruments financiers à terme ; mais comment remettre en pleine propriété de tels instruments ? » ; D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *op. cit.*, p. 521 : « Il faut notamment en déduire que les garanties financières soumises au régime spécial sont susceptibles de porter sur des instruments financiers à terme alors que l'on pouvait auparavant en douter » ; A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 365, p. 179 : « L'introduction des « instruments financiers » en remplacement des « titres » a eu pour effet de faire entrer les dérivés eux-mêmes dans le domaine d'application du dispositif par le truchement de l'art. L. 211-1-I du Code monétaire et financier. Or que seraient des remises en pleine propriété de dérivés à titre de garantie ? »

³ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière (commentaire de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005) », *op. cit.*, spéc. p. 58 : « À ce sujet, la directive du 6 juin 2002 retient une définition expresse de la notion d'instruments financiers, qui est de nature par exemple à exclure les contrats financiers à terme de son champ d'application, à l'inverse du droit français. »

⁴ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 365, p. 179 : « L'introduction des « instruments financiers » en remplacement des « titres » a eu pour effet de faire entrer les dérivés eux-mêmes dans le domaine d'application du dispositif par le truchement de L. 211-1-I du C. mon. fin. Or que seraient des remises en pleine propriété de dérivés à titre de garantie ? On a peine à le concevoir et l'on aimerait qu'il s'agisse d'une simple maladresse du législateur. »

⁵ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », *op. cit.*, spéc. p. 93 : « De la même manière, les opérateurs et les praticiens ne manqueront pas d'imaginer des applications originales à la reconnaissance du contrat comme objet possible de garantie. Néanmoins, la finalité du mécanisme limitera sans doute le type de contrats utilisables dans ce contexte puisqu'il s'agit essentiellement de couvrir des risques financiers par la remise au créancier de biens représentatifs d'une valeur tangible. En pratique, seuls les contrats unilatéraux dont le constituant de la garantie serait le bénéficiaire ou les contrats synallagmatiques qui auraient été partiellement exécutés semblent pertinents. Par exemple, la vente dont le prix aurait été payé, mais qui reste à livrer ne sera plus, en fait, un contrat synallagmatique, mais assimilable économiquement à une créance qui serait une remise en propriété. »

instruments financiers sont les titres et les contrats financiers et ces derniers sont des instruments financiers à terme¹.

Troisième remarque : le traitement indifférencié entre l'*instrumentum* et l'*obligatio* en raison de leur valeur patrimoniale respective. Le traitement indifférencié de la créance et du contrat se justifie par la valeur que l'on attribue à la position contractuelle qui est liée à la sphère de négociation.

➤ Créance et contrat : unité la valeur patrimoniale de la position contractuelle. Ainsi, dans la même énumération, le législateur vise tant le contrat que la créance, autrement dit tant l'*instrumentum* que l'*obligatio* qu'il fait naître. La doctrine a critiqué la possible remise ou le possible transfert de propriété à titre de garantie du contrat en vertu de l'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier². Le contrat financier optionnel ouvre un droit, à savoir l'exercice de l'option qui n'est rien d'autre que l'obligation pour la partie cocontractante de s'exécuter dans les conditions prévues³. Mais la position contractuelle a une valeur et subit la variation de cours : une position contractuelle ouverte sur un marché à un jour J peut être admise comme une créance et à J+1 comme une dette.

➤ La valeur patrimoniale du contrat ou de la créance liée à la sphère de négociation. La valeur patrimoniale de la position contractuelle est liée à la notion d'opération de marché. Conclure une opération de gré à gré revient à se départir partiellement de l'aspect collectif des marchés. Autrement dit, conclure une opération de gré à gré, un dérivé par exemple, revient à

¹ La loi ne définit pas, la loi énumère les instruments financiers à terme de manière non limitative. Cette situation conduit à manier une notion dont le contenu ne peut être déterminé avec précision. Plusieurs raisons conduisent à un tel choix pour le législateur : diversité des conventions en vigueur et innovation financière incessante. L'absence de définition conceptuelle de ce que constitue véritablement un instrument financier à terme éteint le débat de la qualification juridique. Les instruments financiers sont visés et énumérés respectivement par les art. L. 211-1 et D. 211-1-A du C. mon. fin. Il est permis de s'interroger quant à l'objectif poursuivi en ce qui concerne le recours à la forme réglementaire. Bien que ce processus puisse être considéré comme peu esthétique, il présente l'avantage de la souplesse. En effet, la forme réglementaire permet au pouvoir exécutif de prendre en compte l'innovation des marchés financiers. Cependant, il est peut-être fâcheux que la flexibilité de la règle l'emporte sur sa lisibilité.

² A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 365, p. 179

³ *Ibid.*, n° 365, p. 179 : « Il semble donc que l'on soit en présence d'une véritable confusion : celle-là même qui prétend définir les contrats par leur valeur vénale, c'est-à-dire par le prix qu'un tiers accepterait de payer ou exigerait de recevoir pour se substituer aux droits et obligations de l'une des parties dans ce contrat. À proprement parler, si une créance née ou à naître d'un contrat peut être cédée en garantie, le contrat qui lui donne naissance ne le peut pas. Cette confusion se comprend d'autant plus difficilement que l'art. L. 211-38-I du Code monétaire et financier vise, par ailleurs et justement, la remise en propriété de créances à titre de garantie. »

subir l'actualisation quotidienne de la valeur à laquelle le contrat s'adosse. Il s'agit de la solution française qui diffère des solutions européennes.

La transposition française en marge : l'assiette socle de la qualification du contrat de garantie financière en droit belge. « *De ce point de vue, 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* »¹. Alors que le droit français réserve le contrat de garantie financière à la garantie des obligations financières², la loi belge quant à elle épouse une tout autre approche. En effet, la loi de transposition belge 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 financiers³ ne définit pas le contrat de garantie financière en contemplation de la dette fondamentale, autrement dit de l'obligation financière. Au contraire, la définition belge du contrat de garantie financière fait référence à la nature des biens remis ou transférés à titre de garantie. Le contrat de garantie financière couvre une obligation financière. Pour preuve, au terme de l'article 4§1 de la loi de transposition belge, le régime de faveur concerne les conventions constitutives de sûretés réelles portant sur des instruments financiers ou sur des espèces⁴. L'utilisation de l'expression « garantie financière » pour désigner, en réalité, l'assiette du contrat de garantie financière emporte des conséquences.

189. Les conséquences de la désignation de l'assiette de la garantie « la garantie financière ». Désigner l'assiette de la garantie par l'expression de « garantie financière » emporte des conséquences. Cette confusion révèle en réalité la suprématie de la valeur accordée à la position contractuelle.

La confusion. Le législateur européen en 2009 n'hésite aucunement à employer le terme de « propriété de la garantie financière » pour viser les actifs remis ou transférés à titre

¹ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière (commentaire de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005) », *op. cit. et loc. cit.*

² Art. L. 211-36 et L. 211-38 du C. mon. fin.

³ Loi de transposition belge 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, *M. B.*, 1^{er} février 2005

⁴ M. GRÉGOIRE, « Le régime juridique des garanties financières », *op. cit. et loc. cit.*

de garantie¹. Autrement dit, le législateur européen confond l'actif remis ou transféré en garantie et le contrat en vertu duquel ces derniers peuvent l'être ou encore l'assiette et le contrat de garantie. Bien évidemment, la garantie financière est avant tout un contrat de garantie financière. De deux choses l'une, soit le législateur européen a employé une formule elliptique et a entendu viser le contrat de garantie financière, soit ce dernier n'a pas visé le contrat, mais son assiette. C'est bien sûr la seconde voie qu'il convient d'épouser. Dans la première hypothèse, il s'agit de la reprise du *Legal Assessment*. Ce n'est pas une innovation de la directive *Collateral*. Néanmoins, ce qui est plus critiquable à première lecture, c'est que la garantie financière pourrait elle-même être cédée à titre de garantie. Il faut y voir une nouvelle expression du contrat en tant que bien. La seconde lecture s'inscrit en cohérence avec la définition donnée à la garantie financière. Or la garantie financière correspond à la désignation de l'assiette du contrat de garantie financière. Il convient alors de distinguer contrat de garantie financière et garantie financière synonyme d'actifs remis ou transférés à titre de garantie. En réalité, assimiler les actifs remis ou transférés à titre de garantie à la garantie révèle la suprématie de la valeur de la position contractuelle.

La valeur : dénominateur commun entre l'obligation financière et l'actif remis ou transféré en garantie. Cette expression peut aussi s'expliquer par le dénominateur commun des objets en présence : la valeur. La valeur vise en réalité trois éléments ; il s'agit des objets de valeurs. Ces objets de valeurs sont susceptibles d'être des actifs remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières. C'est en ce sens qu'est employée l'expression « la propriété de la garantie financière ».

Les objets de valeur. L'obligation financière est l'expression juridique d'une valeur économique, s'il s'agit d'une obligation financière présente. La valeur au sens juridique est le *quantum* de la créance, s'il s'agit d'une obligation financière future. La valeur économique est celle de la position contractuelle. Soutenir que l'obligation financière a une valeur économique revient à admettre que cette valeur est susceptible de constituer un actif à remettre ou à transférer en garantie par un contrat de garantie financière d'une autre obligation financière à couvrir.

¹ Art. 2.1.b) et c) de la directive 2009/44/CE

La garantie assurée par la remise ou le transfert d'objets de valeur. Le contrat de garantie financière à vocation à couvrir une valeur par une autre, autrement dit ce contrat a vocation à couvrir une obligation financière par la remise ou le transfert de garantie d'actifs. Au-delà, le contrat de garantie financière a lui aussi une valeur puisqu'il est par essence la couverture d'un risque de défaillance : le contrat peut être alors envisagé comme un bien. L'expression de la propriété de la garantie financière est certes une confusion juridique entre la garantie et son assiette, une confusion entre l'objectif et le moyen, mais cela trahit surtout l'impératif d'efficience des marchés qui s'exprime à travers la valeur.

La propriété des objets de valeur : « La propriété de la garantie financière ». La question est de savoir ce qu'il faut déduire de l'emploi de cette expression « la propriété de la garantie financière » qui confond le contrat et son assiette. Il s'agit de l'expression de l'exigence d'efficience des marchés qui peut aboutir à assimiler le débiteur de l'obligation financière au garant : l'essentiel n'est pas l'exécutant, mais la bonne exécution de l'obligation. Le contrat de garantie financière vise à prémunir les intervenants du risque de défaillance de leur contrepartie. Plus généralement, le but est de protéger le système financier du risque crédit qui, en se propageant, peut se muer en risque de système. Le contrat de garantie financière est une sûreté réelle qui se forme par la remise ou le transfert d'actifs à titre de garantie¹. Par conséquent, le second enseignement à tirer des dispositions relatives à l'assiette de la garantie est l'exclusion des sûretés personnelles du domaine de la directive *Collateral*.

B. Une garantie réelle

190. **L'absence d'actifs remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières.** Puisque le contrat de garantie financière repose sur la remise ou le transfert d'actifs, il s'agit d'une garantie réelle. En l'absence de remise ou de transfert d'actifs, la garantie ne peut pas être un contrat de garantie financière. La question est de savoir si les garanties d'exécution des opérations financières, c'est-à-dire le *ducroire* et la garantie de bonne fin, sont ou non un contrat de garantie financière. Elles présentent toutes deux la caractéristique d'être une garantie personnelle de l'exécution de l'opération.

¹ Art. L. 211-38-II-1° du C. mon. fin.

Le ducroire. « *Le ducroire, vieille institution associée au monopole des agents de change aurait dû disparaître au moment de la transposition de la directive services d'investissement. Il n'en est rien, cette qualité étant toujours prévue par la loi pour les professionnels d'un marché réglementé* »¹. Il s'agit de la « *convention par laquelle le commissionnaire se porte garant vis-à-vis du commettant de l'exécution de l'opération par le tiers avec qui il traite pour le compte du commettant* »². Le ducroire est une condition d'exercice des activités d'intermédiation sur les marchés³. « *La doctrine s'accorde à voir dans l'objet du ducroire une garantie d'exécution par le tiers contractant du commissionnaire envers son commettant* »⁴. « *En vertu du contrat de commission, le commissionnaire, engagé en son propre nom est personnellement tenu, vis-à-vis du cocontractant, de l'exécution du contrat qu'il a conclu avec celui-ci. En revanche, vis-à-vis de son commettant, le commissionnaire, n'est pas tenu des obligations qui pèsent sur le cocontractant en raison du contrat négocié : il n'est, ni débiteur, ni garant de la bonne exécution du contrat par celui-ci* »⁵. Le contrat de commission fait partie de la catégorie plus vaste des contrats de mandat sans représentation⁶. Le commissionnaire est un « *intermédiaire, dont la profession est de faire des opérations de commission et qui, agissant en son propre nom, se distingue du mandataire, se distingue aussi du courtier* »⁷. L'article L. 132-1 du Code de commerce dispose « *Le commissionnaire est celui qui agit en son propre nom ou sous un nom social pour le compte d'un commettant. Les devoirs et les droits du commissionnaire qui agit au nom d'un commettant sont déterminés par le titre XIII du livre III du code civil* ». Le livre III du titre XIII du Code civil est dédié au mandat. Le commissionnaire est tenu envers les tiers de l'exécution du contrat et de ses conséquences : paiement du prix, délivrance de la chose et

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 431, p. 346

² S. GUINCHARD, Th. DEBARD, *Lexique des termes juridiques 2014/2015*, 22^{ème} éd., Dalloz, 2014, p. 225. Le ducroire de banque est exclu ; il s'agit de l'« *Opération par laquelle le banquier garantit un vendeur contre l'insolvabilité d'un acquéreur par des techniques de droit cambiaire ; c'est une des formes du crédit par signature [...]* » (B. SOUSI-ROUBI, *Lexique de la banque et de la bourse*, 6^{ème} éd., Dalloz, 2009). Pour une autre définition : « *Espèce d'engagement de garantie ; plus précisément nom donné à la stipulation annexe aux contrats de distribution par laquelle un mandataire ou un commissionnaire (dit également « ducroire ») garantit la solvabilité des clients, moyennant une augmentation de sa rémunération (dite prime de ducroire) et, lorsqu'il a payé, subrogation dans les droits du vendeur à l'égard du client défaillant* » (V. Voc. Jur. CORNU, V° « ducroire », p. 539)

³ B. SAINT MARS, « *Marchés financiers et garantie de ducroire* », *Droit bancaire et financier, Mélanges AEBDF-France II*, sous la direction de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Paris, 1999, p. 389 : « *La garantie de ducroire apportée au donneur d'ordre par l'intermédiaire est traditionnellement considérée par le législateur comme une condition d'exercice des activités d'intermédiation sur les marchés financiers* »

⁴ H de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers, op. cit.*, n° 924, p. 843

⁵ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers, op. cit.*, n° 913, p. 713

⁶ A. BENABENT, *Droit civil, Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, 10^{ème} éd., Montchrestien, coll. Précis Domat, 2013, p. 444 et suiv.

⁷ V. Voc. Jur. CORNU, V° « commissionnaire », p. 170

garantie des vices. Il peut exercer une action récursoire à l'encontre du commettant en vertu du contrat. Il convient de présenter la seconde garantie d'exécution des opérations financières : la garantie de bonne fin.

La garantie de bonne fin. La garantie de bonne fin figurait dans la loi de 1885 relative aux marchés à terme et prévoyait que « *chaque opération sur contrat à terme est enregistrée par une chambre de compensation, ayant le statut d'établissement de crédit, qui en garantit la bonne fin* »¹. Cette disposition a été abrogée par la loi MAF². La chambre de compensation garantit « *le règlement approprié des positions en qualité de contrepartie centrale* »³, mais également « *la livraison des valeurs mobilières ou le règlement en espèces [...] après l'enregistrement des transactions* »⁴. En d'autres termes, la chambre de compensation garantit contractuellement la bonne fin de l'opération à compter de son enregistrement.

191. Le ducroire et la garantie de bonne fin ne sont pas des contrats de garantie financière. La convention ou la stipulation contractuelle contenant le ducroire ou la garantie de bonne fin ne sont pas des contrats de garantie financière. Cette qualification doit être exclue, car le contrat de garantie financière est une garantie réelle. Les auteurs s'accordent sur la qualification de sûreté personnelle de la clause de ducroire ou de la garantie de bonne fin. Une sûreté vise à se prémunir contre le risque d'insolvabilité. Or la clause de ducroire vise à couvrir les risques au-delà de l'insolvabilité du débiteur envers le garant. Si la doctrine majoritaire considère qu'il s'agit d'une sûreté personnelle⁵, est-ce véritablement une sûreté⁶ ?

¹ Loi du 28 mars 1885, *JORF*, 8 avril 1885, p. 1849

² Art. 93 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, *JORF*, n° 154, 4 juillet 1996, p. 10063

³ Art. 1.3.1.5 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁴ Art. 1.3.3.4 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁵ M. CABRILLAC, Ch. MOULY, Ph. PETEL et S. CABRILLAC, *Droit des sûretés*, 9^{ème} éd., Litec, coll. Manuel, 2010, n° 374, p. 367 et 368 : « *Un intermédiaire commercial ou une banque vont se porter ducroire pour garantir au bénéficiaire la solvabilité de son cocontractant. Que le ducroire soit une sûreté personnelle ne fait aucun doute [...].* »

⁶ C. GINESTET, « La qualification des sûretés (première partie) », *Deffrénois*, n° 2, 1999, p. 80. L'auteur retient qu'à l'égard du bénéficiaire de la promesse de porte-fort, « *cette technique constitue donc une garantie minimale, mais ne peut s'analyser en une sûreté* ». Au-delà, l'auteur considère que le porte-fort ne peut s'analyser en une sûreté « *d'autant plus que la promesse de porte-fort n'est accessoire à quoi que ce soit. Le ducroire est proche de cette technique : le garant s'engage en effet à indemniser le bénéficiaire du préjudice résultant de l'inexécution de l'obligation du débiteur garanti* »

Tout au plus, il ne peut s'agir que d'une garantie personnelle. Dès lors, cette qualification exclut celle de contrat de garantie qui est une sûreté réelle¹.

Conclusion de la sous-section I

192. Tout contrat de garantie financière présente deux critères de qualification systématiques : d'une part, l'obligation garantie par le contrat de garantie financière est une obligation financière et, d'autre part, les actifs qui peuvent constituer l'assiette de la garantie sont déterminés par la loi. D'abord, tout contrat de garantie financière a vocation à couvrir le risque d'inexécution des obligations financières présentes ou futures. Ensuite, tout contrat de garantie financière dispose d'une assiette constituée d'actifs déterminés par la loi. Tout contrat de garantie financière fait l'objet d'un transfert ou d'une remise en garantie de ces actifs : c'est l'essence même de la garantie. Le contrat de garantie financière est une garantie réelle. Cette qualification exclut du domaine du dispositif *Collateral* toutes les garanties personnelles, à l'instar du *ducroire* ou encore de la garantie de bonne fin. Si le socle commun de tout contrat de garantie financière est caractérisé par la désignation de l'obligation garantie et la forme de la garantie, l'étude du régime de la garantie financière fait apparaître des spécificités. À côté du régime générique commun à tout contrat de garantie financière existe un régime particulier du contrat de garantie financière.

SOUS-SECTION II. LE RÉGIME PARTICULIER DU CONTRAT DE GARANTIE FINANCIÈRE

193. **Plan.** Les particularismes du régime du contrat de garantie financière se justifient soit par la catégorie d'obligations financières en cause², soit par le type de contrat de garantie financière en cause³. Dans le premier cas, la catégorie d'obligations financières ou les personnes qu'elles obligent impliquent un particularisme lié aux obligations financières (§1). Dans le second cas, le type de garantie financière, avec la constitution de sûreté ou le transfert de propriété à titre de garantie, implique un particularisme lié à la garantie financière (§2).

¹ Sauf à prévoir une obligation de *ducroire* ou une bonne fin d'un nouveau genre impliquant une remise ou un transfert de propriété à titre de garantie – une sorte de garantie *sui generis* remplissant les conditions de la directive *Collateral* – la convention de *ducroire* n'est pas un contrat de garantie financière.

² *Supra* n^{os} 21 et suiv.

³ En application de l'art. L. 211-38-I du C. mon. fin., il existe deux types de contrats de garantie financière : le premier avec constitution de sûretés qui se manifeste par la remise d'actifs en garantie de l'exécution des obligations financières ; le second avec transfert de propriété de ces mêmes actifs.

§1. Les particularités liées aux obligations financières

194. **Plan.** La première particularité inhérente au contrat de garantie financière est relative à la qualité des parties cocontractantes ; il s'agit des obligations financières liant deux entités réglementées (A). La conjonction du besoin de rapidité et d'efficacité entre entités du secteur bancaire et financier justifie que les rédacteurs aient opté pour l'anéantissement du formalisme *ad validitatem* (B).

A. Les obligations financières liant deux entités réglementées

195. **Les trois catégories d'obligations financières.** L'article L. 211-36 du Code monétaire et financier distingue trois catégories d'obligations financières : les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers à terme, les obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers et les obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement interbancaire ou de règlement et de livraison. Les 2° et 3° de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier exigent que le contrat de garantie financière soit conclu entre deux entités réglementées. Ces distinctions inhérentes aux obligations financières dictent le degré de l'allègement du formalisme du contrat de garantie financière.

196. **Les distinctions quant aux obligations financières couvertes et la forme de la garantie.** Il s'agit du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté ayant vocation à couvrir des obligations financières de deuxième et troisième catégorie. Plus que le type d'obligations financières, c'est surtout la qualité des personnes qu'elles lient et les règles prudentielles auxquelles elles sont soumises qui justifient l'allègement du formalisme. C'est en ce sens que l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier écarte tout formalisme, dès lors que les obligations financières lient des entités réglementées, quant à la constitution et à l'opposabilité de la garantie¹. Simplement, un écrit *ad probationem* intervient aux fins d'identification des actifs remis ou transférés en garantie². S'il est prévu que la réalisation des obligations financières intervient aux « conditions normales de marché », par compensation,

¹ Art. L. 211-38-II-1° du C. mon. fin.

² Art. L. 211-38-II-2° du C. mon. fin.

appropriation ou vente après exigibilité des obligations financières couvertes¹, aucun formalisme n'est exigé.

B. L'absence de formalité quant à la constitution de garantie financière entre entités réglementées

197. **Avant la transposition de la directive *Collateral*.** La suppression du formalisme relatif à la constitution et à la réalisation des garanties était un des objectifs impartis aux rédacteurs de la directive *Collateral*². La directive écarte l'exigence de formalisme traditionnellement exigé dès lors qu'il s'agit d'un contrat de garantie financière. Le formalisme n'est pas une condition de validité du contrat de garantie financière. Avant la transposition de la directive *Collateral* en droit français, le formalisme relatif à la constitution de garantie équivalente était d'ores et déjà extrêmement restreint. Les garanties équivalentes n'étaient autres que la pension livrée, le prêt de titres, le gage-espèces ou encore le gage de compte d'instruments financiers. Pour les trois premiers, le formalisme a été écarté dès 2002. Il ne subsistait guère que le gage de compte d'instruments financiers marqué par un formalisme important concernant sa constitution, son exécution et sa réalisation³. En effet, lors de la constitution, les titres devaient être affectés à un compte spécial. Toute réutilisation était exclue. Enfin, la réalisation du gage de compte d'instruments financiers nécessitait une mise en demeure préalable du débiteur. La directive *Collateral* harmonise le régime de ces différentes garanties et allège ou exclut le formalisme du contrat de garantie financière.

¹ Art. L. 211-38-II-3° du C. mon. fin.

² Considérant n° 10 de la directive *Collateral* : « Pour les mêmes raisons, la constitution, la validité, la conclusion, l'opposabilité ou l'admissibilité à titre de preuve d'un contrat de garantie financière ne devraient pas être subordonnées 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 publication officiel sous toute autre forme, la notification à un officier public ou la fourniture, sous une forme particulière, de preuve concernant la date d'établissement d'un document ou d'un instrument, le montant des obligations financières couvertes ou tout autre sujet. [...] » ; Considérant n° 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 transfrontalières de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales des États membres de l'union économique et monétaire qui sont nécessaires à la mise en œuvre de la politique monétaire commune. »

³ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, spéc. p. 49 : « Seul le gage d'instrument financier requerrait un certain formalisme : à la constitution, le dépôt des titres sur un compte spécialement affecté au nantissement ou tout au moins un « *earn-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. »

198. **Contenu de la directive *Collateral* : Absence/Allègement du formalisme du contrat de garantie financière.** L'objectif de la directive *Collateral* a le mérite d'être clair¹ : il convient de limiter les formalités administratives². Le but est réaffirmé dans l'un des considérants de la directive 2009/44/CE³. L'article 3.1 de la directive *Collateral* relatif aux conditions de forme dispose que « *Les États membres n'exigent pas que la constitution, la validité, la conclusion, l'opposabilité ou l'admissibilité à titre de preuve d'un contrat de garantie financière ou la constitution d'instruments financiers ou d'espèces en garantie en vertu d'un contrat de garantie financière soient subordonnées à l'accomplissement d'un acte formel* ».

La directive *Collateral*. La directive *Collateral* est sans équivoque : ni la validité ni la constitution du contrat de garantie financière ne sont subordonnées à l'accomplissement d'un acte formel. L'acte formel vise notamment la référence faite à une convention-cadre de place, aux formalités d'enregistrement ou de publication, les droits de timbre ou encore tout autres instruments⁴. Ce premier paragraphe de la directive *Collateral* 2002/47/CE est modifié par la directive 2009/44/CE.

Les suites de la directive *Collateral* : la directive 2009/44/CE sur les créances privées. L'article 5 de cette directive prévoit que « *sans préjudice à l'article 1^{er}, paragraphe 5, lorsque les créances privées sont constituées en garantie financière, les États membres*

¹J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.* et *loc. cit.* ; 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) », *op. cit.* et *loc. cit.* ; A. LIENHARD, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.* et *loc. cit.* ; S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière (commentaire de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005) », *op. cit.* et *loc. cit.* ; M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, spéc. p. 48 et 49

² Considérant n° 9 de la directive *Collateral* : « *Pour limiter les formalités administratives auxquelles doivent faire face les parties utilisant la garantie financière entrant dans le champ d'application de la présente directive, la seule condition de validité que le droit national peut imposer en ce qui concerne la garantie financière est qu'elle soit livrée, transférée, détenue, enregistrée, ou désignée autrement, de telle sorte que le preneur de la garantie ou une personne agissant pour son compte en ait la possession ou le contrôle, sans exclusion des techniques de garantie permettant au constituant de substituer la garantie ou d'en retirer l'excédent* ».

³ Le considérant n° 6 de la directive 2009/44/CE évoque la volonté du législateur européen quant à la limitation des formalités administratives : « *Pour faciliter l'utilisation des créances privées, il importe de supprimer ou d'interdire toutes les règles administratives, telles que les obligations de notification et d'enregistrement, qui empêcheraient les cessions de créances privées. [...]* ».

⁴ Considérant n° 10 de la directive *Collateral* ; M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, spéc. p. 44 : « *la référence à une convention-cadre de place, les formalités d'enregistrement et de publication, les droits de timbre et le recours à des instruments de remise particuliers (comptes spéciaux, « earnmarkig » etc.) ne sont plus exigés et les parties ne sont plus obligées de prévenir les tiers par des publications légales des accords de garantie qui les lient* »

n'exigent pas que la création, la validité, la conclusion, la priorité, l'opposabilité ou l'admissibilité à titre de preuve de cette garantie financière soient subordonnées à l'accomplissement d'un acte formel, tel que l'enregistrement ou la notification au débiteur de la créance privée constituée en garantie. Toutefois, les États 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 des tiers [...] ». L'allègement des formalités est néanmoins réservé aux contrats de garantie financière unissant deux entités réglementées. La qualité des parties détermine les formalités à accomplir pour la formation du contrat de garantie financière. Il est loisible de soutenir que le contrat de garantie financière est un contrat dépourvu de formalité, mais non de formalisme probatoire. L'absence de formalité à titre de validité ou pour la constitution est le terme approprié. Simplement, une attestation écrite est prescrite pour « *l'identification des biens et droits en cause, leur transfert, la dépossession du constituant ou le contrôle par le bénéficiaire [...] »*¹.

199. **Le rejet de l'exigence d'un « acte formel ».** La volonté est très clairement affirmée : l'acte formel *ad validitatem* est écarté.

La notion d'« acte formel ». Le considérant n° 9 de la directive 2002/47/CE n'exige comme condition de validité que la remise des biens ou droits². Ce même considérant est remplacé par la directive 2009/44/CE : « *Pour limiter les formalités administratives auxquelles doivent faire face les parties utilisant la garantie financière entrant dans le champ d'application de la présente directive, la seule condition de validité que le droit national peut imposer aux parties en ce qui concerne la garantie financière devrait être que le preneur ou une personne agissant pour le compte de celui-ci ait le contrôle de ladite garantie, sans exclure des techniques de garantie permettant au constituant de substituer la garantie ou d'en retirer l'excédent. La présente directive ne devrait pas empêcher les États membres d'exiger qu'une créance privée soit fournie par la voie de son inscription sur une liste de créances »*³.

¹ Art. L. 211-38-II-2° C. mon. fin.

² Considérant n° 9 de la directive *Collateral* : « *Pour limiter les formalités administratives auxquelles doivent faire face les parties utilisant la garantie financière entrant dans le champ d'application de la présente directive, la seule condition de validité que le droit national peut imposer en ce qui concerne la garantie financière est qu'elle soit livrée, transférée, détenue, enregistrée, ou désignée autrement, de telle sorte que le preneur de la garantie ou une personne agissant pour son compte en ait la possession ou le contrôle, sans exclure des techniques de garantie permettant au constituant de substituer la garantie ou d'en retirer l'excédent. ».*

³ Art. 2.1) de la directive 2009/44/CE

Des enseignements peuvent être tirés de cette modification. D'une part, l'exigence de contrôle remplace la livraison, le transfert, la détention et l'enregistrement. D'autre part, la simple faculté (« peut ») est remplacée par un fort encouragement (« devrait »). L'acte formel est visé par le considérant n° 10 de la directive *Collateral* ; il s'agit de l'établissement d'un document spécifique ou d'une manière particulière, de l'enregistrement, de l'inscription dans un registre, de la publicité et de la notification¹. L'acte formel exclut l'endossement pour les titres à ordre et l'enregistrement dans les registres de l'émetteur lorsqu'il s'agit de titres nominatifs². Cette exigence ainsi écartée, le contrat de garantie financière serait alors un contrat réel.

Absence du formalisme *ad validitatem* relatif à la constitution et la réalisation dans l'ordonnance de transposition. Pour les obligations financières de deuxième et troisième catégorie, la constitution ainsi que l'opposabilité de leur couverture par un contrat de garantie financière ne sont soumises à aucune formalité³. Cependant, l'absence de toute formalité empêche d'appréhender la véritable intention des parties⁴. En ce sens, un écrit à titre

¹ Considérant n° 10 de la directive *Collateral* : « Pour les mêmes raisons, la constitution, la validité, la conclusion, l'opposabilité ou l'admissibilité à titre de preuve d'un contrat de garantie financière ou la constitution d'une garantie financière dans le cadre d'un contrat de garantie financière ne devraient pas être subordonnées 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. [...] »

² Considérant n° 10 de la directive *Collateral* : « [...] Aux fins de la présente directive, les actes requis conformément au droit d'un État 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. »

³ Art. L. 211-38-II-1° du C. mon. fin.

⁴ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, spéc. p. 40 et 41 : « Néanmoins, la disparition du formalisme présente un inconvénient pour les juristes : il est ainsi très difficile de déceler l'intention des parties lorsqu'elles effectuent certaines opérations telles que la pension : s'agit-il d'un achat-vente ou d'une garantie ? Le formalisme extrêmement réduit de la pension ne permet pas, à partir des seuls mouvements de compte, de qualifier l'opération. La référence implicite à un contrat-cadre de garantie ne permettra pas toujours de faire la différence. Les tiers intéressés — juges, créanciers, fisc — devront opérer une reconstitution intellectuelle pour, à partir d'éléments environnementaux, faire pencher la qualification dans un sens ou dans l'autre. » ; S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière (commentaire de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005) », *op. cit.*, spéc. p. 61 et 62 : « Dans tous les cas, le simple transfert de titre dans un compte au bénéfice du créancier ne peut suffire à caractériser l'intention des parties d'avoir entendu constituer ces titres en garantie ; comme pour le gage d'instruments financiers où la loi n'évoque pas expressément l'exigence d'un contrat, la manifestation de la volonté des parties à l'acte de la constitution de la garantie devra évidemment toujours être établie ! La simplification entreprise par l'ordonnance n°2005-171 ne pourrait que difficilement permettre de suppléer à l'exigence d'un consentement au titre de la constitution de la garantie financière... »

probatoire¹ est requis pour identifier les biens et droits en cause et attester de leur transfert, de la dépossession du constituant ou de leur contrôle par le bénéficiaire². Cette attestation écrite est en réalité une modalité de constitution ou d'opposabilité du contrat de garantie financière conclu entre entités réglementées, qui peut résulter du transfert, de la dépossession ou du contrôle. Enfin, la mise en demeure n'est pas nécessaire pour la réalisation du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté. Ce dispositif de faveur vise tant la constitution que la réalisation du contrat de garantie financière.

La constitution. La constitution d'une garantie financière vise la « livraison, son transfert, sa détention, son enregistrement, ou tout autre traitement ayant pour effet que le preneur de la garantie ou la personne agissant pour son compte acquiert la possession ou le contrôle de cette garantie financière ». Le but étant *in fine* de prodiguer au preneur le contrôle des actifs remis en garantie. Les modalités de constitution sont ainsi la dépossession, le transfert ou le contrôle attesté par écrit. La dépossession ne pose aucun problème de compréhension ; plus ténues sont celles de transfert et de contrôle. Pour ce qui est du transfert, il est légitime de penser qu'il s'agit de la transmission ou du transport d'une créance³. Le contrôle, quant à lui, est une inconnue du droit français. Il est inspiré directement du *Security Interest* de droit américain défini par l'article 9 UCC comme tout droit constitué sur un bien meuble ou sur un bien immeuble par destination, dont le contrôle constitue un des modes d'opposabilité. Il s'agit là de l'expression de la confrontation de la titularité anglo-américaine à la propriété latine.

La réalisation. La réalisation intervient par compensation, appropriation ou vente, sans mise en demeure préalable⁴. Sur le fond, la compensation, l'appropriation ou la vente ne s'envisage qu'à l'aune, d'une part, du régime spécifique des contrats de garantie financière et, d'autre part, eu égard au fait qu'il s'agisse d'une sûreté non translatrice de propriété. D'abord, le régime spécifique des garanties financières permet la compensation des obligations financières entre elles⁵, mais aussi des dettes et créances afférentes aux obligations financières

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 2 : « Il faut en déduire que l'attestation écrite n'est pas considérée comme une condition de constitution ni d'opposabilité de la garantie, mais qu'elle est tout de même nécessaire à titre de preuve. »

² Art. L. 211-38-II-2° du C. mon. fin.

³ S. PRAICHEUX, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, spéc. p. 62

⁴ Art. L. 211-38-II-3° du C. mon. fin.

⁵ Art. L. 211-36-I-I du C. mon. fin.

et au contrat de garantie financière¹. Ensuite, la réalisation par appropriation² ou vente est la conséquence de l'intervention de l'événement entraînant l'exécution du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté. En effet, dans le cas d'un contrat de garantie financière avec transfert de propriété, les actifs ont d'ores et déjà été transférés dans le patrimoine du bénéficiaire. Il n'y a pas de transfert de propriété nécessaire à la réalisation, simplement les actifs transférés à titre de garantie de l'obligation financière restent acquis au bénéficiaire devenu propriétaire. Plus qu'une réalisation, c'est une sorte de consolidation du droit de propriété du créancier fiduciaire : la propriété cesse ainsi de n'avoir vocation qu'à être temporaire et l'obligation de rétrocession potentielle est écartée³. Quant aux modalités, la directive laisse toute latitude aux parties dès lors que cette réalisation intervient « à des conditions normales de marché »⁴. Bien évidemment, il faut que les obligations financières couvertes soient devenues exigibles, expression du caractère accessoire de la garantie. Si l'acte formel est écarté, qu'il s'agisse de la constitution ou de la réalisation, cela permet de qualifier le contrat de garantie financière de contrat réel puisqu'il se forme par la remise ou le transfert de l'actif.

200. Le contrat de garantie financière : un contrat réel ou solennel ? Le contrat de garantie financière liant deux entités réglementées est un contrat réel. Des doutes ont pu être exprimés à ce sujet à l'occasion de la directive relative aux créances privées⁵, mais ils ont été écartés. Cela étant, le contrat de garantie n'unissant pas deux entités réglementées, c'est-à-dire

¹ Art. L. 211-38-I al. 2 du C. mon. fin.

² À l'époque de la transposition de la directive *Collateral*, il était possible de dire que le régime du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté était complètement dérogatoire du droit commun car elle permettait la clause commissaire, jusqu'alors impossible pour le gage (M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *op. cit. et loc. cit.*). Cette remarque est devenue obsolète à compter de la réforme du droit des sûretés par l'ordonnance du 23 mars 2006. Le pacte commissaire est désormais défini à l'art. 2348 du C. civ. et il peut être convenu, soit lors de la constitution d'un gage, soit postérieurement, qu'à défaut d'exécution de l'obligation garantie, le créancier deviendra propriétaire du bien gagé. Néanmoins, il s'agit bien de l'autorisation d'une clause de voie parée pour autant qu'elle permet la réalisation du contrat de garantie financière par la vente sans l'autorisation du débiteur, ni le respect des formalités de droit commun en toute licéité. Au-delà, la sémantique a aussi subi un glissement terminologique la sûreté réelle portant sur un meuble incorporel.

³ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 362, p. 177 : « [...] si le transfert de propriété est admis à titre de garantie, on doit nécessairement admettre qu'il puisse être définitif en cas d'inexécution de son obligation par le débiteur. En conséquence, la consolidation définitive du droit de propriété sur la tête du créancier fiduciaire peut n'être soumise à aucune formalité. »

⁴ Art. L. 211-38-II-3 du C. mon. fin.

⁵ Directive 2009/44/CE

le contrat de garantie financière couvrant les obligations financières de la première catégorie¹, n'est pas un contrat réel, mais un contrat solennel.

Un contrat réel entre deux entités réglementées. Lorsque le contrat de garantie financière unit deux entités réglementées, cette garantie n'est soumise à aucun formalisme. Il s'agit d'un contrat réel. Cela étant, des doutes ont pu être formulés, mais ils ont été écartés.

Un contrat réel. En ce qui concerne le contrat de garantie financière avec transfert de propriété, l'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier prévoit que les remises sont opposables aux tiers sans formalité. Cette disposition doit être confrontée au contenu de la directive *Collateral* 2002/47/CE qui écarte tous les actes formels *ad validitatem*². La garantie est constituée dès lors que les actifs ont été remis³. Pour les instruments financiers, la remise est caractérisée par l'inscription en compte ; pour les espèces, il s'agit du virement ; enfin, les effets à ordre sont remis par endossement. Le contrat de garantie financière qui lie des professionnels du secteur privé ou du secteur public bénéficie alors d'un régime spécifique⁴. Envers les entités réglementées, aucune formalité n'est exigée pour la conclusion du contrat de garantie financière, et ce, sans distinction. Les remises et les sûretés 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 compte⁵. Cependant, tout ceci doit pouvoir être attesté par un écrit⁶ *ad probationem*. En ce qui concerne les contrats de garantie financière avec constitution de sûreté, la directive *Collateral* exige la dépossession⁷. Si aucune formalité n'est exigée, au contraire, l'identification des biens et droits en cause, leur transfert, la dépossession du constituant ou le contrôle par le bénéficiaire le sont⁸. Par conséquent, l'attestation écrite n'est pas exigée *ad validitatem*⁹ ; il ne s'agit pas d'une

¹ Art. L. 211-36-1° du C. mon. fin.

² Art. 3 de la directive *Collateral*

³ 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) », *op. cit.* et *loc. cit.* ; J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.* et *loc. cit.*

⁴ Art. L. 211-36- 2° et 3° du C. mon. fin.

⁵ Art. L. 211-38-II-1° du C. mon. fin.

⁶ Art. L. 211-38-II-2° du C. mon. fin.

⁷ Art. 2.1.c) de la directive *Collateral*

⁸ Art. 3.2 de la directive *Collateral* et L. 211-38-II-3° du C. mon. fin.

⁹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 359, p. 220

condition de constitution. Cependant, il convient de ménager le terrain probatoire. Ainsi, l'attestation écrite est exigée *ad probationem*¹.

Les doutes. Des doutes ont été émis par la doctrine concernant le formalisme des sûretés non translatives de propriété à l'occasion de la directive 2009/44/CE. En effet, des réserves ont été formulées s'agissant de l'exigence de signification des cessions et des nantissements de créances². Pour les contrats, il semble que l'accord du tiers contractant soit nécessaire, ce qui remet en cause la qualification de contrat réel. La directive 2009/44/CE lève partiellement les doutes. En effet, le considérant n° 6 de la directive 2009/44/CE exprime clairement la volonté de « *faciliter l'utilisation des créances privées* » en supprimant ou interdisant « *toutes les règles administratives telles que les obligations de notification et d'enregistrement qui empêcheraient les cessions de créances privées* »³. Tout comme les contrats de garantie financière entre entités réglementées, aucun acte formel n'est exigé par la directive 2009/44/CE pour la constitution⁴. Cependant, les doutes peuvent persister, car une option est ouverte aux États membres. En effet, l'article 2.6.a) leur permet d' « [...] *exiger l'accomplissement d'un acte formel, tel que l'enregistrement ou la notification à titre de conclusion* [...] ». L'allègement des formalités ne devrait profiter qu'aux contrats de garantie financière conclus entre entités réglementées⁵.

Les doutes écartés. Les doutes ont été écartés. Le contrat de garantie financière avec constitution de sûreté conclu en garantie de l'exécution des obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers n'est pas un contrat solennel. Avant la transposition de la directive *Collateral*, il y avait lieu d'appliquer les dispositions de la loi MAF qui subordonnait la constitution du gage de compte d'instruments financiers à une déclaration

¹J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, spéc. p. 29 ; A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 376, p. 230

²F. 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) », *op. cit.* et *loc. cit.*

³Considérant n° 9 de la Directive 2009/44/CE

⁴Art. 2.6.a) de la directive 2009/44/CE modifiant l'art. 3 de la directive *Collateral*

⁵A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 376, p. 183 : « *C'est donc uniquement lorsque ces sûretés sont constituées en garantie de dérivés conclus entre deux personnes réglementées que leur formalisme est réduit à portion congrue : s'agissant du nantissement de compte-titres, la déclaration prévue par l'article L. 211-20-I du Code monétaire et financier n'est plus nécessaire ; s'agissant du nantissement de compte monétaire, l'écrit de l'article 2356 et la notification de l'article 2362 du Code civil ne sont plus indispensables. Mais encore faut-il pouvoir identifier les biens reçus en garantie. C'est pourquoi l'article L. 211-38-II, 2° du Code monétaire et financier a maintenu un formalisme ad probationem qu'autorisait la direction du 6 juin 2002 : « 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 ».* ».

signée par le titulaire du compte¹. Pour les contrats de garantie financière avec constitution de sûreté, il convenait ainsi d'appliquer le droit commun. C'est sans doute ce qui a poussé une partie de la doctrine à soutenir qu'il convenait de maintenir l'exigence de formalisme en dépit de la transposition de la directive *Collateral*² : la déclaration de gage pour les instruments financiers, la signification au débiteur en application de l'article 2075 du Code civil pour les créances ou bordereau de nantissement Dailly³. Par conséquent, le contrat de garantie financière avec constitution de sûreté dont les obligations financières résultent d'opérations sur instruments financiers serait pour une partie de la doctrine un contrat solennel. Une telle solution est justifiée, à notre sens, d'une part, en raison des résurgences des anciens dispositifs et, d'autre part, par la crainte d'une remise en cause judiciaire de l'existence de la garantie. Mais la lettre de l'ordonnance de transposition impose de retenir que le contrat de garantie financière non translatif de propriété n'est pas un contrat réel, car soutenir l'inverse contredirait l'esprit des rédacteurs de la directive. Il faut composer avec l'option laissée ouverte aux États membres. L'article L. 211-38-II-2° du Code monétaire et financier prévoit que pour les deux dernières catégories d'obligations financières, la constitution n'est subordonnée à aucune formalité. Par conséquent, l'anéantissement du formalisme est lié à la qualité des parties. Si le contrat de garantie financière ne lie pas deux entités réglementées, il convient de revenir aux règles de droit commun.

Le maintien des formalités pour le contrat de garantie financière ne liant qu'une entité réglementée. Si une seule partie est une entité réglementée, alors les règles de droit commun ont vocation à s'appliquer. Ainsi la coexistence entre le régime du contrat de garantie financière et les autres sûretés contenues dans le Code monétaire et financier ont une utilité : les règles de formation des sûretés contenues dans le Code monétaire et financier sont maintenues pour les contrats de garantie financière relatifs aux obligations financières de première catégorie⁴ ne liant qu'une seule entité réglementée. Néanmoins, une telle affirmation

¹ Modification par la loi du 2 juillet 1996 de l'art. 29 de la loi du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et protection de l'épargne

² 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) », *op. cit.* et *loc. cit.*

³ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 24 : « celui signifie par exemple que lorsqu'elles portent sur des créances, elles ne sont pas conditionnées par la remise d'un bordereau. ».

⁴ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 375, p. 183 : « Dans tous les autres cas, en revanche, les solutions ordinaires restent applicables : le formalisme, même réduit, de l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier continue de s'appliquer au nantissement de compte-titres constitué en garantie d'un dérivé entre un prestataire d'investissement et une société commerciale, par exemple ; de même que l'écrit de l'article 2356 et la

est sans compter la créativité financière pouvant générer des formes *sui generis*. Que dire de l'instrument financier aux fins de garantie ? Désormais, il convient de savoir si, dans ces conditions, le maintien du formalisme de droit commun est ou non plus contraignant que la mise en œuvre du dispositif *Collateral*.

201. Est-ce véritablement plus contraignant pour les garanties s'appliquant à des obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers ? La question doit être posée¹. Pour répondre à cette question, il convient d'identifier ces garanties et de se référer à leur régime. Les garanties s'appliquant à des obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers ne sont rien d'autre que les garanties nommées au sein du Code monétaire et financier et de certains contrats connus ou non du Code civil. Il s'agit du nantissement de comptes-titres², du prêt de titres financiers³ et de la pension⁴ et, pour les autres, de la fiducie-sûreté, de la vente à réméré et du portage. Il s'agit de savoir si cela est véritablement plus contraignant par rapport aux garanties prévues par le Code monétaire et financier et si cela est vraiment plus contraignant que les sûretés ou contrats prévus par le Code civil.

Est-ce véritablement plus contraignant que les garanties issues du Code monétaire et financier ? Pour répondre à cette question, il convient de confronter le contrat de garantie financière au nantissement, au prêt de titres financiers et à la pension.

Le contrat de garantie financière face au nantissement. S'agissant du nantissement, il convient d'envisager d'abord le nantissement de comptes-titres, puis le nantissement de meubles incorporels.

➤ Le nantissement de comptes-titres. Assurément, les modalités de constitution et de réalisation sont plus rigoureuses que pour les contrats de garantie financière conclus entre deux entités réglementées. D'une part, concernant la constitution, elle est subordonnée à une

notification de l'article 2362 du Code civil si la garantie choisie est un nantissement de compte monétaire. »

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 29 : « Enfin et surtout, ce dispositif peut susciter une interprétation a contrario : les garanties s'appliquant à des obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers n'étant pas soumises à ces règles, on ne sait pas précisément en quoi leurs modalités de constitution et de réalisation sont plus rigoureuses. »

² Art. L. 211-20 du C. mon. fin.

³ Art. L. 211-22 et suiv. du C. mon. fin.

⁴ Art. L. 211-27 et suiv. du C. mon. fin.

déclaration de nantissement¹ dont le contenu est déterminé par voie réglementaire². Il s'agit d'une condition de réalisation : c'est un formalisme exigé *ad validitatem*, bien plus drastique que le régime de faveur du contrat de garantie financière couvrant les obligations financières de deuxième et troisième catégorie. D'autre part, concernant la réalisation, elle ne peut intervenir que huit jours ou à l'échéance de tout autre délai convenu entre les parties *ab initio*, après que le créancier nanti ait adressé en courrier recommandé ou remis en mains propres une mise en demeure au débiteur et à son teneur de compte³. Le contenu de la mise en demeure est déterminé par la voie réglementaire : il s'agit d'indiquer que « *faute de paiement, le nantissement pourra être réalisé par le créancier dans les huit jours ou à l'échéance de tout autre délai préalablement convenu avec le titulaire du compte nanti* » et que « *le titulaire du compte nanti peut, jusqu'à l'expiration du délai mentionné ci-dessus, faire connaître au teneur de compte l'ordre dans lequel les sommes ou titres financiers devront être attribués en pleine propriété ou vendus, au choix du créancier* »⁴. Cette exigence réglementaire est sanctionnée par la nullité de la mise en demeure.

➤ Le nantissement de meubles incorporels. Concernant le nantissement de biens meubles corporels ou d'un ensemble de biens meubles corporels, l'article 2356 du Code civil exige expressément à titre de validité, la rédaction d'un écrit.

Le contrat de garantie financière face au prêt de titres financiers. En ce qui concerne la formation et l'exécution du prêt de titres financiers, le Code monétaire et financier renvoie aux règles de droit commun⁵. L'article 1892 du Code civil définit le prêt de consommation comme « *un contrat par lequel l'une des parties livre à l'autre une certaine quantité de choses qui se consomment par l'usage, à la charge par cette dernière de lui en rendre autant de même espèce et qualité* ». La jurisprudence a eu l'occasion de rappeler que le prêt, s'il n'est pas consenti par un établissement de crédit, est un contrat réel⁶ se formant par la remise de la chose. Au-delà, le régime du prêt de titres financiers est bien plus drastique que celui du contrat de garantie financière. Les parties au contrat de prêt de titres financiers sont

¹ Art. L. 211-20-I du C. mon. fin.

² Art. D. 211-10 du C. mon. fin.

³ Art. L. 211-20-V du C. mon. fin.

⁴ Art. D. 211-11 du C. mon. fin.

⁵ Art. L. 211-22-3 du C. mon. fin.

⁶ Civ. 1ère, 7 mars 2006, *Bull. civ. I*, n° 138 ; *D.*, 2007, Pan., p. 759, obs. D.R. MARTIN ; *JCP*, 2006, II. 10109, note S. PIEDELIEVRE ; *CCC*, 2006, n° 128, note L. LEVENEUR ; *RLDC* 2006/33, n° 2292, note M.-P. VIRET ; *RDC*, 2006, p. 778, obs. P. PUIG

strictement déterminées : les titres doivent être empruntés par une personne morale soumise au régime réel d'imposition ou d'une société ou institution non résidente ayant un statut comparable¹. La rémunération du prêt de titre est réglementée fiscalement². À l'échéance, les titres doivent être restitués.

Le contrat de garantie financière face à la pension. La formation ou la réalisation de la pension³, tout comme le prêt de titres financiers, n'est pas beaucoup plus rigoureuse que le contrat de garantie financière. La pension est réalisée par la cession en pleine propriété. Les modalités de l'opposabilité de la pension aux tiers sont déterminées par décret⁴. Les parties à la pension sont strictement déterminées⁵. Finalement, la déconvenue de la rigueur s'envisage à travers le régime tout entier de la pension. Une autre question doit être posée : le régime des garanties offertes par le Code civil est-il plus contraignant que celui du contrat de garantie financière ?

Est-ce véritablement plus contraignant par rapport aux contrats et garanties issus du Code civil ? Pour répondre à cette question, il convient de confronter le contrat de garantie financière à la fiducie-sûreté de droit commun, à la vente à réméré et au portage.

Le contrat de garantie financière face à la fiducie-sûreté de droit commun. L'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier consacre la cession fiduciaire dès lors que les parties au contrat de garantie financière peuvent prévoir des remises en pleine propriété d'instruments financiers, effets, créances, contrats ou sommes d'argent. Ce type de contrat de garantie financière est une garantie fiduciaire. Dans ce cas, l'écrit n'est pas exigé à titre de validité du contrat⁶. La fiducie de droit commun est, quant à elle, visée par l'article 2011 du Code civil, qui la définit comme « *l'opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, ou un ensemble de biens, de droits ou de sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs*

¹ Art. L. 211-22-4 du C. mon. fin.

² Art. L. 211-22-23 du C. mon. fin. et art. 38 bis-I-2 du CGI

³ Art. L. 211-27 du C. mon. fin.

⁴ Art. D. 211-15 du C. mon. fin.

⁵ Art. L. 211-27 du C. mon. fin.

⁶ Art. 3 de la directive 2002/47/CE ; art. L. 211-38-I du C. mon. fin.

bénéficiaires. ». La confrontation entre la fiducie issue du dispositif *Collateral* et celle de droit commun impose de distinguer entre la formation du contrat et son exécution.

➤ Au stade de la formation du contrat. Le consensualisme justifié par la qualité des parties au contrat de garantie financière¹ s'oppose au formalisme de la fiducie-sûreté de droit commun qui exige à titre de validité un écrit et l'enregistrement de l'acte². La fiducie-sûreté de droit commun est expresse³. Plus que l'écrit lui-même, la loi détermine, à peine de nullité, le contenu du contrat de fiducie⁴. Plus que de formalisme, des formalités sont exigées pour la fiducie de droit commun. En effet, le contrat doit être enregistré dans un délai d'un mois au service des impôts du siège du fiduciaire, à peine de nullité⁵. De plus, les formalités d'enregistrement doivent être accomplies lors de la formation du contrat et à l'occasion de son exécution : un acte écrit et enregistré dans les mêmes conditions est exigé lors de la transmission des droits résultant du contrat⁶.

➤ Au stade de l'exécution du contrat. La question est aussi de savoir si le rôle de l'écrit est identique au stade de l'exécution du contrat, qu'il s'agisse du contrat de garantie financière ou de la fiducie-sûreté de droit commun. Au stade de l'exécution, l'écrit relatif à un contrat de garantie financière avec transfert de propriété joue un rôle quant aux modalités d'exécution, car la directive *Collateral* prévoit que ce contrat produit ses effets « *selon les modalités qu'il prévoit* »⁷. L'écrit précise les modalités d'évaluation⁸. Une plus large place est laissée à la volonté des parties. Le rapprochement s'arrête là dans la mesure où les autres mentions obligatoires ne concernent exclusivement que la fiducie-sûreté de droit commun⁹.

¹ Art. 3.1 de la directive *Collateral* et art. L. 211-38-II-1° du C. mon. fin.

² L. AYNÈS L. et P. CROCQ, *Les sûretés La publicité foncière*, 8^{ème} éd., LGDJ, Lextenso éditions, coll. Droit civil, 2014, n° 757, p. 351 : « [...] *selon l'art. 2018 du C. civ., la validité de la constitution de la fiducie soit soumise à la rédaction d'un écrit enregistré dans un délai d'un mois, selon l'art. 2019, al. 1, du C. civ. [...]* » ; D. LEGEAIS, *Sûretés et garanties du crédit*, 9^{ème} éd., LGDJ, coll. Manuel, 2013, n° 767, p. 535 et 536 : « *La fiducie est toujours un acte solennel. L'écrit est une condition de validité et doit contenir certaines mentions. Exceptionnellement, le recours à l'acte authentique est exigé.* » et n° 768, p. 536 : « *A peine de nullité, le contrat de fiducie et ses avenants sont enregistrés dans un délai d'un mois à compter de leur date au service des impôts du siège du fiduciaire ou au service des impôts des non-résidents si le fiduciaire n'est pas domicilié en France.* »

³ Art. 2012 al. 1^{er} du C. civ.

⁴ Art. 2018 du C. civ.

⁵ Art. 2019 du C. civ.

⁶ Art. 2019 al. 3 du C. civ.

⁷ Art. 6.1 de la directive *Collateral*

⁸ Art. L. 211-38-II-3° du C. mon. fin.

⁹ Art. 2017 al. 3 du C. civ.

Le contrat de garantie financière face à la vente à réméré. La vente à réméré est visée par les articles 1659 et suivants du Code civil. Il s'agit d'un « *pacte par lequel le vendeur se réserve de reprendre la chose vendue, moyennant la restitution du prix principal et le remboursement [...]»¹ des frais et du coût de la vente². Il s'agit là d'un mécanisme qui permet de réaliser des transferts temporaires de titres³. C'est un contrat réel et qui oblige celui qui en est gratifié à restitution.*

Le contrat de garantie financière face au portage. Le portage est une inconnue du Code monétaire et financier et du Code civil. Il peut volontiers être défini comme « *la convention par laquelle une partie, le porteur, souscrit ou acquiert des titres pour le compte d'un tiers, le donneur d'ordre, à charge pour celui-ci de racheter ou de faire racheter ces titres au terme d'une période déterminée et à un prix convenu à l'avance.* »⁴. La doctrine a pu contester le portage aux fins de sûretés⁵.

202. **L'encadrement opportun et nécessaire des garanties *sui generis*.** Il convient de se réjouir, car le dispositif *Collateral* peut s'appliquer à des figures contractuelles innommées aux fins de garantie. Bon nombre de montages ne pouvaient auparavant prétendre au bénéfice de ce régime de faveur, à l'instar du gel des garanties ; il s'agissait pour l'essentiel des pratiques du *Buy and Sell back*, du gage-espèces, de la vente à réméré ou encore de la vente avec clause résolutoire⁶.

203. **Synthèse.** Finalement, à la lecture de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier, l'allègement des formalités ne concerne pas uniquement le contrat de garantie financière entre entités réglementées ramenant l'obligation financière couverte au seul dérivé⁷, mais concerne tout contrat de garantie financière conclu en raison de l'existence

¹ Art. 1659 du C. civ.

² Art. 1673 du C. civ.

³ F.-X. LUCAS, *op. cit.*, n° 42 et suiv., p. 24 et suiv. ; J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 284, p. 152 et 153

⁴ J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 286, p. 154

⁵ D. SCHMIDT, « Les opérations de portage de titres de sociétés », in *Les opérations fiduciaires*, Colloque de Luxembourg des 20 et 21 septembre 1984, Feduci-LGDJ, 1985, p. 41

⁶ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, spéc. p. 54

⁷ *Contra* A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 375, p. 230 : « *D'autre part, l'ordonnance du 24 février 2005, suivant en cela une faculté de dérogation (Opt-out) ouverte par la directive, ne concerne que les garanties prises en exécution de dérivés entre deux « personnes réglementées », c'est-à-dire entre deux personnes sujettes à une réglementation prudentielle* » et n° 376, p. 230 : « *C'est donc exclusivement lorsque ces sûretés sont constituées en garantie de dérivés conclus entre deux personnes réglementées que leur formalisme est réduit à la portion congrue [...]* ».

d'une obligation financière entre deux entités réglementées¹. Il convient désormais d'envisager la seconde particularité liée à la nature du contrat de garantie financière.

§2. Les particularités liées au contrat de garantie financière

204. **Plan.** La directive prend le soin de distinguer entre le contrat de garantie financière avec transfert de propriété et le contrat de garantie financière avec constitution de sûreté. Cette distinction a été critiquée, car d'illustres auteurs ont démontré que le transfert de propriété à titre de garantie constituait une sûreté² et, surtout que la fiducie est désormais une sûreté. Mais le dispositif *Collateral* reprend cette distinction et différencie le contrat de garantie financière avec constitution de sûreté (A) du contrat de garantie financière avec transfert de propriété (B).

A. La garantie financière avec constitution d'une sûreté

205. **Plan.** Pour faire d'une sûreté non translative une propriété-garantie, le législateur européen a envisagé une sûreté avec la possibilité de stipuler un droit de réutilisation des actifs remis en garantie en faveur du bénéficiaire (1), charge à lui de les restituer (2).

1. La faculté de réutilisation

206. **La faculté de réutilisation.** La faculté de réutilisation est une innovation de la directive *Collateral*³. L'article L. 211-38-III alinéa 1, consacrant une pratique

¹ A. LIENHARD, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, p. 634 : « Le II prévoit, pour les garanties constituées entre des parties publiques ou régulées, un dispositif totalement dérogatoire au droit commun, réduisant un maximum les formalités de constitution, ne prévoyant pas d'autre formalité que la possibilité d'une attestation par écrit qui pourra être faite dans un format électronique et exonérant leur formation de tout formalisme. » ; Th. BONNEAU, « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 », *Droit des sociétés*, n° 6, 2005, comm. 120 : « Le II prévoit un formalisme de constitution et de réalisation des garanties très allégé : la constitution et la réalisation ne sont subordonnées à aucune formalité [...]. Mais ce régime, « totalement dérogatoire du droit commun » (Rapport au Président de la République), ne s'applique pas à toutes les garanties : s'il s'applique aux garanties des obligations financières résultant des contrats visés aux 2° et 3° de l'art. L. 431-7, I, il ne concerne pas celles résultant des opérations sur instruments financiers visés au 1° du texte. »

² P. CROCQ, *Propriété et garantie*, Thèse Paris II, 1992, Préf. M. Gobert, LGDJ, Biblio. Droit privé, t. 248, 1995

³ Art. 2.1.m) de la directive Collateral ; H. de VAUPLANE, « Réforme du netting », *Revue Banque*, n° 668, 2005, p. 87 ; J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 30

anglo-américaine¹, dispose que « l'acte prévoyant la constitution de sûretés mentionnées au I peut définir les conditions dans lesquelles le bénéficiaire de ces sûretés peut utiliser ou aliéner les biens ou droit en cause, à charge pour lui de restituer au constituant des biens équivalents. [...] ». La faculté de réutilisation² a pu être qualifiée de « faculté inédite en matière de sûreté réelle », d'« innovation majeure »³ ou de « touche finale à l'édifice »⁴ permettant un rapprochement entre les garanties translatives et les garanties non translatives de propriété⁵. En effet, lorsqu'il était auparavant question du gage, aujourd'hui du nantissement, le créancier gagiste avait la garde de la chose gagée, mais non la propriété ; il ne pouvait ni en disposer ni l'utiliser. Le créancier gagiste devait conserver la chose remise en gage, sans pouvoir ni en user ni en jouir. Le droit de propriété de la chose était conservé par le constituant. Lors de la transposition de la directive *Collateral*, ni la réforme du droit des sûretés, ni l'introduction de la fiducie n'étaient intervenues ; ceci poussait la doctrine à dire, avant 2006, qu'un gage muni d'une clause de réutilisation était à mi-chemin entre « le gage traditionnel et la propriété-garantie »⁶. Ainsi, le créancier gagiste disposait de la faculté d'utiliser ou d'aliéner les biens remis en garantie, charge à lui de les restituer de manière équivalente. Aujourd'hui, le bénéficiaire peut en disposer, c'est-à-dire aliéner ou remettre en garantie les actifs remis à titre de garantie de l'exécution des obligations financières. Le principe étant acquis, la question est désormais celle l'étendue de cette faculté.

207. **Étendue de la faculté de réutilisation.** Si et seulement si la réutilisation est stipulée⁷, cela permet au bénéficiaire non propriétaire des actifs remis en garantie de pouvoir en

¹ B. GELPI, « Le droit de réutilisation », *RDBF*, n° 1, janv. 2007, dossier 3 : « Ce droit se trouve consacré dans la directive *Collateral*, mais c'est à l'origine un concept anglo-saxon et plus particulièrement un concept de droit américain. Il y est effectivement fait référence dans le paragraphe 6 : Holding and Using Posted Collateral (détention et utilisation des garanties) du Credit Support Annex (CSA) (annexe de remise en garantie de la Convention-Cadre) de droit de New York de l'ISDA »

² J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 30 : « Si l'acte de constitution le prévoit, le bénéficiaire de la sûreté – c'est-à-dire le créancier de l'obligation ou le prestataire chargé d'en surveiller l'exécution dans le cadre l'organisation de marché – pourra utiliser ou aliéner les biens ou droits donnés en garantie, règle très nouvelle en droit français issue du droit anglais. » ; B. GELPI, « Le droit de réutilisation », *op. cit.*, p. 8 : « Ce droit de réutilisation n'a de pertinence et ne trouve à s'appliquer qu'aux sûretés n'opérant pas transfert de propriété, le donneur de garantie conservant la propriété des titres qu'il donnait en nantissement, les instruments financiers ne pouvaient avant la réforme être cédés ou utilisés par le bénéficiaire, à la différence du propriétaire qui a le droit d'utiliser les biens. »

³ B. GELPI, « Le droit de réutilisation », *op. cit.* et *loc. cit.*

⁴ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, spéc. p. 55

⁵ *Ibid.*, spéc. p. 55 : « Cette disposition permet, pour le bénéficiaire d'une garantie transmise à titre de sûreté, de bénéficier des mêmes effets que si elles lui avaient été remises dans le cadre d'une garantie translative de propriété. »

⁶ S. PRAICHEUX, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, p. 57

⁷ M. CABRILLAC, Ch. MOULY, Ph. PETEL et S. CABRILLAC, *Droit des sûretés*, *op. cit.*, n° 680 :

disposer. Concrètement, ce dernier peut « *les nantir à son profit ou en disposer dans le cadre de tout autre contrat (prêt de titres, pension, transfert à titre de garantie en pleine propriété, etc.)* »¹. On retrouve ainsi les notions civilistes connues d'*usus* et d'*abusus* par comparaison avec le paragraphe 6 (c) (ii) (*Holding and Using Posted Collateral*, c'est-à-dire détention et utilisation des garanties) du *Credit Support Annex* (annexe de remise en garantie de la Convention-Cadre) de droit de New York de l'ISDA² qui stipule que « *le bénéficiaire peut fusionner, nantir, réhypothéquer, céder, investir, utiliser, fusionner ou de toute autre manière disposer (dispose of) ou utiliser (use) les garanties* »³. Si l'utilisation fait directement référence au pouvoir d'user de la chose, l'aliénation, quant à elle, implique le pouvoir de disposer de la chose. Au-delà, le particularisme de l'obligation financière couverte peut conduire, en raison des variations de cours, à intervertir les rôles des preneur et constituant : « [...] *on sait que, dans les dérivés, le risque de contrepartie peut passer d'une tête sur une autre pendant le cours du contrat.* »⁴. Cela signifie concrètement que les parties peuvent prévoir que la garantie sera affectée alternativement à chacune des parties en fonction de la variation de cours⁵. C'est en quelque sorte la possibilité de stipuler une faculté de réutilisation bilatérale qui se justifie par le risque inhérent au temps au cours duquel les rapports débiteur et créancier peuvent s'inverser. Reste à déterminer la nature de ce droit de réutilisation.

208. **Nature du droit de réutilisation.** Lorsqu'il s'agit de qualifier le droit de réutilisation et de déterminer sa nature, la doctrine a pu envisager un certain rapprochement avec l'usufruit. Si la qualification peut apparaître tentante, les objectifs poursuivis respectivement sont bien distincts et le caractère translatif les oppose. La réutilisation, « c'est faire comme le propriétaire sans être le propriétaire ». Autrement dit, il s'agit de l'expression de la volonté de

« *L'interdiction de la réutilisation de la chose gagée est conçue dans le seul intérêt du constituant, elle n'est pas d'ordre public et convention des parties peut y déroger.* » ; également en ce sens : Ph. SIMLER et Ph. DELEBECQUE, *Les sûretés. La Publicité foncière*, 6^{ème} éd., Dalloz, coll. Précis, 2012, n° 606

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.* et *loc. cit.* ; B. GELPI, « Le droit de réutilisation », *op. cit.* et *loc. cit.* : « *L'une des conséquences est que le bénéficiaire peut lui-même, comme s'il était le véritable propriétaire, conclure un contrat de réutilisation avec une tierce partie. Il peut ainsi nantir à nouveau les biens qui constituent la garantie, les affecter en sûretés, conclure des pensions livrées (repos) pour autant que les droits du fournisseur de la garantie soient intégralement respectés, c'est-à-dire que la restitution d'un équivalent soit assurée.* »

² B. GELPI, « Le droit de réutilisation », *op. cit.* et *loc. cit.*

³ *Ibid.*

⁴ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 379, p. 184

⁵ *Ibid.*, n° 379, p. 184 : « *En conséquence, les garanties prises en exécution des dérivés peuvent prévoir que les biens reçus en garantie seront affectés alternativement à la satisfaction d'une partie puis de l'autre : le preneur pourra devenir constituant et, inversement, le constituant pourra devenir preneur.* » ; en ce sens également M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 37

stipuler une clause permettant d'attribuer à une sûreté non translatrice de propriété les attributs d'une sûreté translatrice de propriété.

Réutilisation et quasi-usufruit : une qualification tentante. Le quasi-usufruit est visé par l'article 587 du Code civil qui dispose « *si l'usufruit comprend des choses dont on ne peut faire usage sans les consommer, comme l'argent, les grains, les liqueurs, l'usufruitier a le droit de s'en servir, mais à charge de les 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.* ». La tentation de rapprocher la faculté de réutilisation stipulée dans un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté¹ et l'usage des choses consommables dans le cadre du quasi-usufruit est immédiatement perceptible². Cette idée a d'ailleurs été défendue par certains : « *l'usufruit, spécialement l'usufruit d'universalité, paraît [...], tant en raison de convergences de forme que de fond, devoir être le modèle qui permettra de combler les lacunes légales de l'article [L. 211-38-III], dans la mesure où la sûreté assortie d'un droit de re-use consiste en un gage et porte sur une universalité* »³. La faculté de réutilisation au sein du contrat de garantie avec constitution de sûreté face au quasi-usufruit trouve effectivement un point d'ancrage dans la volonté des parties et, au-delà, dans le fait que chacun des deux régimes envisage le sort des fruits. Présentons chacune de ces deux raisons.

La première raison d'une qualification tentante : l'œuvre de la volonté des parties. D'une part, effectivement, la volonté des parties est déterminante tant pour l'un que pour l'autre : il appartient aux parties de décider de stipuler ou non une faculté de *re-use* au sein du contrat de garantie financière, tout comme elles ont toute latitude pour prévoir de grever des biens non consommables par le premier usage dans le cadre du quasi-usufruit⁴.

¹ Art. L. 211-38-III du C. mon. fin.

² Art. 587 du C. civ.

³ R. PAROLAI, Ph. STOEFFEL-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-propiété ? », *Banque & Droit*, n° 104, nov.-déc. 2005, p. 3 ; B. GELPI, « Le droit de réutilisation », *op. cit. et loc. cit.* ; A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 382, p. 186 : « *Non moins vrai, certaines objections que l'on voudrait éventuellement opposer au rapprochement des deux institutions ne sont probablement pas décisives.* »

⁴ A. CHAMOULAUD-TRAPIERS, V° « usufruit », *Rép. Civ. Dalloz*, sept. 2012, spéc. n° 293 : « *Le quasi-usufruit, hérité du droit romain, est envisagé à l'art. 587 du Code civil aux termes duquel : « Si l'usufruit comprend des choses dont on ne peut faire usage sans les consommer, comme l'argent, les grains, les liqueurs, 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 ». Le quasi-usufruit résultant de ce texte est parfois dénommé « quasi-usufruit par nature » puisqu'il résulte de la nature des biens grevés, à savoir des biens*

La seconde raison : le sort des fruits. D'autre part, l'article L. 211-38-III du Code monétaire et financier ne traite pas du sort des fruits. Il convient de se retourner vers le nantissement de comptes-titres. L'article L. 211-20-I du Code monétaire et financier le prévoit expressément : « [...] leurs fruits et produits en toute monnaie, sont compris dans l'assiette du nantissement ». Même si tout cela plaide en faveur du rapprochement de la faculté de réutilisation et du quasi-usufruit¹, bon nombre d'arguments ne permettent pas de qualifier le premier au moyen du second.

Réutilisation et quasi-usufruit : une qualification rejetée. La qualification de la faculté de réutilisation en quasi-usufruit doit être rejetée pour deux raisons : d'une part, le compte-titres ne peut pas être qualifié d'universalité et, d'autre part, le bénéficiaire du droit de réutilisation n'est jamais propriétaire/titulaire des actifs remis en garantie². Envisageons chacune de ces deux raisons.

Première raison : le compte-titres n'est pas une universalité. D'abord, les auteurs ayant pris position en faveur du rapprochement entre la faculté de réutilisation et le quasi-usufruit considèrent que chacun de leur objet est une universalité de fait³. Ceci revient à assimiler le compte-titres à une universalité de fait⁴ au point que le contenant subjugerait le

consomptibles. S'agissant de biens qui disparaissent par le premier usage qui en est fait, autrement dit de biens pour lesquels l'usus se confond avec l'abusus, il a été nécessaire d'adapter les prérogatives de l'usufruitier. Ne pas autoriser l'usufruitier à en faire usage, donc à en disposer, l'aurait purement et simplement privé de l'exercice de son usufruit. » ; H., L., J. MAZEAUD et F. CHABAS, *Leçons de droit civil, Biens droit de propriété et ses démembrements*, t. 2, vol. 2, 8^{ème} éd. par F. Chabas, Montchrestien, coll. Leçons de droit civil, 1994, n° 1652, p. 384 et 385 ; F. TERRE et Ph. SIMLER, *Les biens*, 9^{ème} éd., Dalloz, coll. Précis, 2014, n° 792, p. 699 ; Ch. LARROUMET, *Les biens, droits réels principaux*, t. 2, 5^{ème} éd. Economica, coll. Droit civil, 2006, n° 465, p. 264 ; Ph. MALAURIE et L. AYNÈS, *Les biens*, 5^{ème} éd., LGDJ, Lextenso édition, coll. Droit civil, 2013, n° 813, p. 261

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 382, p. 187 : « En définitive, la situation du créancier nanti sur un compte de titres financiers titulaires d'un droit d'utilisation se rapproche sensiblement de celle de l'usufruitier. »

² *Ibid.*, n° 383, p. 187 et 188

³ R. PAROLAI, p. STOEFFEL-MUNCK et F. ARMAND, « Les sûretés en matière financière projetées dans une ère nouvelle par a directive *Collateral*, l'introduction du droit d'utilisation : le re-use à la française, une quasi-propriété ? », *op. cit. et loc. cit.*

⁴ D.R. MARTIN, « Du portefeuille de valeurs mobilières considéré comme une universalité de fait », *La vie judiciaire*, 10 févr. 1992, p. 3 ; R. LIBCHABER, « Le portefeuille de valeurs mobilières : bien unique ou pluralité de biens », *Deffrénois* 1997, p. 65 ; En ce sens : Civ. 1^{ère}, 2 juin 1993, n° 91-16370, *Bull. civ. I*, n° 204, p. 142 ; *Deffrénois*, 1993, n° 21, p. 1274, note P. BUFFETEAU, *D.*, 1993, p. 613, note D. R. MARTIN ; adde, affirmant qu'un portefeuille de valeurs mobilières est une universalité ; Civ. 1^{ère}, 12 novembre 1998, n° 96-18041, *Bull. civ. I*, 1998, n° 315, p. 217 ; GAJC, 12^{ème} éd., n° 71 ; *D.*, 1999, p. 167, note L. AYNÈS et 1999, p. 633, note D. FIORINA, *JCP* 1999. II. 10027, note S. PIEDELIEVRE, *JCP N*, 1999, p. 351, note H. HOVASSE ; *RTD civ.*, 1999, p. 422, obs. F. ZENATI et p. 674, note L. PATARIN.

La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financière (loi MAF Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996) a remplacé le nantissement de valeurs mobilières individualisées par un nantissement de compte d'instruments financiers, ce en quoi il était possible de dire que le nantissement avait pour objet une universalité de fait. Si le

contenu. Mais, pour qu'une universalité de fait puisse caractériser le nantissement de compte-titres, il faut qu'il participe plus globalement à une stratégie patrimoniale¹.

Seconde raison : le bénéficiaire réutilisateur n'est pas le propriétaire des actifs.

Ensuite, le rapprochement entre le quasi-usufruit et la faculté de réutilisation doit être écarté dès lors que le premier emporte transfert de propriété contrairement à la seconde. Si le quasi-usufruit emporte un transfert de propriété², tel n'est pas le cas du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté. C'est d'ailleurs tout l'intérêt de cette faculté de réutilisation : faire comme un propriétaire sans ne jamais l'être.

La faculté de réutilisation : les attributs de la propriété sans être propriétaire.

La faculté de réutilisation permet à son titulaire d'aliéner des actifs remis en garantie sans en être le propriétaire. Si le preneur de garantie exerce son droit de réutilisation, l'actif ne transite pas par son patrimoine, mais par celui du constituant vers celui de l'acquéreur³. Si l'actif

nantissement avait pour objet une universalité de fait, la variation de l'assiette n'était pas susceptible de porter atteinte aux droits du créancier nanti car la subrogation réelle opérait au sein d'une universalité (*in judiciis universalibus pretium succedit loco rei*). Ainsi, les nouveaux actifs entrants dans l'assiette intégraient cette universalité et permettaient de sauvegarder les droits du créancier nanti. Mais cette loi présentait certaines lacunes et imperfections : l'ancien art. 431-4-II al. 2 du C. mon. fin. excluait que les instruments financiers nantis soient inscrits dans un compte spécial. De ce fait, le nantissement portait plus sur les instruments financiers nantis que le compte lui-même. D'ailleurs, la Cour de cassation avait pu décider, dans son arrêt Ricard, que les instruments financiers inscrits en compte postérieurement au nantissement ne pouvaient entrer dans l'assiette que si la relation de provenance ne pouvait être contestée (Com., 10 janvier 1995, n° 92-20.214, inédit : « *Vu l'art. 29, al. 3, de la loi du 3 janv. 1983 ; - Attendu qu'aux termes de ce texte, tout titre venant en substitution ou en complément de ceux constitués en gage, par suite d'échanges, de regroupements, de divisions, d'attributions gratuites, de souscriptions en numéraire ou autrement, sont, sauf conventions contraires, compris dans l'assiette du gage. [...]* » ; D., 1995, p. 203, note A. COURET ; JCP, 1995, I, 3851, n° 20, obs. P. DELEBECQUE ; Rev. sociétés, 1995, p. 70, note P. LE CANNU ; RTD com., 1996, p. 73, obs. Y. REINHARD et B. PETIT). Depuis l'ordonnance du 24 février 2005 transposant la directive Collateral, L. 211-20-I C. mon. fin. est sans équivoque : « [...] 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. [...] ».

¹ R. LIBCHABER, « Le portefeuille de valeurs mobilières : bien unique ou pluralité de biens », *op. cit.*, spéc. n° 13, p. 73 : « [...] pour que le portefeuille de valeurs mobilières constitue une universalité, il faut que les éléments qui le composent correspondent à une stratégie patrimoniale bien identifiée, qui se limite aux valeurs mobilières qui y sont contenues. »

² A. CHAMOULAUD-TRAPIERS, V° « usufruit », *Rép. Civ. Dalloz*, sept. 2012 ; Ch. LARROUMET, *op. cit.*, n° 465, p. 264 ; F. TERRE et Ph. SIMLER, *op. cit.*, n° 790, p. 697 ; H., L., J. MAZEAUD et F. CHABAS, *op. cit.*, n° 1652, p. 384 et 385. *Contra* P. SIRINELLI, « Le quasi-usufruit », *LPA*, 21 juillet 1993, p. 30 et 26 juillet 1993, p. 4 ; F. ZENATI, « La nature juridique du quasi-usufruit (ou la métempsycose de la valeur) », in *Mélanges CATALA*, Litec, 2001, p. 605

³ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 384, p. 188 : « En quelque sorte, pour s'en tenir à l'exemple d'une vente des titres nantis, le transfert de propriété des titres financiers surplombe le preneur de la garantie pour mettre directement en relation le patrimoine du constituant du nantissement avec celui de l'acquéreur. Il n'y a donc pas à

remis en garantie par le constituant au preneur n'entre pas dans le patrimoine du preneur, il ne peut lui être reproché d'aliéner la chose d'autrui. Le droit de réutilisation ne heurte donc pas la règle *Nemo plus juris ad alium transferre potest quam ipse habet*. La faculté de réutilisation est un droit conventionnel inhérent à une sûreté réelle non translatrice de propriété. En réalité, la question transcende les obligations financières : cette faculté de réutilisation stipulée dans le cadre du contrat de garantie financière est-elle une véritable innovation ?

209. **Faculté de réutilisation confrontée aux garanties translatives et aux garanties non translatives.** Il convient en effet de scruter les différentes institutions, dispositifs et pratiques de même finalité afin de dégager le particularisme du contrat de garantie financière. Il s'agit alors de confronter le droit de réutilisation stipulé au sein du contrat de garantie financière, d'une part, aux garanties non translatives de propriété et, d'autre part, aux garanties translatives de propriété.

La faculté de réutilisation stipulée au contrat de garantie financière face aux sûretés non translatives de propriété. Pour confronter le contrat de garantie financière au droit commun, il convient de se retourner vers le nantissement. Le Code civil ne prévoit pas de faculté de réutilisation de la créance nantie.

La faculté de réutilisation stipulée au contrat de garantie financière face au nantissement de droit commun. L'article 2355 du Code civil définit le nantissement comme « *l'affectation, en garantie d'une obligation, d'un bien meuble incorporel ou d'un ensemble de biens meubles incorporels, présents ou futurs. [...] Le nantissement conventionnel qui porte sur les créances est régi, à défaut de dispositions spéciales, par le présent chapitre. Celui qui porte sur d'autres meubles incorporels est soumis, à défaut de dispositions spéciales, aux règles prévues pour le gage de meubles corporels* »¹. Le nantissement de créance n'est visé que de manière résiduelle par le Code civil puisque son régime ne

proprement parler de « revente » ou de « réutilisation » des titres financiers nantis, comme pourrait le laisser penser le vocabulaire, mais une première vente ou un premier usage, décidé à l'initiative du preneur, des titres financiers demeurés la propriété du constituant. »

¹ L'ordonnance du 23 mars 2006 opère une distinction terminologie fondamentale sur laquelle il convient de s'entendre. Le gage est défini par l'art. 2333 du Code civil comme « *une convention par laquelle le constituant accorde à un créancier le droit de se faire payer par préférence à ses autres créanciers sur un bien mobilier ou un ensemble de biens mobiliers corporels, présents ou futurs. Les créances garanties peuvent être présentes ou futures ; dans ce dernier cas, elles doivent être déterminables.* ». Ainsi, le gage est strictement réservé à la garantie portant sur un bien meuble corporel et le nantissement à celle portant sur un bien meuble incorporel. Le nantissement de créance n'est visé que de manière résiduelle.

s'applique qu'à défaut de dispositions spéciales¹. En ce qui concerne le nantissement de créance, il donne lieu à un lien de droit entre le bénéficiaire/créancier et le débiteur de la créance nantie. Le créancier nanti ne bénéficie plus du droit de préférence sur le paiement du prix, mais d'une exclusivité. Monsieur le Professeur L. AYNÈS considère qu'il s'agit en réalité d'une fiducie. Mais cette analogie cesse dès lors que l'on considère que le créancier nanti n'est jamais « *propriétaire des sommes recouvrées* », il n'est tout au plus que titulaire d'un droit de rétention. Quoiqu'il en soit, les articles 2355 à 2366 du Code civil ne traitent pas du droit de réutilisation. Il convient désormais de confronter la faculté de réutilisation stipulée au contrat de garantie financière aux garanties connues du Code monétaire et financier. Si la faculté de réutilisation de la créance nantie est écartée dans le cadre du nantissement de droit commun, elle est permise dans le cadre du nantissement de compte-titres.

La faculté de réutilisation : faculté commune au contrat de garantie financière et au nantissement de comptes-titres. Le nantissement de comptes-titres est visé par l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier. L'article L. 211-20-IV du même Code dispose que « *le créancier nanti définit avec le titulaire du compte-titres les conditions dans lesquelles ce dernier peut disposer des titres financiers et des sommes en toute monnaie figurant dans le compte nanti. Le créancier nanti bénéficie en toute hypothèse d'un droit de rétention sur les titres financiers et les sommes en toute monnaie figurant au compte nanti* ». La faculté de réutilisation des actifs remis en garantie est commune au contrat de garantie financière et au nantissement de compte-titres. Par ailleurs, la faculté peut s'exercer sur des actifs remis *ab initio* ou postérieurement à la conclusion du contrat.

¹ Il s'agit des regrets exprimés de la Commission GRIMALDI. Le groupe de travail avait exprimé le souhait de l'harmonisation par l'actualisation du nantissement de meubles incorporels en proposant la réception des nantissements de monnaie scripturale et d'instruments financiers au sein du Code civil : « *Il est proposé de l'actualiser très sensiblement, en envisageant spécialement, en trois sections distinctes, ses trois variétés les plus usuelles : le nantissement de créances, qui serait refondu, le nantissement de monnaie scripturale et le nantissement d'instruments financiers, qui serait reçu dans le Code civil.* » (Groupe de travail relatif à la réforme du droit des sûretés présidé par M. le Professeur M. GRIMALDI, Rapport à monsieur Dominique PERBEN, garde des Sceaux, Ministre de la Justice, www.ladocumentationfrancaise.fr, p. 3 : « *En outre, l'insertion dans le C. civ. de principes directeurs du droit des sûretés se propose de limiter les inconvénients du morcellement de la matière [...].* » ; p. 12 : « *Il est proposé de l'actualiser très sensiblement, en envisageant spécialement, en trois sections distinctes, ses trois variétés les plus usuelles : le nantissement de créances, qui serait refondu (a), le nantissement de monnaie scripturale et le nantissement d'instruments financiers, qui seraient reçus dans le C. civ. (b).* » ; p. 13 : « *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. [...]* »).

➤ Faculté de réutilisation des titres nantis *ab initio*. Comme son nom l'indique, l'assiette du nantissement de compte-titres est constituée de titres. Par conséquent, l'assiette du nantissement de comptes-titres est bien moins large que celle du contrat de garantie financière¹. Le créancier nanti dispose au moins d'un droit de rétention, mais peut également avoir convenu avec le constituant d'une faculté de réutilisation des titres financiers inscrits au compte-titres nanti. Le contrat de garantie financière avec constitution de sûretés présente l'avantage de la souplesse quant à la faculté de réutilisation. Le régime du nantissement de comptes-titres est ainsi aligné sur celui du contrat de garantie financière².

➤ Faculté de réutilisation des titres nantis postérieurement à la conclusion du contrat : les clauses d'arrosage ou apports d'actifs supplémentaires. Antérieurement à la transposition de la directive *Collateral*, des doutes pouvaient persister après la loi MAF au sujet de l'assiette du gage de compte d'instruments financiers³. Les doutes sont balayés depuis la transposition de la directive *Collateral*. En application de l'article L. 211-20-I du Code monétaire et financier⁴, les actifs inscrits postérieurement entrent dans l'assiette du nantissement de compte-titres. Ainsi, le débiteur a la possibilité d'élargir l'assiette du nantissement en ajoutant au compte-titres de nouveaux instruments financiers⁵. L'approche la plus libérale a donc

¹ Art. L. 211-38-I du C. mon. fin.

² M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *op. cit.*, p. 375 : « Le régime du gage de compte d'instrument financier est ainsi aligné sur celui de l'aliénation fiduciaire. Le gage présente désormais la même souplesse que l'aliénation fiduciaire tant pour la constitution que pour la réalisation de ces sûretés, ces deux types de garanties pouvant jouer sans aucune entrave du droit des procédures collectives ; le gage présente même un avantage sur le plan fiscal, lié à l'absence de transfert de propriété des titres, alors que la neutralité fiscale de l'aliénation fiduciaire est soumise à des conditions particulières ».

³ H. LE NABASQUE, J.-M. GAILLARD et M. BAFFREAU, « L'assiette du nantissement de compte d'instruments financiers », *Actes pratiques*, avr. 1998, p. 3 ; D.R. MARTIN, V° « gage d'instruments financiers », *Dict. Joly Sociétés*, § 41 ; J.-J. DAIGRE, « Le domaine matériel de la compensation des dettes et créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers », in *Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p. 271 ; H. SYNVEY, « L'objet du gage de compte d'instruments financiers », in *Droit et actualité, Études offertes à J. Béguin*, Litec, 2005, p. 719

⁴ Art. L. 211-20-I du C. mon. fin.

⁵ La doctrine a discuté le sens de l'emploi du verbe « compléter ». Une première approche, la plus stricte, considère que le nantissement se limite aux titres initialement inscrits en compte, car la nouvelle inscription n'aurait pour seule vocation que de maintenir la valeur initiale de l'assiette. La deuxième approche, bien plus souple, aboutit à l'adhésion de la thèse de l'augmentation de l'assiette du contrat de garantie financière en raison de l'augmentation de l'obligation financière à garantir. Enfin, la dernière approche, la plus libérale, conduit à retenir que « tous les instruments inscrits en compte après la constitution du gage (aujourd'hui le nantissement) seraient réputés y figurer depuis le départ, quelle que soit la cause de la remise ». Voir sur ce point J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 31

emporté la conviction du législateur¹. Envisageons désormais la confrontation de la faculté de réutilisation aux garanties non translatives de propriété.

La faculté de réutilisation stipulée au contrat de garantie financière face aux garanties translatives de propriété. Dans le cas d'un contrat translatif, la question de la réutilisation des actifs n'est pas une vraie question. En réalité, la qualité de propriétaire élude tout intérêt de s'interroger sur une éventuelle réutilisation : le propriétaire dispose de l'exercice de tous les attributs de la propriété. En revanche, le domaine et l'étendue de ce droit suscitent des débats. Il convient alors de confronter la faculté de réutilisation stipulée au contrat de garantie financière aux garanties translatives issues du Code civil et celles issues du Code monétaire et financier.

Les contrats translatifs au sein du Code monétaire et financier. En ce qui concerne les contrats translatifs au sein du Code monétaire et financier, nous choisissons de comparer la faculté de réutilisation stipulée au contrat de garantie financière au prêt de titres et à la pension parce que chacun d'eux est un contrat translatif de propriété. Le prêt de titres et la pension emportant le transfert de propriété, la réutilisation va de soi : il s'agit de l'usage du droit de disposer de la chose du propriétaire. La distinction entre le contrat de garantie financière et ces deux autres contrats translatifs est relative à leur domaine respectif : le domaine du prêt de titres et de la pension se limite aux titres. Trois remarques peuvent être formulées à l'égard de la comparaison du régime de prêt de titres financiers et du contrat de garantie financière avec constitution de sûretés.

➤ Première remarque. La pension et le prêt de titres² ont une fonction de garantie, tout comme le contrat de garantie financière. Le contrat de garantie financière peut être envisagé

¹ En ce sens, dès 2005 : A. LIENHARD, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (Ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, p. 634 : « D'une part, le texte affirme expressément que bénéficient du régime du gage, non seulement les titres initialement inscrits dans le compte gagé, mais également ceux qui y ont été inscrits postérieurement, en garantie de la créance initiale. Ce qui devrait dissiper tout doute sur ce point » ; H. LE NABASQUE, J.-M. GAILLARD ET M. BAFFREAU, « L'assiette du nantissement de compte d'instruments financiers », *op. cit. et loc. cit.*

² A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L. COQUELET, Th. GRANIER, D. PORRACHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *Droit financier*, 2^{ème} éd., Dalloz, Coll. Précis, 2012, n° 1162, p. 702 : « Un autre rôle, peu conforme aux objectifs naturels de l'opération, a été confié au prêt de titres. L'hypothèse est celle où l'opération principale réside dans un financement : l'emprunteur des titres consent au prêteur une avance de fonds. Le prêt de titres joue alors un rôle de garantie. »

comme une garantie de l'opération de prêt de titres¹ ou de pension qui viendrait garantir une autre opération. Dans ce cas, le contrat de garantie financière serait alors une contre-garantie.

➤ Deuxième remarque. L'assiette du contrat de garantie financière est bien plus large que celle de la chose prêtée dans le cadre du prêt de titres ou de la pension qui ne peut être que des instruments financiers ou espèces.

➤ Troisième remarque. La faculté de réutilisation est en réalité l'exercice de tous les attributs du propriétaire : l'emprunteur de titres ou le cessionnaire dans le cadre de la pension ne fait pas comme le propriétaire, il est propriétaire.

Les contrats translatifs au sein du Code civil. Il s'agit d'envisager, d'une part, la vente à réméré et le portage et, d'autre part, le quasi-usufruit. D'une part, s'agissant de la vente à réméré ou du portage, leur effet translatif de propriété évince la question de la réutilisation puisqu'ils sont propriétaires des actifs. D'autre part, s'agissant du quasi-usufruit, l'usufruitier a le droit de se servir de la chose à charge pour lui de la restituer. Mais le rapprochement s'arrête là dès lors que la jurisprudence refuse la qualité de biens consommables au premier usage aux instruments financiers², encore que cet argument puisse être combattu. La nature même des choses consommables ne permet pas l'existence d'un véritable usufruit. Si l'usufruitier usait de la chose consommable par son premier usage, il contreviendrait alors à son interdiction de disposer de la chose. Mais il n'est guère d'autre issue pour l'usage des choses consommables que d'en disposer. Finalement la question est de savoir si la véritable faculté de réutilisation ne se limite pas, en réalité, au créancier nanti dans le cadre du contrat de garantie financière.

210. La faculté de « re-use » spécialement réservée au créancier nanti dans le cadre d'un contrat de garantie financière ? Finalement, la question est de savoir si cette faculté de réutilisation ne se limite pas en réalité au créancier nanti, puisque dans les autres cas de figure, le caractère translatif du contrat évince la question de la réutilisation. Il convient, d'une part, de répondre à cette question dans le cadre du dispositif *Collateral* et, d'autre part,

¹ *Ibid.*, n° 1160, p. 702 : « L'exécution de cette obligation [l'obligation de restitution des titres prêtés] pesant sur l'emprunteur pourra, sous certaines conditions, être garantie par les mécanismes spéciaux prévus aux art. L. 431-7 et suivants du C. mon. fin. [devenus aujourd'hui les art. L. 211-36 et suivants du même Code]. »

² Civ. 1^{ère}, 12 nov. 1998, arrêt préc.

d'envisager au travers de cette réponse les apports du dispositif *Collateral* à la théorie générale des garanties.

L'intérêt réservé au créancier nanti de la faculté de réutilisation des actifs remis en garantie en dehors du contrat de garantie financière. Qu'il s'agisse du nantissement de droit commun ou du nantissement de compte-titres, le créancier nanti n'est pas en principe bénéficiaire du droit de disposer de la créance nantie¹. Néanmoins, il convient de réserver le cas de la liberté contractuelle existante entre le créancier nanti et le titulaire du compte-titres qui sont libres de déterminer les conditions dans lesquelles le créancier nanti peut disposer des titres financiers et des sommes inscrits au compte ; cela peut notamment consister en l'insertion d'une clause accordant au créancier nanti le droit de disposer des sommes ou titres inscrits en compte. C'est l'option retenue par l'article L. 211-38-III du Code monétaire et financier. Ainsi, créancier nanti et bénéficiaire d'un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté peuvent, au profit du créancier nanti, prévoir contractuellement la faculté de ce dernier à réutiliser les actifs remis en garantie ou nantis : il peut dans ce cas aliéner les biens ou droits, les nantir ou en disposer (prêt de titres, pension, transfert à titre de garantie). La question est alors de savoir s'il est souhaitable que cette faculté réservée au créancier nanti dans le cadre du contrat de garantie financière soit transposée en droit commun.

L'extension de la faculté de réutilisation du créancier nanti dans le cadre d'un contrat de garantie financière au droit commun. Une thèse récente a envisagé la question sous l'angle de la dissociation du pouvoir de disposer et du transfert de propriété s'agissant de la comparaison entre le nantissement de créance et la cession fiduciaire innommée. La question est la suivante : comment permettre au créancier nanti de disposer de la créance remise en garantie ? La première idée consiste à dire que seul le transfert de propriété de la créance permettrait au bénéficiaire de la garantie d'en disposer. Ensuite, l'éventuelle réutilisation de la créance nantie est possible selon l'article L. 211-38-III du Code monétaire

¹ M. JULIENNE, *Le nantissement de créance*, Thèse Paris I, 2011, Préf. L. AYNÈS, Economica, Coll. Recherches Juridiques, t. 31, 2012, n° 361, p. 259 : « *Ce texte [L. 211-38-III du C. mon. fin.] est remarquable, parce qu'il permet au titulaire d'une sûreté non translatrice de propriété de disposer d'un bien qui appartient toujours au débiteur mais qui lui a été remis en garantie. Cette prérogative, qualifiée de « re-use » en anglais, est habituellement désignée par l'expression « droit de réutilisation » en français. Elle est distincte de la propriété : le nantissement consenti dans le cadre de l'art. L. 211-38 n'est pas une cession, la créance ne pénètre jamais dans le patrimoine du créancier bénéficiaire, et s'il venait à la céder à un tiers, celui serait l'ayant cause du constituant.* »

et financier : bien que ce contrat de garantie financière n'opère qu'une remise de l'actif, il consacre néanmoins une faculté de réutilisation au créancier nanti ouvrant la voie à la réflexion. Selon Monsieur le Professeur M. JULIENNE, il serait préférable de permettre la réutilisation des actifs nantis, non en raison d'une cession fiduciaire, mais en raison de l'octroi d'un pouvoir de disposition sans transfert de propriété¹. Cette extension présente d'abord un intérêt pratique indéniable tant pour le constituant constituant que pour le créancier. Ensuite, la voie de l'extension de l'article L. 211-38-III du Code monétaire et financier est préférable à la consécration d'une cession fiduciaire innommée.

L'intérêt pratique de l'extension de l'article L. 211-38-III du Code monétaire et financier au droit commun. L'extension du droit réutilisation de la créance nantie en droit commun présenterait un intérêt tant pour le constituant, que pour le créancier. En effet, la reconnaissance d'un droit de réutilisation de la créance nantie permettrait de se prémunir soit de la défaillance, soit de la dévaluation d'une valeur. Premièrement, la reconnaissance d'un droit de réutilisation de la créance nantie permet de se prémunir de la défaillance du débiteur de la créance nantie. Deuxièmement, la reconnaissance d'un droit de réutilisation de la créance nantie permettrait de se prémunir contre la détérioration de sa valeur. L'intérêt de l'extension de l'article L. 211-38-III du Code monétaire et financier au droit commun est démontré ; cela étant pourquoi préférer cette extension plutôt que permettre cette réutilisation en raison d'une cession fiduciaire ?

Les justifications de l'extension de l'article L. 211-38-III du Code monétaire et financier plutôt que la consécration d'une cession fiduciaire innommée. Il y a quatre justifications à la préférence donnée à l'octroi d'une faculté de réutilisation des actifs nantis, plutôt qu'à la consécration d'une cession fiduciaire innommée en droit commun.

➤ Première justification : la réutilisation est l'œuvre de la volonté des parties. L'octroi de la faculté de réutilisation de la créance nantie est un choix fait par les parties : le constituant peut ou non, lors de la conclusion du nantissement, concéder au bénéficiaire le bénéfice de

¹ M. JULIENNE, *op. cit.*, n° 361, p. 259 : « Pourtant, à supposer même que le législateur choisisse d'ouvrir une telle possibilité sous l'empire du droit commun, il serait préférable de ne pas la faire reposer sur la technique fiduciaire, et l'octroi d'un pouvoir de disposition sans transfert de propriété serait sans doute préférable. » et n° 363, p. 260 : « Si d'aventure un tel besoin devait être pris en compte par le C. civ., il serait nettement préférable d'y répondre en transposant, en droit commun, un pouvoir de disposition ne reposant pas sur un transfert de propriété, plutôt que de consacrer la cession fiduciaire innommée. »

cette faculté. En revanche, dans le cadre de la cession fiduciaire il ne s'agit pas d'une faculté, il s'agit des conséquences qu'emporte un contrat translatif.

➤ Deuxième justification : les conséquences du transfert de propriété. La cession fiduciaire est un contrat translatif. La créance est transportée d'un patrimoine à un autre et vient augmenter l'assiette du droit de gage général des créanciers du cessionnaire. Ainsi, les créanciers du cessionnaire peuvent saisir la créance affectée au patrimoine fiduciaire.

➤ Troisième justification : la réutilisation est un risque pour le constituant. En cas de réutilisation des actifs remis ou transférés à titre de garantie, le constituant n'est qu'un simple créancier chirographaire à l'égard du réutilisateur. Pour recouvrer sa créance de restitution, il vient en concours avec les autres créanciers du réutilisateur. Si le risque est permanent et continue dans le cadre d'une cession fiduciaire, il n'est que facultatif dans le cadre du nantissement. Il convient à présent de fournir une illustration jurisprudentielle de l'exercice de la faculté de réutilisation des actifs remis en garantie de l'exécution d'obligations financières.

211. **L'affaire LEHMAN BROTHERS : illustration jurisprudentielle de la faculté de stipuler un droit de réutilisation.** Cette fameuse affaire est sans doute l'illustration la plus patente d'un cas dans lequel « *les mesures de protection peuvent s'avérer inefficaces quand défaille celui qui n'était pas censé défaillir* »¹. Cette affaire illustre en réalité les problématiques soulevées par l'obligation de restitution. Présentons l'affaire mettant en scène un contrat de garantie financière contenant une clause de *re-use* entre deux entités réglementées pour garantir la bonne exécution d'obligations financières.

L'affaire. LEHMAN BROTHERS était un groupe bancaire international dont l'une de ses filiales était à Londres : la société LEHMAN BROTHERS Europe Ltd (LBIE). La LBIE était *Prime Broker*² auprès de trois fonds communs de placement à règles

¹ Ph. GOUTAY, « Lehman Brothers : intermédiaire sur les marchés boursiers », *RDBF*, n° 5, sept. 2009, dossier 21

² CA Paris, 1ère ch., sect. H, 8 avril 2009, n° 2008/22106, Société RBC Dexia Investor Bank France SA c/SA Delta Alternative Management, SAS, p. 3 : « *Afin de mettre en œuvre leur stratégie d'investissement, ces fonds ont fréquemment recours à un Prime Broker, prestataire de services d'investissement qui assure le financement de l'activité, la compensation, le prêt de titres, les opérations de couverture de change et la conclusion, le règlement, la livraison ou paiement relatif à des transactions initiées par le fonds. Le Prime Broker se portant contrepartie des opérations qu'il réalise et assurant leur financement, le fonds peut ainsi bénéficier, rapidement et à moindre coût, des financements (prêts d'espèces, opérations de prêts-emprunts de titres, etc. nécessaires à la*

d'investissement allégées avec effet de levier (ARIA EL). Les fonds communs de placement étaient inscrits dans les livres de la LBIE. La SOCIÉTÉ GÉNÉRALE et RBC DEXIA étaient les dépositaires. Mais, le 15 septembre 2008, la banque américaine LEHMAN BROTHERS a été mise en faillite. De ce fait, LEHMAN BROTHERS Inc a cessé tout soutien financier à sa filiale britannique – la LBIE –, elle a aussi été placée sous administration judiciaire. Consécutivement à cette mesure, la LBIE se retrouvait donc dans l'incapacité de restituer les fonds inscrits dans ses livres à ses dépositaires français (SOCIÉTÉ GÉNÉRALE et RBC DEXIA). La question soulevée était alors de savoir si les dépositaires liées au *Prime Broker* par un contrat de sous-conservation étaient tenues de restituer les actifs de ces fonds. L'AMF s'est emparée de l'affaire en justifiant sa compétence par l'existence d'une atteinte à la protection des investisseurs¹. L'AMF a ordonné à RBC DEXIA de restituer les actifs dont la conservation était assurée par la LBIE². Sur appel interjeté par les dépositaires, notamment par RBC DEXIA³, la Cour d'appel de Paris a considéré qu'il incombait une obligation de restitution à la charge des dépositaires d'OPVCM et que cette obligation de restitution était une obligation de résultat⁴. La Cour de cassation qui s'est prononcée par quatre arrêts du

mise en œuvre de la stratégie de gestion. En garantie des financements octroyés ou des positions prises sur instruments dérivés, le Prime Broker bénéficie toutefois de sûretés consenties sur les actifs du fonds. »

¹ H. SYNDET, « La faillite de Lehman Brothers : premiers enseignements », *RDBF*, n° 5, sept. 2009, dossier 20 : « Une action en justice, devant la juridiction commerciale, eût été parfaitement possible de la part des sociétés de gestion des fonds. L'AMF, sous couvert d'un manquement de nature de porter atteinte à la protection des investisseurs, a en fait réglé ce litige. On savait le régulateur législateur, administrateur et juge répressif. Le voici désormais juge civil. Est-ce là un nouveau progrès ? »

² Déc. AMF, 13 novembre 2008, n° 11922, www.amf-france.org

³ CA Paris, 1ère ch., sect. H, 8 avril 2009, n° 2008/22106, Société RBC Dexia Investor Bank France SA c/SA Delta Alternative Management, SAS. – CA Paris, 1ère ch., sect. H, 8 avril 2009, n° 2008/22085, Société Générale

⁴ CA Paris, 1ère ch., sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/22085 ; CA Paris, 1ère ch., 8 avr. 2009, n° 2008/22106, SA RBC Dexia Investor Services Bank France c/Société Laffitte Capital Management : *JurisData* n° 2009-003079 ; CA Paris, 1ère ch., 8 avr. 2009, n° 2008/22218 ; CA Paris, 1ère ch., sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/22106, Société RBC Dexia Investor Bank France SA c/SA Delta Alternative Management, SAS

Sur ces arrêts : *Bull. Joly Bourse*, 2009, n° 28, p. 191, note I. RIASSETTO et A. PRÜM ; *RDBF*, n° 4, juill. 2009, comm. 143, note I. RIASSETTO ; *RTD Com.* 2009, p. 411, note M. STORCK ; *Banque & Droit*, n° 125, 2009, p. 54, note F. BUSSIÈRE ; *Droit des sociétés* 2009, comm. 188, note Th. BONNEAU ; *LPA*, 21 janv. 2010, n° 15, p. 5, Ph. LANGLET.

Au sujet de ces trois arrêts de la Cour d'appel de Paris : Th. BONNEAU, « Conservation et responsabilité des dépositaires », *Droit des sociétés*, n° 5, 2009, repère 5 ; A. PRÜM, « Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPVCM sous pression », *RDBF*, n° 3, mai 2009, repère 3 ; Ph. GOUTAY, « Obligation de restitution des dépositaires : les arrêts du 8 avril 2009 de la Cour d'appel de Paris », *RTDF*, n° 1, 2009, p. 166 ; H. PISANI, « La responsabilité des différents acteurs OPCVM à la lumière des affaires Lehman et Madoff », *RTDF*, n° 1, 2009, p. 14 ; Ph. GOUTAY, « Qualification et régime du contrat de conservation des titres financiers. Pour une approche moderne et non conservatrice », *Banque & Droit*, n° 126, 2009, p. 3 ; M. KARLIN, « Responsabilité des teneurs de compte conservateurs », *RDBF*, n° 2, mars 2010, Étude 8 ; J.-P. MATTOUT et A. PRÜM, « L'obligation de restitution d'un dépositaire d'actifs d'OPVCM », *Dr. et pat.*, sept. 2009, n° 184, p. 102 ; O. DOUVRELEUR, « Lehman Brothers prime broker », *RDBF*, n° 5, sept. 2009, étude 5, p. 62 ; J. SETOUR, « Responsabilité des dépositaires : une victoire à la Pyrrhus ? », *Option Finance*, n° 1077, mai 2010, p. 29 ; S. GAOUAOU, « Conservation d'actifs, La Cour d'appel entérine la responsabilité des dépositaires », *Option Finance*, 20 avr. 2009, n° 1025, p. 10

4 mai 2010¹, en réponse aux pourvois formés par les dépositaires, a considéré que ces derniers ne pouvaient être déchargés de leur obligation de restitution des instruments financiers dont ils avaient la garde, et ce même s'ils avaient délégué la conservation à un *Prime Broker*.

L'existence d'un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté et contenant une clause de *re-use*. Les dépositaires ont la charge de la conservation des actifs sans en être propriétaires ; ils peuvent avoir le droit de les utiliser si la société de gestion ou la SICAV les y autorisent expressément. Les dépositaires peuvent parfaitement confier la conservation des actifs à un *Prime Broker*, ce qui donner lieu à une convention de sous-conservation. En effet, un fonds commun de placement a été constitué² et a eu recours à un *Prime Broker* chargé de la sous-conservation des actifs du fonds. La convention de *Prime Brokerage* liant le fonds et le *Prime Broker* sous-conservateur contenait un contrat de garantie financière pour couvrir garantir l'exécution des obligations financières de l'OPVCM envers le *Prime Broker*. En effet, « l'OPVCM peut remettre en pleine propriété des instruments financiers, contrats, créances, droits ou sommes d'argent ou constituer des sûretés sur de tels biens ou droits au bénéfice du *Prime Broker* [...] »³. Un droit de réutilisation a été stipulé : « les biens ou droits de l'OPVCM ayant fait l'objet d'une sûreté au bénéfice du *Prime Broker* peuvent être utilisés ou aliénés par le *Prime Broker* à charge pour lui de restituer à l'OPVCM des biens ou droits équivalents [...] »⁴. Après la faillite de LEHMAN BROTHERS Inc, l'AMF a interrogé les dépositaires français notamment sur les opérations en suspens et l'état des dettes et créances réciproques et des actifs utilisés par le *Prime Broker*⁵. Le *Prime Broker*

¹ Com., 4 mai 2010, n° 09-14.975, *Bull. civ.* IV, n° 82 ; n° 09-14.187, *Bull. civ.* IV, n° 83 ; n° 09-14.976, inédit ; *Banque & Droit*, juill. 2010, p. 24, H. de VAUPLANE ; *Banque & Droit*, juill. 2010, p. 38, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT-MARS, J.-P. BORNET ; *RDBF*, n° 4, juill. 2010, comm. 161 obs. I. RIASSETTO ; *D.*, 2010, p. 1207, obs. A. LIENHARD ; *Banque & Droit*, n° 132, juill.-août 2010, F. BUSSIÈRE, Chron. de gestion collective ; Ph. GOUTAY, « Responsabilité du dépositaire, le débat est-il clos ? », *Banque & Droit*, juill.-août 2010, n° 132 p. 9 ; *Rev. sociétés* oct. 2010, comm. 187, obs. R. MORTIER. ; A. MAFFEI, « Controverse autour des obligations du dépositaire », *RDBF*, n° 1, janv. 2011, étude 8, p. 46 ; H. SYNDET, « La gestion collective : à l'aube d'une ère nouvelle ? . – Introduction », *RDBF* n° 1, janv. 2011, étude 5 ; M. STORCK, « Particularisme de l'obligation de restitution incombant au dépositaire », *RTD com.* 2010, p. 573

² C'est un organisme de placement collectif de valeurs mobilières (OPVCM) alternatif à règles d'investissement allégées à effet de levier (ARIA EL)

³ CA Paris, 1ère ch., sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/22106, Société RBC DEXIA Investor Bank France SA c/SA Delta Alternative Management, SAS, arrêt préc.

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*, p. 4 : « Les services de l'AMF ont, dans un premier temps, posé une série de questions à RBC DEXIA et à LRA touchant notamment à la composition de l'actif du Fonds, aux opérations en suspens, à l'état des dettes et créances réciproques et des actifs utilisés par la LBIE. Le secrétaire général de l'AMF a rappelé ensuite à RBC DEXIA, par courrier du 8 octobre 2008, que le défaut de restitution des actifs du Fonds lui paraissait contraire aux dispositions législatives et réglementaires et était susceptible de porter atteinte à la protection des investisseurs. Il demandait, en conséquence, à RBC DEXIA de prendre sans délai les mesures nécessaires en vue de restituer à LCM les actifs entrant dans le périmètre de la sous-conservation confiée à la LBIE [...] »

avait effectivement employé le droit qui lui avait été concédé par le fonds, à savoir son droit de réutilisation des actifs remis ou transférés en garantie¹. En l'occurrence, il s'agit d'un contrat de garantie financière ayant vocation à couvrir le risque d'inexécution des obligations financières en présence.

Une affaire entre entités réglementées au sujet de la couverture d'obligations financières. Il convient de s'assurer que le contrat en question est bien un contrat de garantie financière. D'abord, un contrat de garantie financière est conclu au moins entre deux entités réglementées. Or une SICAV et un prestataire de services d'investissement sont des entités réglementées². C'est d'ailleurs là un des apports de la directive *Collateral*. Jusqu'en 2005, aucune disposition ne visait les garanties fournies par les OPVCM. Ainsi, le but était également de permettre aux OPVCM de donner des garanties aux *Prime Brokers* prêteurs³. Le premier critère *rationae personae* de la directive *Collateral* est rempli⁴. Ensuite, un contrat de garantie financière a vocation à couvrir des obligations financières⁵. Or les financements octroyés en l'espèce et surtout les positions prises sur des instruments dérivés sont des obligations financières⁶. La seconde condition *rationae materiae* est également remplie. Par conséquent, le fonds et le *Prime Broker* étaient liés par un contrat de garantie financière. Simplement, il convient de rappeler que le dispositif relatif au contrat de garantie financière doit en outre s'articuler avec les exigences légales relatives à la gestion collective⁷.

¹ CA Paris, 1ère ch., sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/22106, Société RBC Dexia Investor Bank France SA c/SA Delta Alternative Management, SAS, arrêt préc., p. 8 : « [...] *Qu'en revanche, en ce qui concerne le périmètre et la valorisation des actifs ayant fait l'objet d'une réutilisation* [...] » ; p. 9 « [...] *Considérant qu'au soutien de son recours, RBC DEXIA prétend, tout d'abord, qu'en ce qui concerne les actifs réutilisés par la LBIE* [...] *Mais considérant, en premier lieu, sur la valeur des actifs ayant fait l'objet d'une réutilisation* [...] »

² Art. L. 211-36 du C. mon. fin.

³ J. L'HOMME et C. CAFFARD, « Garanties financières et gestion collective », *RDBF*, n° 1, janvier 2007, dossier n° 5 : « *L'essentiel du dispositif législatif et réglementaire a cependant consisté à autoriser formellement à donner des garanties à des contreparties prêteuses (prime brokers) en échange du financement et de leur stratégie* »

⁴ *Ibid.* : « [...] *s'agissant des opérations conclues entre personnes réglementées (au nombre desquelles figurent les OPVCM ainsi que les établissements de crédit – donc les primes brokers) consacre ce qu'il est convenu d'appeler une « compensation globale universelle », permettant notamment de constituer des garanties financières soumises au régime spécial pour couvrir « les obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers* » »

⁵ Art. L. 211-36 du C. mon. fin.

⁶ Art. L. 211-36 du C. mon. fin. ; M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 47 : les obligations financières recouvrent « *toutes les obligations au sens du C. civ. ou de la Common law* »

⁷ M. STORCK, « Particularisme de l'obligation de restitution incombant au dépositaire », *op. cit.*, p. 573 : « *Trois textes fixent le cadre législatif et réglementaire indispensable à la constitution de ces garanties de financement : L. 211-38 du Code monétaire et financier ; les art. R. 214-12 et suiv. du Code monétaire et*

212. **Synthèse : Réutilisation ou non, innovation ou non ?** Le fondement ou la justification de la réutilisation des actifs remis ou transférés à titre de garantie est soit le caractère translatif de la sûreté ou du mécanisme ; soit les impératifs de la matière. La question est alors de savoir si la faculté de *re-use* est un vecteur de perfectionnement à l'égard de la théorie générale des garanties. Envisageons, d'une part, la matière financière et, d'autre part, le droit commun.

En matière financière, il convient de distinguer si le contrat de garantie financière entraîne ou non un transfert de propriété des actifs constituant l'assiette de la garantie.

Le transfert de propriété. D'une part, qu'il s'agisse du prêt de titres, de la pension, de la vente à réméré, du portage ou encore du quasi-usufruit, l'effet translatif de chacun d'eux invite à écarter la réutilisation dès lors que la propriété de l'actif a été transférée.

Absence de transfert de propriété. D'autre part, il ne subsiste guère que le nantissement de comptes-titres qui permet la réutilisation des actifs remis en garantie. La matière concernée, ses impératifs ainsi que la fongibilité des actifs justifient la possibilité de prévoir contractuellement la faculté pour le bénéficiaire de pouvoir les réutiliser. C'est en quelque sorte faire comme un propriétaire sans être propriétaire¹. Si le bénéficiaire utilise les actifs remis en garantie dont il n'est pas propriétaire, il doit les restituer.

En droit commun, la question est de savoir si le droit commun doit tirer les conséquences du dispositif *Collateral* ; en d'autres termes, la question est de savoir si le dispositif *Collateral* est un vecteur d'amélioration du droit commun ou encore s'il peut être

financier qui fixent les seuils maximums de réutilisation des actifs ; les art. 411-33-1 et suivants du règlement AMF qui précisent, en particulier, les modalités de calcul de la créance du bénéficiaire sur l'OPVCM, ainsi que celles d'évaluation des actifs constituant les garanties octroyées par l'OPVCM. Ce sont ces textes qui encadrent l'activité des prime brokers en France. »

¹ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 55 : « cette disposition permet, pour le bénéficiaire d'une garantie transmise à titre de sûreté, de bénéficier des mêmes effets que si elles lui avaient été remises dans le cadre d'une garantie translative de propriété. » ; Art. 2.1.m) de la Directive *Collateral* : « « droit d'utilisation », le droit du preneur de la garantie d'utiliser et aliéner la garantie financière fournie en vertu du contrat comme s'il était propriétaire, conformément aux conditions du contrat de garantie financière avec constitution de sûretés. » ; S. PRAICHEUX, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, spéc. p. 63, n° 38 : « On peut se demander si la stipulation de ré-utilisation ne transforme pas pour l'avenir le gage en propriété-garantie, toutes les fois où elle confère au créancier gagiste un droit d'aliénation de la chose engagée, et en raison de la définition du gage civil et commercial. »

d'un quelconque apport à la théorie générale des garanties. Dans quelle mesure un régime dérogatoire conçu pour les acteurs du système financier, c'est-à-dire ses marchés, ses intermédiaires et ses infrastructures, peut-il être un vecteur de perfectionnement du droit commun ?

Un régime de faveur à destination des intermédiaires financiers, acteurs du risque de système. D'une part, le dispositif *Collateral* est un dispositif pensé et conçu pour faire face au risque crédit et pour tenter d'harmoniser le régime juridique des garanties des obligations financières dans les pays membres de l'Union. Ces objectifs ne sont pas ceux du droit civil. D'autre part, le dispositif *Collateral* invité néanmoins à la réflexion quant à son éventuelle qualité de vecteur d'amélioration du droit commun¹.

¹ Plus généralement, l'étude du régime de la garantie de l'exécution des obligations financières permet de s'interroger sur son apport à l'égard de la théorie générale des garanties. Le droit des marchés financiers a pu apparaître comme un « *champ d'observation privilégié des évolutions prévisibles du droit des garanties réelles* » constituant ainsi une sorte de laboratoire au service du droit commun (D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », *op. cit.*, p. 365). Plusieurs raisons peuvent permettre d'expliquer cette impulsion du droit des marchés financiers sur le droit commun : la dématérialisation de l'objet garanti, l'impératif de sécurité des marchés en raison des conséquences systémiques d'une seule défaillance et l'absence de marginalité du droit des marchés financiers. La question est de savoir de manière générale si les différents régimes de garanties dérogatoires en matière financière sont de nature ou non à permettre un perfectionnement ou non du droit commun. Cette question est transposable au dispositif *Collateral* : la transposition de la directive *Collateral* en droit français a-t-elle permis un perfectionnement du droit commun ? D'abord, les mécanismes d'adaptation ou encore d'actualisation de l'assiette de la garantie ont constitué et peuvent encore constituer un vecteur de perfectionnement de la théorie générale des garanties. Dès la loi MAF, le dispositif était pensé pour permettre une adaptation régulière de l'assiette de la garantie des opérations financières aux variations de cours. Dix ans plus tard, à l'occasion de la commission de réforme des sûretés (L. AYNÈS, « Présentation générale », in *Dossier la réforme des sûretés*, D. 2006, p. 1289 ; Ph. DUPICHOT, « Du régime hypothécaire », D., 2006, n° 19, p. 1291 ; M. GRIMALDI, « L'hypothèque rechargeable et le prêt viager hypothécaire », D., 2006, p. 1294 ; R. DAMMANN, « La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée », D., 2006, p. 1298 ; A. AYNÈS, « La consécration légale du droit de rétention », D., 2006, p. 1301 ; N. RONTCHEVSKY, « Les dispositions relatives au droit des sûretés personnelles », D. 2006, p. 1303 ; P. CROCQ, « La réforme des procédures collectives et le droit des sûretés », D., 2006, p. 1306 ; J. REVEL, « La garantie de la dette d'autrui et le droit du régime matrimonial », D., 2006, p. 1309 ; S. TORCK, « Les garanties réelles mobilières sur les biens fongibles après l'ordonnance du 23 mars 2006 relative aux sûretés », *RDBF*, n° 4, juill.-août 2006, p. 39 ; E. FREMEAUX et G. DAUBLON, « La réforme du droit des sûretés (ordonnance n° 2006-346 du 23 mars à 2006) », *Deffrénois*, n° 13, 2006, p. 1085 ; O. GOUT, « Le droit des sûretés réelles mobilières après l'ordonnance du 23 mars 2006 », *LPA*, 18 mai 2006, p. 4) ¹, présidée par Monsieur le Professeur M. GRIMALDI, une proposition a été faite pour ramener les dispositions relatives au nantissement de compte d'instruments financiers au sein du Code civil. En outre, la proposition incluait des dispositions relatives à l'actualisation de l'assiette de la garantie. Cette proposition a été abandonnée : comment pourrait-on s'abstenir de formuler des regrets ? Cette proposition manifestait l'accueil aussi bienveillant que justifié d'un perfectionnement issu des marchés financiers à l'égard de la théorie générale des garanties. Quoi de plus flagrant que la codification du nantissement de compte d'instruments financiers au sein du Code civil ? Ensuite, un autre vecteur de perfectionnement du droit commun peut être envisagé au travers de la faculté de réutilisation des actifs transférés en garantie contenue dans le dispositif *Collateral*. C'est l'acceptation de l'idée que la valeur garantie prime l'assiette de la garantie (D. LEGEAIS, l'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », *op. cit.*, p. 372), dès lors que la réutilisation et la restitution consécutive n'altèrent pas la valeur des actifs constituant l'assiette de la garantie. La notion d'assiette fluctuante a été intégrée dans le Code

Un régime de faveur vecteur de perfectionnement du droit commun ? Une récente thèse présente l'intérêt de la transposition en droit commun de la faculté offerte par l'article L. 211-38-III du Code monétaire et financier. Le régime du contrat de garantie financière permet au bénéficiaire de la garantie sans transfert de propriété de disposer des actifs contenus dans l'assiette. La transposition en droit commun de cette faculté offerte au bénéficiaire d'une garantie non translative de propriété pourrait présenter un intérêt : il s'agit du cas dans lequel le créancier nanti céderait la créance en raison de l'anticipation de la prochaine insolvabilité du débiteur de la créance, préférant conserver le produit de la créance plutôt que la créance elle-même¹. Dans ce cas, la transposition du droit de disposition de la créance nantie en droit commun serait opportune. Si cette faculté était étendue au nantissement de droit commun, à défaut de transfert de propriété, le bénéficiaire serait obligé de rétrocéder la créance nantie. En droit des marchés financiers, le dispositif *Collateral* ne distingue pas selon qu'il y ait ou non un transfert de propriété ; le bénéficiaire du contrat de garantie financière réutilisateur a l'obligation de rétrocéder ou de restituer les actifs remis ou transférés en garantie.

2. L'obligation de restitution

213. **L'obligation de restitution du bénéficiaire réutilisateur.** L. 211-38-III du Code monétaire et financier prévoit notamment qu'il pèse sur le bénéficiaire réutilisateur une obligation de restitution des biens ou droits équivalents envers le garant. Les biens ou droits équivalents sont définis par le deuxième alinéa de cet article. On peut voir dans la règle un principe, celui de restituer ce qui a été transmis à titre de garantie et une exception, celle de restituer l'équivalent si la mise en œuvre du principe n'est pas possible². Il convient de distinguer entre la garantie constituée d'espèces et d'instruments financiers. Premièrement, si l'actif remis en garantie est de l'espèce, l'objet de la restitution porte sur une somme de même montant et de même monnaie³. Deuxièmement, si la garantie est constituée sur des

civil, notamment au travers du régime conféré à l'hypothèque rechargeable. Cela étant, la garantie spéciale montre d'ores et déjà ses limites et ses lacunes. S'agit-il véritablement d'un vecteur de perfectionnement ?

¹ M. JULIENNE, *op. cit.*, n° 362, p. 260 : « Si, par exemple, le créancier nanti redoutait une dégradation prochaine de la solvabilité du débiteur de la créance en question, il pourrait préférer céder sans délai la créance et conserver le produit de cette vente en garantie au lieu de la créance elle-même ; le risque de défaillance du débiteur de la créance se trouverait ainsi conjuré. On peut encore imaginer que le créancier veuille pouvoir se prémunir contre une éventuelle chute du taux de change, si la créance grevée est libellée en une monnaie distincte de celle de la créance garantie, ou bien contre la baisse d'un indice sur laquelle son serait indexé. En aliénant de façon anticipée l'obligation nantie, le créancier se mettrait à l'abri de sa dévaluation. »

² S. PRAICHEUX, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, spéc. n° 39, p. 63

³ Art. L. 211-38-III-1° du C. mon. fin.

instruments financiers, leur équivalence implique qu'ils aient le même émetteur ou débiteur, qu'ils fassent partie de la même émission ou de la même catégorie, qu'ils aient la même valeur nominale, qu'ils soient libellés dans la même monnaie et enfin qu'ils disposent de la même dénomination¹. Il convient de préciser le cas d'une restitution par équivalent des actifs remis ou transférés à titre de garanties des obligations financières.

214. La restitution par équivalent : la volonté des parties ou la survenance d'un fait.

Le preneur réutilisateur doit restituer l'équivalent des actifs transférés en garantie. L'obligation de restitution trouve sa source dans la stipulation contractuelle contenue dans le contrat de garantie financière. L'obligation de restitution est exigible en cas de défaillance du preneur². Pour le premier cas, il s'agit de l'expression de la volonté des parties. Néanmoins, pour le second cas, il convient de déterminer ce que le législateur entend par la survenance d'un « fait entraînant l'exécution ». À ce sujet, il convient de se retourner vers la directive *Collateral*. L'article 2.1.1) définit le fait entraînant l'exécution comme « *une défaillance ou tout autre événement similaire convenu entre les parties, dont la survenance en vertu du contrat du contrat de garantie financière ou en vertu de la loi, habilite le preneur de la garantie à réaliser ou à s'approprier la garantie financière ou déclenche une compensation avec déchéance du terme* ». Le « fait entraînant l'exécution » vise la défaillance pour plusieurs raisons³. D'une part, le contrat de garantie financière est immunisé contre les conséquences des procédures collectives et des voies d'exécution. D'autre part, un fait entraînant l'exécution déclenche la déchéance du terme qui invite à déboucler toutes les positions, notamment par la compensation des dettes et créances réciproques, qu'elles soient celles relatives aux obligations financières ou au contrat de garantie financière. Ainsi, la restitution, corollaire du droit de réutilisation contenu dans le contrat de garantie financière est une étape du débouclage global de l'opération financière. Comme le contrat de garantie financière ne peut être atteint par les dispositions particulières inhérentes aux procédures collectives et aux voies d'exécution et comme la restitution n'est rien d'autre, en pareille situation, qu'une des modalités de dénouement de l'opération financière dans laquelle le contrat de garantie financière s'inscrit, donc « la survenance d'un fait » est assimilable au « fait entraînant l'exécution ». Bien évidemment, si le débiteur exécute son obligation de restitution en raison

¹ Art. L. 211-38-III-2° du C. mon. fin.

² Art. L. 211-38-III du C. mon. fin.

³ *Contra* S. PRAICHEUX, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, spéc. n° 39, p. 63

de l'exécution de ses obligations financières, le contrat de garantie financière est éteint. Les choses sont toujours envisagées sous l'angle de la défaillance du débiteur de l'obligation financière. Mais en réalité, cette approche est réductrice : la défaillance peut aussi atteindre le débiteur de l'obligation de restituer les actifs remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières. C'est le cas de la défaillance du bénéficiaire de la garantie financière qu'illustre l'affaire LEHMAN BROTHERS.

215. L'affaire LEHMAN BROTHERS : la réutilisation et défaillance du bénéficiaire de la garantie financière. La restitution exclut la réalisation du contrat de garantie financière. Ce raisonnement se cantonne à l'hypothèse de la défaillance du constituant¹. Mais la fameuse affaire LEHMAN BROTHERS nous relate une tout autre histoire, celle de la défaillance du preneur, celui qui ne devait pas défaillir. Il convient de présenter l'affaire, d'envisager l'opportunité de la solution dégagée par la Cour de cassation, de s'étonner du silence gardé au sujet du dispositif *Collateral* et d'envisager les réponses apportées aux interrogations des opérateurs suscitées par cette affaire.

L'affaire. Dans l'affaire LEHMAN BROTHERS², le cas est celui de la défaillance du preneur ayant utilisé les actifs remis en garantie par le fonds en couverture des prestations accomplies au titre de la convention de *Prime Brokerage*. La question posée à la Cour d'appel de Paris puis à la Cour de cassation était simple : les banques dépositaires du fonds liées au *Prime Broker* défaillant étaient-elles tenues d'une obligation de restitution immédiate ? La réponse est claire : compte tenu du particularisme de l'obligation de restitution à la charge du dépositaire d'un fonds, le dépositaire ne peut être déchargé de son obligation de restituer les instruments financiers dont il a la garde, et ce même lorsqu'il délègue à un tiers la conservation des actifs de l'OPVCM³. En effet, le dépositaire doit toujours, quelles que soient les circonstances, même en présence d'une délégation de conservation, restituer les

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 386, p. 189 : « Toutefois, en cas de faillite du preneur après que celui-ci a exercé son droit conventionnel d'utilisation, le constituant qui a été dépossédé de la propriété de ses titres n'a plus contre celui d'action en revendication mais une simple créance chirographaire de restitution des titres financiers semblables ou équivalents. Il se trouve de ce fait placé dans une situation précaire, dont il a naturellement intérêt à se prémunir en subordonnant l'exercice de son droit d'utilisation par le preneur à la constitution de garanties. »

² CA Paris, 1ère ch., sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/22085, arrêt préc. ; CA Paris, 1ère ch., 8 avr. 2009, n° 2008/22106, SA RBC Dexia Investor Services Bank France c/Société Laffitte Capital Management, n° 2009-003079, arrêt préc. ; CA Paris, 1ère ch., 8 avr. 2009, n° 2008/22218, arrêt préc. Com., 4 mai 2010, n° 09-14.975 ; n° 09-14.187 et n° 09-14.976, arrêts préc.

³ Com., 4 mai 2010, n° 09-14.975 ; n° 09-14.187 et n° 09-14.976

instruments financiers inscrits en compte¹. Cela signifie que la restitution est exigée au dépositaire, et ce même si les actifs étaient sortis de manière irrégulière de son patrimoine. En ce sens, la Cour de cassation, retenant l'appropriation irrégulière des actifs par la LBIE², a considéré que la RBC DEXIA, dépositaire, était tenue de restituer immédiatement³ les instruments financiers ou leur équivalent⁴. Il s'agit d'une solution opportune, car respectueuse de l'ordre public et de la protection des investisseurs.

Une solution opportune : respect de l'ordre public et de la protection de l'épargne et des investisseurs. L'obligation de restitution à la charge du dépositaire est d'ordre public, car il implique la protection des marchés et de l'épargne⁵. Il semble qu'il faille comprendre l'arrêt comme une décision « *pro marché* » qui tendait, dans le contexte, à restaurer la confiance et permettre, autant que possible, le bon fonctionnement des marchés. La position prise par la Cour de cassation, tout comme celle qui avait été prise par la Cour d'appel, se justifie en réalité par la volonté de protéger les investisseurs⁶. En revanche, la Cour reste silencieuse sur la qualification des opérations sous l'angle du dispositif *Collateral*.

¹ Art. 322-4 sur renvoi de l'art. 323-2 du RG AMF

² I. RIASSETTO, « Dépositaires d'OPVCM », *op. cit. et loc. cit.* : « *En second lieu, sur le terrain du périmètre des actifs à restituer, il importe d'intégrer tous les actifs, dont ceux qui seraient abusivement – sans autorisation – sortis du patrimoine de l'OPVCM et affectés en garantie au prime broker. La cour d'appel de Paris a en effet refusé de faire droit à la demande du dépositaire qui souhaitait exclure du périmètre des actifs restituables ces actifs affectés en garantie, en énonçant que « aux termes de (...) la convention internationale de Prime brokerage, DPE (dépositaire) a consenti à LBIE (prime broker), en garantie des éventuelles créances qu'elle pourrait détenir sur le fonds dans le cadre de l'exercice de ses activités de Prime brokerage, afin de réaliser cette sûreté, de réutiliser les actifs gagés à ses propres fins, les actifs ainsi réutilisés par le Prime broker étant exclus de l'obligation de restitution du dépositaire. Qu'en application de (...) cet accord et conformément aux dispositions des art. L. 431-7-3 [aujourd'hui L. 221-38], R. 214-12 et R. 214-35 du Code monétaire et financier, toutefois, cette garantie ne peut être constituée que lorsque le Prime broker détient une créance exigible sur le fonds ».* Ayant considéré que le prime broker n'a jamais détenu une telle créance, les juges ont admis qu'il n'y avait pas lieu de déduire ces actifs du périmètre des titres à restituer. »

³ Com., 4 mai 2010, n° 09-14.187, arrêt préc. ; M. STORCK, « Particularisme de l'obligation de restitution incombant au dépositaire », *op. cit.*, p. 573 : « [...] La Cour de cassation a fait jouer le principe de restitution immédiate. Cette solution, protectrice des intérêts des investisseurs, risque d'obliger le dépositaire français à se procurer les titres sur le marché et à en avancer le montant, s'exposant ainsi au risque de non-restitution par le sous-conservateur, notamment quand ce dernier est comme en l'espèce placé en liquidation judiciaire. »

⁴ Com., 4 mai 2010, n° 09-14.975

⁵ A. PRÜM, « Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPVCM sous pression », *RDBF* 2009, repère 3 ; I. RIASSETTO, « Dépositaires d'OPVCM » ; *op. cit. et loc. cit.* : « Toutefois, la formulation retenue peut être discutée. D'une part, en l'espèce il ne s'agissait précisément pas d'OPVCM destinés au grand public, mais d'OPVCM de gestion alternative – spécialement des OPCVA ARIA EL – réservés à des investisseurs qualifiés ou à des investisseurs dont la souscription minimale est fixée à 125 000 euros (C. mon. fin., art. L. 214-35. – AMF, régl. général, art. 413-2). En outre, les OPVCM sont en tant que tels des contreparties éligibles. Aussi, l'idée d'épargnant est-elle inappropriée, sauf si l'on considère à travers eux leurs porteurs de parts et actionnaires. D'autre part, la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance dans l'économie a écarté les OPVCM de l'appel public à l'épargne – aujourd'hui offre au public »

⁶ I. RIASSETTO, « Dépositaires d'OPVCM », *op. cit. et loc. cit.*

Une solution silencieuse au sujet de la directive *Collateral*. Osons le dire : il est difficilement compréhensible que la Cour d'appel de Paris, puis la Cour de cassation n'abordent pas le contrat de garantie financière dans cette affaire¹. Un auteur dénonce la dénaturation des règles de l'*International Prime Brokerage Agreement* et des dispositions de la directive *Collateral*². Il faut comprendre que si l'ordonnance de transposition de la directive *Collateral* ne l'exige pas, le législateur européen avait quant à lui prévu dans la directive que « 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 »³. Sans stipulation contractuelle, après réutilisation du preneur, le rapport créancier/débiteur s'inverse, sans que le constituant ne bénéficie d'aucune garantie. Il est alors traité, en cas de défaillance du preneur réutilisateur comme un créancier chirographaire. En outre, ne pas tenir compte de l'existence d'un contrat de garantie financière conduit à nier l'existence d'un fait entraînant l'exécution et entraînant la déchéance du terme. Or, la Cour d'appel a appliqué la clause de *Close-out Netting* sans soulever, en l'occurrence, que le fonds ne l'avait pas mise en œuvre dans les formes prescrites⁴. Il semble qu'il faille voir ici une illustration de latitude laissée aux États concernant la transposition d'une directive d'harmonisation minimale : les uns, la Grande-Bretagne notamment, qui ont transposé scrupuleusement la directive, prévoient l'obligation du preneur réutilisateur de fournir une garantie financière équivalente de remplacement, les autres, la France notamment, laissent ce choix à la volonté des parties. En l'espèce, cela aboutit à mettre à la charge des dépositaires français la dette contractée par les fonds⁵. L'affaire LEHMAN BROTHERS a fait naître de nouvelles interrogations dont certaines trouvent une réponse grâce à la ségrégation des actifs.

¹ H. SYNDET, « La faillite de Lehman Brothers, premiers enseignements », *op. cit.* et *loc. cit.* : « [...] rien sur la directive garanties financières [...] »

² A. MAFFEI, « Controverse autour des obligations du dépositaire », *op. cit.*, p. 46

³ Art. 5.2 de la directive *Collateral*

⁴ A. MAFFEI, « Controverse autour des obligations du dépositaire », *op. cit.*, p. 46 : « Les termes de cette clause stipulaient que leur mise en œuvre nécessitait une notification de résiliation entraînant la déchéance du terme de tous les engagements. Dans le contexte d'une telle mise en œuvre, il devait être fait masse commune de l'ensemble des dettes et actifs valorisés selon les termes de la convention. Il en serait résulté une créance pour somme d'argent et les fonds n'avaient à l'évidence aucun intérêt à la mettre en œuvre. »

⁵ *Ibid.*, p. 46 : « En dénaturant les termes de la convention et les dispositions législatives applicables, la haute juridiction non seulement reconnaissait aux fonds plus de droits qu'ils n'en avaient mais mettait à la charge des dépositaires la dette contractée par ceux-ci sans la moindre perspective de permettre aux dépositaires de faire valoir leurs droits dans le contexte de la procédure collective au bénéfice de laquelle LBIE avait été admise. Les fonds se faisaient ainsi restituer leurs actifs sans avoir à s'acquitter de leurs dettes à l'égard du Prime Broker en laissant aux dépositaires le soin de les acquitter sans contrepartie. »

La ségrégation des actifs : la préoccupation des opérateurs financiers. Une telle affaire fait naître des questions : « *La question n'est plus, pour un détenteur d'actifs : comment vais-je pouvoir optimiser la valeur de mes actifs immobilisés ?* », mais « dans quelle mesure mes actifs sont-ils bien protégés en cas de défaut de mon intermédiaire ? »¹. Une telle affaire a aussi fait naître une certaine frilosité des opérateurs financiers². Cette question est légitime dans le cadre du recours au contrat de garantie financière, quelle que soit la sphère de négociation. La faculté de réutilisation est une opportunité pour les opérateurs de trouver de la liquidité. La ségrégation des actifs constitue un gage de sécurité, car elle est un isolement des avoirs du client de ceux de son intermédiaire qui les conserve³. C'est « *avant tout une technique comptable, dans la mesure où elle se traduit par la séparation des actifs de compte propre de l'intermédiaire de ceux de ses clients* »⁴. La ségrégation est un mécanisme préventif du risque crédit. Mais il aboutit, en pratique, à priver les organismes de placement collectif et les sociétés de gestion de recouvrer leurs actifs, tel était dans l'affaire LEHMAN BROTHERS. La ségrégation et la portabilité⁵ seraient alors « *un moyen de diminuer les risques pour un investisseur de non-recouvrement de son collatéral et de ses positions ouvertes en cas de défaut de son compensateur* »⁶ dès lors que les chambres de compensation sont obligées de disposer d'organisations et de procédures en permettant la mise en œuvre. À vrai dire, la ségrégation est certes une solution heureuse, mais elle doit s'accompagner d'un mécanisme contractuel visant une *Collateralisation* réciproque justifiée par l'exercice du droit de réutilisation par le bénéficiaire du contrat de garantie financière.

216. Intérêt de la Collateralisation réciproque en cas d'exercice du droit de réutilisation par le bénéficiaire du contrat de garantie financière. Avant d'envisager l'intérêt de la *Collateralisation* réciproque des obligations des preneur et constituant au contrat de garantie financière avec constitution de sûreté, il convient d'éclairer les risques de la situation dans laquelle le *Collateral* serait unilatéral, c'est-à-dire fourni par le débiteur

¹ H. de VAUPLANE, « *Collateral : la ségrégation des comptes comme mode de protection des actifs* », *Revue Banque*, n° 748, mai 2012, p. 79

² G. de VIDT, « *Après Lehman, les banques se sont mises à ne plus vouloir prêter qu'en échange de Collateral* », *Banque & Stratégie*, n° 299, janv. 2012, p. 5

³ H. de VAUPLANE, « *Collateral : la ségrégation des comptes comme mode de protection des actifs* », *op. cit.*, p. 79

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*, p. 79 : « *La portabilité s'entend comme le moyen opérationnel permettant de transférer, en cas de « faillite » d'un compensateur, les positions ouvertes et les garanties attachées chez un nouvel adhérent compensateur.* »

⁶ *Ibid.*

constituant au créancier bénéficiaire de la garantie financière. Enfin, la créance de restitution est une obligation financière.

Le risque d'un *Collateral unilatéral*. Le risque se manifeste par une inversion du rapport débiteur/créancier en cas de réutilisation des actifs remis en garantie, sans garantie du nouveau créancier. En effet, cette inversion est potentielle, mais le risque existe. Par exemple, A est créancier de B qui est le débiteur d'une obligation financière Z. Pour couvrir l'obligation Z, B remet en garantie avec stipulation de *re-use* des titres Y à A. A réutilise les titres Y ce qui fait naître à sa charge une obligation de restituer dont B est créancier chirographaire. Si A est défaillant, il ne pourra donc plus restituer les titres Y à B, à tout le moins momentanément. Si l'on combine à la défaillance de A et son impossibilité de restituer à la dévalorisation de l'actif Z, le risque et sa réalisation – la perte – est exponentielle pour B ! Par conséquent, le risque est simple : le constituant risque de subir les conséquences de la défaillance du preneur ayant réutilisé les actifs remis en garantie, car le constituant devient alors créancier chirographaire du preneur.

La préconisation d'un *Collateral réciproque*. Pour éviter que le constituant n'ait à subir les conséquences de la défaillance de son preneur, il convient de mettre en place un *Collateral* réciproque qui aurait pour but couvrir la créance de restitution. Il s'agit d'insérer une clause obligeant à la constitution d'une garantie financière en cas de *re-use* par le preneur au bénéfice de son constituant. Par exemple, dans l'exemple précité, la réutilisation des titres Y par A l'obligerait à constituer une garantie financière au bénéfice de B qui ne serait alors plus un simple créancier chirographaire. Le risque de défaillance du débiteur de l'obligation de restitution des actifs remis en garantie serait alors couvert par un contrat de garantie financière et révélerait que cette obligation de restitution est une obligation financière. Ceci manifeste une nouvelle fois le constat en vertu duquel, sans être propriétaire, le preneur se comporte comme un propriétaire, face auquel le constituant supporte les mêmes risques et recherche les mêmes garanties que le preneur.

Conséquences du *Collateral* de réutilisation d'actifs remis en garantie par un contrat de garantie financière avec constitution de sûretés à l'égard de la notion d'obligations financières : la créance de restitution susceptible d'être une obligation financière. Se prémunir de la défaillance du preneur (LBIE) de la garantie financière qui a

réutilisé les actifs (actifs des fonds) remis en garantie par le contrat de garantie financière en raison de l'existence d'obligations financières (prestations accomplies au titre de la convention de *Prime Brokerage*) invite à « *collateraliser* » l'exercice de ce droit de réutilisation par un contrat de garantie financière. Cela signifie que l'exercice du droit de réutilisation des actifs par le preneur fait naître une créance de restitution susceptible d'être, à son tour, couverte par un contrat de garantie financière, autrement dit cette créance potentielle de restitution est aussi une obligation financière.

217. **Synthèse.** Le contrat de garantie financière avec constitution de sûretés et stipulation d'un droit de réutilisation au bénéfice du preneur place ce dernier dans une position de quasi-propiété. Cette faculté spécifique caractérisant une sûreté non translatrice de propriété lui en donne tous les attributs et se confond avec les objectifs poursuivis, c'est-à-dire la sécurité du système financier. L'obligation de restitution corrélative à la faculté de réutilisation assimilable au transfert et « retransfert » de propriété permet ainsi de rapprocher les régimes des sûretés non translatrices de propriété (contrat de garantie financière avec constitution de sûreté et stipulation du droit de réutilisation) de celles qui le sont (fiducie-sûreté). Le régime particulier du contrat de garantie financière se justifie par sa nature : soit il s'agit d'une constitution de sûreté, soit il s'agit d'un transfert de propriété des actifs constituant l'assiette de la garantie. Il convient d'envisager le régime particulier du contrat de garantie financière en raison du transfert de propriété à titre de garantie.

B. La garantie financière avec transfert de propriété

218. **Présentation.** D'emblée, convenons que l'apport de la directive *Collateral* à l'égard de la propriété-garantie en matière financière est relativement limité¹. Initialement, une création pratique, le montage fiduciaire aux fins de sûretés, a vu le jour dans l'arsenal législatif. Dès 1987, la loi avait admis que les parties à un prêt de titres pouvaient « *convenir des remises complémentaires, en pleine propriété, d'espèces ou de titres, pour tenir compte de l'évolution de la valeur des titres prêtés* »². La formule a été reprise par la loi du 31 décembre 1993 pour les opérations de pension³. Par la suite, la loi du 2 juillet 1996 laissait

¹ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », *op. cit.*, spéc. p. 93

² Art. 31 a) de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne, *JO*, 18 juin 1987, p. 6519

³ Art. 12-V de 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, *JO*, n° 3, 5 janv. 1994, p. 231 : « [...] *les valeurs, titres ou effets restent acquis au cessionnaire et si le cessionnaire manque à son obligation de rétrocéder les valeurs,*

supposer d'ores et déjà l'existence d'une fiducie qui n'en portait pas le nom¹. On peut noter le regret de certains quant à l'absence de consécration de l'aliénation fiduciaire par la loi MAF². Dès 1996, apparaît donc bien deux types de fiducie : celle avec création d'un patrimoine fiduciaire et celle avec affectation au patrimoine du créancier fiduciaire³. Autant dire que la fiducie innommée existait bien avant l'ordonnance de 2005⁴. Il convient de présenter le dispositif *Collateral*.

219. **Le dispositif *Collateral*.** Le contrat de garantie financière avec transfert de propriété est défini par le législateur européen comme « *un contrat, y compris les conventions de mise en pension (reurchase agreement), aux termes duquel le constituant de la garantie transfère au preneur de cette dernière la pleine propriété des instruments financiers ou des espèces donnés en garantie, afin d'assurer l'exécution des obligations financières couvertes ou de la couvrir d'une autre manière* ». La transposition en droit français est contenue dans l'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier prévoyant qu'« *à titre de garantie des obligations financières 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 [...]* ». On remarque que le législateur français s'est gardé de reprendre la référence faite à la pension livrée. Il convient de s'en réjouir parce que, d'une part, le contrat de garantie financière avec transfert de propriété ne peut se réduire à la pension

titres ou effets, le montant de la cession reste acquis au cédant. [...] »

¹ Art. 49 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités, loi préc.

² D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », *op. cit.*, p. 375 et 376 : « *L'aliénation fiduciaire est une grande absente de la loi de modernisation des activités financières. Pourtant le vote de cette pouvait être l'occasion d'une consécration expresse de cette institution qui aurait pu précéder une réforme future d'une plus grande portée encore.[...] Le terme fiduciaire n'apparaît jamais. Les expressions de remises en propriété, de dépôt de garantie, de remise en garantie sont préférées.* »

³ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n°s 353 et suiv., p. 171 et suiv. A. GAUDEMET souligne à juste titre la distinction entre la fiducie avec création d'un patrimoine d'affectation et transfert de propriété dans le patrimoine du créancier fiduciaire. Selon lui, le mécanisme fiduciaire ne peut se réduire au cas de la création d'un patrimoine d'affectation. De sorte qu'en droit des marchés de capitaux, il y aurait des aliénations fiduciaires avec la création d'un patrimoine d'affectation (dépôt de garantie sur les marchés réglementés) et sans patrimoine d'affectation (sur les marchés de gré à gré soit les remises en propriété qui ne sont rien d'autre que des fiducies-sûreté).

⁴ H. de VAUPLANE, « La fiducie avant la fiducie : – le cas du droit bancaire et financier », *JCP E*, 2007, n° 36, p. 2051 : « *La liste est longue d'opérations relevant de contrats nommés ou d'usages et pratiques bancaires et boursières utilisées à titre d'aliénation fiduciaire. Que l'on songe, dans l'ordre chronologique de leur apparition, au réméré (C. civ., art. 1659 à 1673, vente assortie d'une faculté de rachat), au report en bourse, au gage-espèces, à la convention de portage, au prêt de titres avec ou sans garantie (C. mon. fin., art. L. 432-6 et s., qui provient de L. n° 87-416, 17 juin 1987 sur l'épargne), à la cession Dailly (C. mon. fin., art. L. 313-23 et s.), à la pension livrée (C. mon. fin., art. L. 432-12 et s.), aux couvertures et appels de marge en bourse (C. mon. fin., art. L. 142-6), aux garanties sur instruments financiers à terme de gré à gré (C. mon. fin., art. L. 431-7-3), et enfin aux garanties dans les systèmes de paiement et de règlement-livraison (C. mon. fin., art. L. 330-1 et C. mon. fin., art. L. 330-2).* » ; F. BARRIERE, « La fiducie, commentaire de la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 (première partie) », *Bull. Joly Sociétés*, 2007, n° 4, p. 440

et, d'autre part, parce que la pension dispose d'un régime propre¹. En tout état de cause, le dispositif *Collateral* harmonise le régime juridique applicable aux obligations nées d'une opération de marché.

220. La concurrence évincée des textes applicables au contrat de garantie financière et à l'obligation de couverture. Avant la loi du 26 juillet 2013², le régime du contrat de garantie financière coexistait aux côtés de la couverture. Cette coexistence a été supprimée par cette loi.

Avant la loi de séparation et de régulation des activités bancaires. Aux côtés de l'article L. 211-38 du Code monétaire et financier, l'ancien article L. 440-7 du Code monétaire et financier disposait que « *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 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.* »³. On comprend immédiatement que ces dépôts sont qualifiables de contrat de garantie financière avec transfert de propriété, mais la loi ne le précisait pas⁴.

Après la loi de séparation et de régulation des activités bancaires. La loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 harmonise le régime des couvertures de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier et celui du contrat de garantie financière. En ce sens, l'alinéa premier de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier a

¹ L. 211-27 à L. 211-34 du C. mon. fin.

² Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, préc.

³ D. ROBINE, « La réforme des couvertures par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires », *op. cit.*, n° 1 : « *L'une d'elles tient à l'existence de deux textes prévoyant les garanties spéciales au sein du Code monétaire et financier. Le premier, l'art. L. 440-7, est consacré à une garantie ancienne que l'on dénomme traditionnellement la couverture. Il s'agit de « dépôts », éventuellement complétés par des appels de marges, faits par un donneur d'ordres à un prestataire de services d'investissement ou à un adhérent compensateur en garantie de ses engagements. L'intermédiaire bénéficiaire sera amené à faire de même auprès de la chambre de compensation. Le second texte instituant une garantie spéciale est l'art. L. 211-38 du Code monétaire et financier qui prévoit la possibilité de recourir à ce que l'on a coutume d'appeler des « garanties financières ». »*

⁴ *Ibid.*, n° 2 : « *On s'est longtemps demandé si les garanties prévues par les art. L. 440-7 et L. 211-38 formaient une seule et même catégorie.* »

été réécrit et dispose désormais « *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 ces adhérents auprès d'une telle chambre en couverture ou garantie des positions prises sur des instruments financiers prennent la forme d'une garantie financière prévue à l'article L. 211-38 ou de toute autre forme prévue par les règles de fonctionnement* ». Ainsi, le dépôt initial de garantie est un contrat de garantie financière. Cette qualification est opportune, car parfaitement justifiée.

221. Une harmonisation opportune des articles L. 211-38 et L. 440-7 du Code monétaire et financier. D'abord, l'harmonisation du régime des garanties opérée par la loi de régulation et de séparation des activités bancaires est heureuse pour plusieurs raisons. Ensuite, l'articulation puis l'harmonisation de ces textes sont riches d'enseignements.

Une harmonisation heureuse car justifiée. L'harmonisation du régime des garanties est justifiée par plusieurs raisons : premièrement, les opérations de garanties lient dans les deux cas deux entités réglementées ; deuxièmement, la couverture ou le contrat de garantie financière a vocation à couvrir une obligation financière.

Première raison : une opération entre deux entités réglementées. Qu'il s'agisse du dépôt initial de garantie ou du contrat de garantie financière, ces garanties interviennent entre deux entités réglementées. Avant la loi du 26 juillet 2013, le rapprochement des deux régimes permettait déjà d'inclure dans le périmètre du dispositif *Collateral* les dépôts effectués au titre de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier. Les entités liées par l'obligation de couverture sont des entités réglementées au sens de la directive *Collateral*.

Seconde raison : la couverture est un contrat de garantie financière. Le contrat de garantie financière a vocation à couvrir les obligations financières tant négociées sur un marché réglementé que conclues de gré à gré. Ainsi, l'obligation financière ne saurait se réduire aux positions prises sur les marchés réglementés. En réalité, l'obligation financière contient notamment les positions prises sur un marché d'instruments financiers ce qui justifie l'utilité des deux textes. Par conséquent, le contrat de garantie financière qui a vocation à couvrir les obligations financières correspond notamment au dépôt initial de garantie. Cela justifie l'utilité du maintien des deux textes, car toute couverture est une garantie financière,

mais toute garantie financière n'est pas une couverture. L'utilité de ces deux textes se justifie également parce que les dépôts effectués en couverture ou garantie des positions ouvertes sur des marchés d'instruments financiers ne visent que la propriété-garantie, soit une seule des deux formes du contrat de garantie financière. Cela signifie que si l'obligation financière naît d'une position ouverte sur un marché d'instruments financiers, le contrat de garantie financière ne pourra revêtir la forme que d'un contrat de garantie financière avec transfert de propriété des actifs. Au-delà, la présence de ces deux textes est justifiée et heureuse dès lors que leur articulation exclut que le dépôt soit fourni sous la forme d'une sûreté. L'article L. 440-7 du Code monétaire et financier a donc vocation à ôter le choix ouvert par L. 211-38 du même Code quant à la forme de la garantie¹. La question est ouverte à nouveau par la réécriture de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier².

Les enseignements de l'articulation entre le contrat de garantie financière et le dépôt initial de couverture. Au-delà des remarques sémantiques concernant l'utilisation du mot « dépôt », des enseignements doivent être tirés de ces qualifications qui se superposent et s'entremêlent.

Premier enseignement : la qualification. Le terme de dépôt n'est pas heureux parce qu'il fait référence au contrat de dépôt de droit commun non translatif alors que, justement, le dépôt initial de garantie des positions ouvertes sur un marché d'instruments financiers est translatif. Ce n'est pas tant le dépôt, mais sa finalité qui est essentielle pour les opérateurs : la couverture ou la garantie. Par analogie au régime du contrat de garantie financière, ces dépôts correspondraient ainsi aux actifs transférés à titre de garantie. Néanmoins, peut-on justifier l'emploi d'une telle locution – le dépôt – par le fait que ce transfert de propriété, en l'absence de défaillance, ait vocation à n'être que temporaire et par suite à être rétrocedé ?

¹ S. PRAICHEUX, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, spéc. n° 11, p. 58 : « Il paraît en effet déraisonnable de conférer aux parties de l'opération financière une totale liberté dans le choix de leur sûreté, toutes les fois où cette opération entre dans le champ d'application de L. 442-6 [devenu L. 440-7], alors que cette disposition leur ôte précisément le bénéfice d'un tel choix. »

² D. ROBINE, « La réforme des couvertures par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires », *op. cit.*, spéc. n° 3 : « Elle a également inséré au sein du nouvel art. L. 440-7, al. 1er, la possibilité que la couverture prenne « toute autre forme prévue par les règles de fonctionnement » (que l'on comprend être les règles de la chambre de compensation). La formule est elliptique. La seule « autre forme » potentielle que l'on identifie est celle d'une sûreté réelle de droit commun. L'option offerte étend néanmoins le panel des garanties utilisables. Cet apport doit toutefois être relativisé au regard de la possibilité d'utiliser tout type de sûreté réelle mobilière dans le cadre de l'art. L. 211-38. L'option offerte suscite en réalité surtout des interrogations, alimentées par la confusion des textes, quant à la protection dont bénéficient les couvertures. »

Second enseignement : la volonté des parties évincée. La confrontation des articles L. 211-36 et suivants et L. 440-7 du Code monétaire et financier est riche d'enseignements à l'égard des qualifications des garanties en matière financière. Dès lors que le législateur n'abandonne pas la forme de la garantie à la volonté des parties, seule cette qualification légale doit prévaloir : « [...] *on peut penser 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* [...] »¹.

222. La concurrence des textes conservée entre le contrat de garantie financière avec transfert de propriété et la fiducie-sûreté de droit commun. Même si la fiducie a été consacrée avant l'heure sur les marchés à terme, la fiducie-sûreté du Code civil est bien distincte du contrat de garantie financière avec transfert de propriété. À la question de savoir si le contrat de garantie financière avec transfert de propriété est en concurrence avec la fiducie-sûreté de droit commun, il convient de répondre par l'affirmative. La concurrence des textes est conservée pour plusieurs raisons.

Le dépôt de garantie sur les marchés à terme : une fiducie avant l'heure. Depuis longtemps, les opérateurs des marchés à terme exigeaient des remises préalables à la conclusion d'un contrat à terme : il s'agit du dépôt initial de garantie. Il a vocation à couvrir les positions ouvertes sur les marchés à terme. La loi du 17 juin 1987 est venue compléter celle du 28 mars 1885 en prévoyant que les dépôts effectués en couverture des positions prises sur des contrats à terme lui sont acquis dès la constitution, aux fins de règlement du solde débiteur établi consécutivement à la liquidation d'office des positions. La loi MAF, en son fameux article 49, prévoyait que les dépôts ainsi effectués en garantie des positions prises sur un marché réglementé d'instruments financiers étaient transférés en pleine propriété à l'adhérent ou à la chambre aux fins de règlement du solde débiteur et de toutes autres sommes dues. Le mécanisme fiduciaire existait donc avant 2005 en matière financière et avant 2007 pour le droit commun. Mais le contrat de garantie financière n'est pas une fiducie-sûreté de droit commun.

¹ S. PRAICHEUX, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, n° 11, p. 58

Le contrat de garantie financière n'est pas une fiducie-sûreté de droit commun.

Le contrat de garantie financière avec transfert de propriété ne peut pas être confondu avec une fiducie-sûreté de droit commun, et ce pour trois raisons principales.

Première raison : le fiduciaire n'est pas une entité réglementée. L'article 2015 du Code civil réserve la possibilité d'être fiduciaire à un nombre limité de personnes ; il ne peut s'agir que des établissements de crédit, des établissements et services autorisés à faire des opérations de banque selon l'article L. 518-1 du Code monétaire et financier, des entreprises d'investissement, des entreprises d'assurances ou encore des avocats. En ce qui concerne le contrat de garantie financière avec transfert de propriété, la qualité des parties au contrat est dictée par la nature de l'obligation couverte. De deux choses l'une, soit les parties débitrice et créancière de l'obligation financière sont également le constituant et bénéficiaire du contrat de garantie financière, soit le contrat de garantie financière lie, en plus d'une partie contrainte par l'obligation financière, un tiers mandataire, commissionnaire ou stipulant pour autrui. Dans le premier cas, le critère *rationae personae* de qualification de l'obligation financière détermine la qualité des parties au contrat de garantie financière avec transfert de propriété. Si les obligations financières résultent de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers ou de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement et de livraison, les deux parties sont des entités réglementées. Au contraire, si les obligations financières résultent d'opérations sur instruments financiers, une seule des deux parties est une entité réglementée. On peut ainsi observer que le droit spécial des garanties financières est à la fois plus souple et plus limité que le droit commun. Le droit spécial des garanties financières est plus souple, car il ne détermine pas expressément la qualité requise de l'une des parties, soit le fiduciaire, mais subordonne la qualité des parties au contrat de garantie financière à celles étant respectivement créancière et débitrice de l'obligation financière ou l'une au moins d'entre elles. Mais le droit spécial relatif au contrat de garantie financière peut également apparaître comme plus drastique, car, d'une part, les parties en présence sont strictement liées à celles contraintes par l'obligation financière et, d'autre part, les critères de qualification *rationae personae* de l'obligation financière sont plus restrictifs que les exigences de droit commun relatives à la personne du fiduciaire.

Deuxième raison : le contrat de garantie financière avec transfert de propriété n'emporte pas la création d'un patrimoine fiduciaire. Le droit commun exige que le fiduciaire

tienne les biens, droits ou sûretés ou leur ensemble affectés dans un patrimoine distinct de celui qui lui est propre¹. La création d'un patrimoine d'affection exigé à titre de validité de tout contrat de fiducie-sûreté ne concerne pas le contrat de garantie financière avec transfert de propriété². Le contrat de garantie financière est une fiducie avant la fiducie : le transfert de propriété à titre de garantie existait sans être subordonné à la création d'un patrimoine fiduciaire. La condition inhérente à la création d'un patrimoine fiduciaire n'existe pas pour le contrat de garantie financière avec transfert de propriété³.

Troisième raison : la forme de la garantie financière n'est pas abandonnée à la volonté des parties. La question est celle du périmètre du régime applicable au contrat de garantie financière avec transfert de propriété. Bon nombre de contrats translatifs peuvent être rapprochés du contrat de garantie financière avec transfert de propriété : la vente à réméré, la convention de portage, le prêt de titres, la cession de créance professionnelle dite Dailly, la pension, la fiducie de droit commun⁴. La réponse à cette question a été partiellement donnée. En matière financière, dès lors que le législateur n'abandonne pas la forme de la garantie à la volonté des parties, il convient d'appliquer le régime spécial. Mais la question se complique lorsqu'elle vise un montage financier mêlant fiducie de droit commun et contrat de garantie financière avec transfert de propriété. Bien évidemment, il serait tentant pour certains de s'insérer discrètement dans le domaine du dispositif *Collateral* pour profiter de ses faveurs.

¹ Art. 2011 du C. civ.. V° P. PAILLER, *op. cit.*, n° 221, p. 242 : « Le Code monétaire et financier en consacre la validité dès lors qu'elle a pour objet la garantie d'une obligation financière au sens de l'art. L. 431-7-3-I du Code monétaire et financier, ce qui permet d'offrir une alternative à la cession de droit commun et à la cession de créance professionnelle, dont les conditions sont restrictives. »

² P. CROCQ, « Lacunes et limites de la loi au regard du droit des sûretés », *D.*, 2007, p. 1354 ; A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 353 p. 173. : « Faut-il en déduire que tous les autres mécanismes fiduciaires qui ne reposent pas sur un patrimoine d'affectation seraient remis en cause ? Assurément pas. »

³ P. PAILLER, *op. cit.*, n°s 220 et suiv., p. 240 et suiv.

⁴ Il convient d'écarter de cette liste la cession de créance à titre de garantie, autre que les cessions Dailly, dès lors que la jurisprudence requalifie le contrat en nantissement de créance. Com., 19 décembre 2006, n° 05-16.395, *Bull. civ. IV*, n° 250, p. 275 ; *JCP E*, 2007, p. 1131, note D. LEGEAIS ; *JCP E*, 2007, p. 1776, obs. P. DELEBECQUE ; *RDBF*, n° 1, janv. 2007, comm. 17, note D. LEGEAIS ; *Adde* P. CROCQ, « L'étrange refus de la cession de créance de droit commun à titre de garantie », *RTD civ.*, 2007, p. 160 ; Ch. LARROUMET, « La cession de créance de droit commun à titre de garantie », *D.*, 2007, p. 344 ; R. DAMMANN et G. PODEUR, « Cession de créances à titre de garantie : la révolution n'a pas eu lieu », *D.*, 2007, p. 319 ; F.-J. CRÉDOT et T. SAMIN, « Requalification en nantissement », *RDBF*, n° 2, 2007, p. 52 ; J. STOUFFLET, « Le nantissement de meubles incorporels », *JCP G*, 2006, supplément au n° 20, p. 19 ; D. LEGEAIS, « La cession de créance à titre de garantie, hors les cas prévus par la loi, est constitutive d'un simple nantissement de créance », *JCP E*, n° 16, 2007, 10067 ; J.-F. ADELLE, « L'adoption de la fiducie a-t-elle remédié à la prohibition des cessions de créances en garantie de droit commun ? », *RDBF*, n° 2, mars 2007, étude 5 ; Com., 26 mai 2010, n° 09-13.388, *Bull. civ. IV*, n° 94 ; *D.*, 2010, p. 578, obs. X. DELPECH, *JCP G*, n° 26, 2011, p. 770, obs. P. SIMLER et Ph. DELEBECQUE ; *Adde* M.-E. MATHIEU, « Le nantissement de créances notifié : une sûreté devenue absolue ? - Réflexions pratiques autour de la décision de la Chambre commerciale du 26 mai 2010 », *RDBF*, n° 5, sept. 2010, étude 22 ; A. CERLES, « La cession de créance à titre de garantie », *RDBF*, n° 4, juill. 2010, comm. 142 ; F.-J. CRÉDOT et T. SAMIN, « Cession à titre de garantie », *RDBF*, n° 3, mai 2010, comm. 84

Tout d'abord, dans l'hypothèse d'un contentieux, le juge n'est pas lié par la qualification qu'ont donnée les parties au contrat¹. Autrement dit, dans le cadre d'un montage financier, si une contestation est nourrie de l'exclusion d'un des intervenants ou encore d'un des actifs du terrain d'élection de la directive *Collateral*, le juge peut parfaitement procéder à la requalification du contrat de garantie financière en fiducie de droit commun. Dans un sens, il s'agirait de tenter de s'insérer, grâce à un ensemble contractuel, dans le champ d'application d'un régime dérogatoire favorable ; dans l'autre, au contraire, il s'agirait de dépecer le contrat en raison de la non-éligibilité de certaines personnes ou de certains actifs à ce même régime de faveur. Ce régime de faveur est facteur de risques².

223. Les dangers du contrat de garantie financière avec transfert de propriété : l'incapacité du bénéficiaire de rétrocéder les actifs transférés en garantie. D'abord, le constat est le suivant : le danger réside dans le risque d'inexécution par le bénéficiaire de la garantie financière de son obligation de restitution ou de rétrocession. Ensuite, des préconisations peuvent être formulées pour lutter contre ce risque d'inexécution.

Le constat. Le danger réside dans le risque de l'inexécution de l'obligation de restitution ou de rétrocession : le danger vise tant le contrat de garantie financière avec constitution de sûreté et stipulation d'un droit de réutilisation que le contrat de garantie financière avec transfert de propriété. La créance de restitution ou de rétrocession génère un risque identique pour le garant. En effet, ce dernier supporte le risque inhérent à la réutilisation ou transfert des actifs remis ou transférés en garantie par le bénéficiaire et son impossibilité, à échéance, de les rétrocéder³.

La préconisation. Il y a donc un risque comparable dans les deux cas de figure qui invite à préconiser une *Collateralisation* réciproque en cas de transfert d'un actif susceptible de devoir être rétrocédé en application d'un contrat de garantie financière avec transfert de

¹ Art. 12 du C. proc. civ.

² *Infra* n^{os} 439 et suiv.

³ S. PRAICHEUX, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, p. 57 : « *Cependant, les rapports peuvent s'inverser à échéance si le débiteur exécute sa dette principale, alors que le créancier ne peut restituer le bien qui lui a été remis en pleine propriété à titre de garantie...* ». Selon cet auteur, il s'agit du risque au cas dans lequel le bénéficiaire du contrat de garantie financière avec transfert de propriété aliène l'actif transféré en garantie à son propre créancier et qu'il est mis en faillite ou ne serait incapable de rétrocéder le bien pour tout autre motif tel que l'illiquidité des titres ou l'assèchement du marché.

propriété. Il convient de recommander aux parties d'envisager l'hypothèse de l'impossibilité du fiduciaire de rétrocéder en stipulant, par exemple, que la sortie du patrimoine du fiduciaire des actifs transférés en garantie, avant le terme de l'opération financière, oblige le fiduciaire à constituer ou transmettre une garantie équivalente à son bénéficiaire.

Conclusion de la sous-section II

224. L'anticipation des risques financiers de l'opération de marché se manifeste par la garantie de l'exécution des obligations financières. Le contrat de garantie financière couvre le risque d'inexécution des obligations financières nées d'une opération de marché. Le régime de cette garantie présente deux particularités : d'une part, celles liées à la nature de l'obligation garantie et, d'autre part, celles liées à la forme de la garantie.

225. La première particularité du contrat de garantie financière est liée à la nature de l'obligation financière et aux parties liées par la garantie. Lorsque le contrat de garantie financière est conclu entre deux entités réglementées, la garantie est valablement constituée sans exigence d'un acte formel. Ainsi, le contrat de garantie financière conclu entre deux entités réglementées est un contrat réel. À l'inverse, les formalités sont maintenues lorsque le contrat de garantie financière ne lie qu'une seule entité réglementée. Par conséquent, le dispositif *Collateral* permet la constitution de garantie sans aucun formalisme. Il s'agit d'une réponse donnée à la demande formulée par les opérateurs du système financier. Cela étant, le recul du formalisme doit être réservé à la matière financière et ne peut être considéré comme un vecteur de perfectionnement transposable au droit commun¹.

226. La seconde particularité du contrat de garantie financière est justifiée par les deux formes possibles du contrat de garantie financière : il peut s'agir soit d'un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté, soit d'un contrat de garantie financière avec transfert de propriété. D'abord s'agissant du contrat de garantie financière avec constitution de sûreté, le dispositif *Collateral* met en place une faculté de réutilisation qui permet au propriétaire de

¹ D. LEGEAIS, « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », *op. cit.*, p. 368 : « Dans un souci légitime de rendre la place financière de Paris compétitive face à ses concurrentes, le législateur a introduit un régime de garanties utilisées sur les marchés financiers dérogeant largement au droit commun. Il a ainsi pu satisfaire les aspirations à la simplicité et à l'efficacité des garanties souhaitées par les différents opérateurs. Pour parvenir à ce résultat, le législateur a choisi d'alléger le formalisme des garanties et de déclarer inapplicables toutes les dispositions du droit des procédures collectives de nature à affaiblir leur portée. Pour les créanciers, il s'agit assurément de perfectionnements significatifs. Il semble cependant difficile d'envisager la généralisation de tels principes. »

bénéficiaire des attributs du droit de propriété, sans être propriétaire des actifs remis en garantie. Le bénéficiaire réutilisateur devient, s'il réutilise les actifs remis en garantie, débiteur d'une obligation de restitution envers le constituant. La faillite de LEHMAN BROTHERS a démontré les limites du dispositif. Il s'agit de l'exemple topique des conséquences de la défaillance de celui qui ne devait pas défaillir : l'incapacité du bénéficiaire réutilisateur de restituer les actifs remis en garantie. Des palliatifs peuvent être proposés face à cette situation. Le premier tient à la ségrégation des actifs remis en garantie. Le second réside dans une *Collateralisation* réciproque en cas d'exercice du droit de réutilisation par le bénéficiaire. Ensuite, s'agissant du contrat de garantie financière avec transfert de propriété, les apports du dispositif *Collateral* sont limités pour deux raisons : d'une part, la fiducie-sûreté n'est pas une nouveauté introduite par la directive et, d'autre part, la loi de séparation et de régulation des activités bancaires a harmonisé les difficultés des dispositifs concurrents de garantie en qualifiant la couverture de contrat de garantie financière. Les limites relatives au contrat de garantie financière avec constitution de sûretés sont transposables au contrat de garantie financière avec transfert de propriété : il s'agit de l'incapacité du bénéficiaire de rétrocéder les actifs transférés à titre de garantie.

Conclusion de la section I

227. L'encadrement du risque de système exige d'anticiper les financiers d'une opération de marché. La garantie de l'exécution des obligations financières nées d'une opération de marché est assurée par le contrat de garantie financière. Cette garantie peut revêtir deux formes : l'une translatrice de propriété, l'autre non translatrice de propriété. Ces deux formes de garanties financières présentent, d'un côté, un régime commun, de l'autre, des particularismes en raison de leur forme. Ainsi, le régime de garantie spécifique dédiée à la couverture du risque d'inexécution des obligations financières un régime juridique commun et particulier.

228. D'abord, s'agissant du régime commun de la garantie des obligations financières, tout contrat de garantie financière couvre le risque d'inexécution des obligations financières par la remise ou le transfert de propriété de certains actifs. Le socle commun du régime de la garantie financière est constitué par l'obligation garantie et les actifs remis ou transférés en garantie.

229. Ensuite, s'agissant du régime particulier de la garantie des obligations financières, la spécificité de l'obligation garantie et la forme de la garantie financière justifient la distinction. Mais, si un régime particulier peut être dégagé selon que la garantie financière est translative ou non de propriété, toutes les deux présentent une limite commune : l'incapacité du bénéficiaire de la garantie soit de restituer les actifs remis en garantie dans le cadre d'un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté, soit de rétrocéder les actifs transférés en garantie dans le cadre d'un contrat de garantie financière avec transfert de propriété. Dans ces deux cas, la ségrégation des actifs remis ou transférés en garantie et la *Collatéralisation* réciproque apparaissent comme des remèdes.

230. L'encadrement du risque d'inexécution des obligations financières est assuré par la conclusion d'un contrat de garantie financière : il s'agit d'une anticipation contractuelle bilatérale. Mais le contrat de garantie financière n'est pas le seul dispositif d'anticipation du risque crédit, il existe également un mécanisme de garantie collective.

SECTION II. L'ANTICIPATION DU RISQUE CRÉDIT PAR UN MÉCANISME DE GARANTIE COLLECTIVE

231. **Plan.** L'anticipation du risque d'inexécution des obligations financières est assurée par l'intervention d'un fonds de garantie. Parmi les fonds de garantie existants, il existe le fonds de garantie des dépôts¹. En réalité, ce fonds de garantie des dépôts repose sur un système d'indemnisation à destination des déposants², qui ne sont pas des intermédiaires du système financier. Le dispositif *Collateral* est un dispositif destiné aux membres du système financier, c'est-à-dire aux entités qui, en raison des opérations qu'elles concluent ou intermédièrent, sont un foyer de risque de système. Tel n'est pas le cas du simple déposant. Ainsi, l'anticipation du risque crédit par un mécanisme de garantie collective intervient grâce au fonds de gestion de la défaillance mis en place par *LCH.Clearenet* SA. Le risque d'inexécution des obligations financières peut être couvert par une garantie bilatérale ou collective. L'anticipation de ce risque par une garantie collective repose sur l'existence et le fonctionnement d'un fonds de garantie – le fonds de gestion de la défaillance – qui a vocation à anticiper la survenance du risque de contrepartie. Ainsi, l'anticipation du risque d'inexécution des obligations financières

¹ Le fonds de garantie des dépôts est régi par les art. L. 312-4 à L. 312-16 du C. mon. fin.

² Art. L. 312-4 du C. mon. fin.

intervient, d'une part, par l'alimentation de ce fonds de garantie de la défaillance (§1) et, d'autre part, par la mobilisation possible, le cas échéant, de ce fonds de garantie (§1).

§1. L'anticipation du risque crédit par l'alimentation du fonds de gestion de la défaillance

232. **Plan.** L'anticipation du risque crédit se manifeste, dans le cadre du système de compensation multilatérale, par un système collectif de garantie. Il s'agit d'envisager tant les objectifs (A) que les moyens du fonds de gestion de la défaillance (B).

A. Les objectifs

233. **Présentation.** Le fonds de garantie de la compensation que constitue le fonds de gestion de la défaillance se subdivise en trois fonds de garantie qui poursuivent un objectif commun.

234. **Les fonds de gestion de la défaillance mis en place par LCH.Clearnet SA.** Le fonds de garantie de la compensation est institué par la chambre de compensation gérée par LCH.Clearnet SA¹. Il existe trois fonds de gestion de la défaillance².

Le premier fonds de garantie de la défaillance : le fonds de garantie de la défaillance – cash et dérivés. Le premier fonds de gestion de la défaillance est mis en place pour certains adhérents compensateurs. Ils doivent remplir des exigences capitalistiques spécifiques³ et être autorisés à compenser les opérations afférentes aux titres et aux dérivés⁴.

Le deuxième fonds de garantie de la défaillance : le fonds de gestion de la défaillance – produits de taux. Le deuxième fonds de gestion de la défaillance est mis en place pour certains adhérents compensateurs. Ces adhérents compensateurs doivent répondre aux exigences des dispositions relatives aux plates-formes de négociation et appariement et

¹ Règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA, V° « Fonds de gestion de la défaillance »

² Art. 4.3.0.1 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

³ Section 2.3.2 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

⁴ Art. 4.3.0.1 i) des règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

MTS Italie¹ et être autorisés à compenser des transactions exécutées ou déclarées sur les plates-formes de négociation et appariement, ou sur le marché réglementé MTS Italie².

Troisième fonds de garantie de la défaillance : le fonds de gestion de la défaillance des pensions livrées tripartites. Le troisième fonds de gestion de la défaillance est mis en place pour certains adhérents compensateurs. Ces adhérents compensateurs doivent répondre aux exigences des dispositions relatives au MTS Italie³ et être autorisés à compenser les opérations de pensions livrées tripartites. Ces trois fonds poursuivent un objectif commun.

235. **L'objectif commun des fonds de gestion de la défaillance.** Les règles de la compensation prennent soin de préciser que les trois fonds de gestion de la défaillance poursuivent un objectif commun⁴ : la couverture « des pertes résultant d'un cas de défaillance »⁵. Des moyens sont assignés à la gestion de la défaillance.

B. Les moyens

236. **Présentation.** L'anticipation du risque crédit⁶ par un mécanisme collectif de garantie repose sur une technique de mutualisation des risques⁷. Ainsi, les adhérents compensateurs doivent contribuer au fonds de gestion de la défaillance. L'obligation de contribuer au fonds

¹ Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, v° « MTS Italie »

² Art. 4.3.0.1 ii) des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

³ Section 2.3.3 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁴ Art. 4.3.0.1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁵ Art. 4.3.0.1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁶ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 797, p. 346 et 347 : « L'intérêt du fonds de garantie est qu'il est exclusivement destiné à couvrir le risque de défaillance d'un participant et qu'il est directement affecté au dénouement de la compensation multilatérale. »

⁷ *Ibid.*, n° 797, p. 346-347 : « Il s'agit donc d'un système de garantie sui generis, dans lequel les débiteurs potentiels mutualisent le risque de leur propre défaillance et qui peut être mise en œuvre sans qu'aucune exception ne puisse être opposée aux bénéficiaires. » ; A.-C. MULLER, « Aléa et marchés financiers », in *L'aléa Journées nationales Tome XIV Le Mans*, Dalloz, Coll. Thèmes et commentaires, Association Henri Capitant, p. 75 et suiv., spéc. p. 94 : « Ce fonds de garantie est alimenté par les adhérents, on retrouve là une forme de mutualisation des risques semblable à celle de l'assurance. » ; P. CROCQ, *op. cit.*, n° 285, p. 236 : « On peut seulement remarquer que la garantie a un domine alors plus vaste que la sûreté : elle ne concerne pas seulement le droit du crédit et peut prémunir contre autre chose que l'inexécution d'une obligation. Ainsi l'assurance est une garantie contre la survenance d'un risque quelconque mais la qualification de sûreté ne pourrait être envisagée que dans le seul cas où ce risque est l'inexécution par un débiteur de son obligation : assurance-insolvabilité ou assurance-caution. »

de gestion de la défaillance est exécutée par la conclusion d'un contrat de garantie financière¹, garantie réelle², exclusive toute garantie personnelle³.

237. **La contribution des adhérents au fonds de défaillance.** La contribution des adhérents au fonds de défaillance revêt deux formes : soit il s'agit d'un contrat de garantie financière avec transfert de propriété au profit de la chambre de compensation, soit il s'agit d'un contrat de garantie financière avec transfert de propriété au profit de la banque centrale qui garantit, à son tour, l'adhérent envers la chambre⁴. Ainsi, la contribution au fonds de défaillance est soit un contrat de garantie financière entre l'adhérent et la chambre, soit un contrat de contre-garantie financière entre la banque centrale et la chambre. Envisageons chacune de ces deux formes de contribution au fonds de défaillance.

238. **Première forme de contribution au fonds de défaillance : un contrat de garantie financière entre l'adhérent et la chambre de compensation.** La première forme de contribution au fonds de défaillance par l'adhérent compensateur est exécutée par un transfert de « collateral » au profit de la chambre de compensation⁵. En réalité, il faut entendre par le terme « collateral », actifs remis ou transférés à titre de garantie de l'exécution des obligations de l'adhérent. Or les obligations à la charge de l'adhérent sont des obligations financières. Donc, la couverture des obligations financières à la charge de l'adhérent par le transfert de « collateral » pour alimenter le fonds de défaillance est un contrat de garantie financière.

239. **Seconde forme de contribution au fonds de défaillance : un contrat de garantie financière entre la chambre de compensation et la Banque centrale puis une contre-**

¹ Bien avant la directive *Collateral*, un auteur visionnaire avait proposé une qualification conforme à celle que nous défendons : voir sur ce point S. PRAICHEUX, *op. cit.*, n^{os} 211 et suiv., p. 150 et suiv., spéc. n^o 226, p. 152 et 153 : « *Le mécanisme de Fonds de garantie de la compensation désigne donc une garantie donnée par chaque adhérent au bénéfice de chacun des autres adhérents. Les dettes garanties sont celles qui sont souscrites entre les adhérents à la chambre de compensation.* » ; D. ROBINE, *op. cit.*, n^o 641, p. 364

² S. PRAICHEUX, *op. cit.*, n^{os} 227 et suiv., p. 153 et suiv. ; M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n^o 797, p. 346 : « *Le fonds de garantie appartient à la catégorie des garanties réelles. Il en a l'efficacité, puisqu'il peut être mobilisé dès que le risque qu'il couvre se produit. Sa mise en œuvre ne peut être entravée par aucune exception tenant à l'attitude de celui qui est à l'origine du risque ou à celle de celui qui bénéficie de la garantie.* »

³ Un auteur a pu défendre que le fonds de garantie de compensation était, en réalité, une variété de cautionnement (S. PRAICHEUX, *op. cit.*, n^{os} 227 et suiv., p. 153 et suiv.). Cela étant, la qualification de contrat de garantie financière exclut tout cautionnement. S'agissant du rejet du cautionnement pour qualifier la nature juridique du fonds de garantie, V^o M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n^{os} 794 et suiv., p. 344 et suiv.

⁴ Art. 4.3.1.1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁵ Art. 4.3.1.1(i) des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA* ; Chapitre 1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, V^o « Collateral »

garantie financière entre la Banque centrale et l'adhérent. La seconde forme de contribution au fonds de défaillance par l'adhérent compensateur est exécutée, d'abord, par un transfert direct ou indirect à une Banque centrale d'actifs, puis, par l'émission par une Banque centrale d'une garantie au profit de la chambre de compensation. Deux qualifications de cette seconde forme de contribution au fonds de défaillance sont possibles. D'une part, ces deux contrats sont des contrats de garantie financière. D'autre part, le contrat de garantie financière conclue par la Banque centrale trouve sa cause dans le contrat de garantie financière conclu par l'adhérent à son profit : il s'agit d'un contrat de contre-garantie financière émis par la banque centrale au profit de la chambre de compensation.

Première qualification : deux contrats de garantie financière de l'adhérent envers la Banque centrale et de la Banque centrale envers la chambre de compensation.

Ces deux contrats sont des contrats de garantie financière, car, d'une part, ils sont conclus entre personnes réglementées¹ et, d'autre part, en couverture des obligations financières à la charge de l'adhérent. Or un contrat de garantie financière a vocation à couvrir des obligations financières. Donc, la contribution au fonds de défaillance par le transfert d'actifs par l'adhérent au profit de la Banque centrale est un contrat de garantie financière.

Seconde qualification : un contrat de contre-garantie financière conclu par la Banque centrale envers la chambre de compensation. La garantie conclue par l'adhérent envers la banque centrale l'est « en vue » de la garantie conclue par la Banque centrale envers la chambre de compensation². Que doit-on comprendre par l'expression « en vue » employée par les règles de la compensation édictées par *LCH.Clearent SA* ? Il convient d'entendre par l'emploi de l'expression « en vue » que le contrat de garantie financière conclu entre la banque centrale et la chambre de compensation trouve sa cause dans le contrat de garantie financière conclu entre la banque centrale et l'adhérent. La conclusion d'un contrat de garantie entre la Banque centrale et l'adhérent est la condition de la conclusion du contrat de garantie entre la Banque centrale et la chambre de compensation. Dans ce cas, le contrat conclu entre la Banque centrale et la chambre de compensation est une garantie conditionnée

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 790, p. 343 : « C'est donc en qualité des personnes engendrant un risque à l'égard de la communauté que l'adhérent doit contribuer au fonds. »

² Art. 4.3.1.1(ii) des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearent SA*

par la contre-garantie réelle conclue entre l'adhérent et la Banque centrale¹. Donc, la contribution au fonds de défaillance peut également reposer sur la conclusion successive de deux contrats de garantie financière : le premier entre la chambre de compensation et la Banque centrale ; le second, entre la Banque centrale et l'adhérent. Ce second contrat de garantie financière est un contrat de contre-garantie financière. Il convient d'envisager le cas de l'inexécution de l'obligation de contribution au fonds de garantie de la défaillance.

240. **La sanction de l'inexécution de l'obligation de contribution au fonds de gestion de la défaillance.** La sanction de l'inexécution de l'obligation de contribuer au fonds de gestion de la défaillance révèle les qualifications et les fonctions de ce mécanisme collectif de garantie.

La sanction de l'inexécution de l'obligation de contribution au fonds de gestion de la défaillance : la liquidation d'office des positions. La contribution au fonds de gestion de la défaillance s'exécute par le transfert d'actifs à titre de garantie. Ce contrat de garantie financière est, selon les termes consacrés par les règles de la compensation, un « collatéral ». Or l'inexécution de l'obligation de transférer un « collatéral » est sanctionnée par la liquidation d'office des positions². La nature de la sanction de l'inexécution par l'adhérent compensateur de son obligation de contribution au fonds de gestion de la défaillance permet de qualifier juridiquement tant l'intervention que l'alimentation du fonds de garantie de la défaillance et, par suite, d'en déterminer les fonctions respectives.

Les qualifications et fonctions du fonds de gestions de la défaillance. La sanction de l'inexécution de l'obligation de contribuer au fonds de gestion de la défaillance permet de dégager les qualifications et fonctions, d'abord, de l'obligation de contribution, ensuite, de l'obligation de rechargement.

¹ Art. 4.3.1.1 *in fine* des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA* ; C. HOUIN-BRESSAND, *Les contre-garanties*, Thèse Paris II, 2004, Préf. H. SYNDET, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de Thèses, vol. 54, 2006, n° 164, p. 132 : « *Se présentent comme des contre-garanties réelles, les techniques de garantie dont l'objet est de couvrir le garant par l'attribution d'un droit réel sur le patrimoine du débiteur. [...] Aux côtés du gage-espèces, le débiteur peut en outre constituer en faveur du garant d'autres garanties réelles, telles qu'un nantissement ou une hypothèque, s'il est propriétaire d'un immeuble.* »

² Art. 4.5.3.1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

Premièrement, les qualifications et fonctions de l'obligation de contribution au fonds de gestion de la défaillance. Le fonds de gestion de la défaillance est un contrat de garantie financière¹. Or, nous savons que la conclusion d'un contrat de garantie financière est une condition d'accès au marché puisque l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation est conditionné à la fourniture du dépôt initial de garantie. La contribution initiale au fonds de gestion de la défaillance est une condition d'accès au marché. Les règles de la compensation prévoient également des contributions de rechargements².

Deuxièmement, les qualifications et fonctions de l'obligation de contribution de rechargement au fonds de gestion de la défaillance. Si la quote-part de la contribution de l'adhérent au fonds de gestion de la défaillance est utilisée, l'adhérent devra ensuite reconstituer l'assiette du contrat de garantie financière. Les règles de la compensation nomment la reconstitution de l'assiette du contrat de garantie financière de « contribution complémentaire ». Nous savons que l'actualisation de l'assiette du contrat de garantie financière est une obligation financière. Or l'inexécution des obligations financières est sanctionnée par la liquidation d'office des positions. Ainsi, l'exécution de l'obligation de paiement des contributions complémentaires est une obligation financière et permet de se maintenir sur le marché. Il convient désormais d'envisager la mise en œuvre de la mobilisation du fonds de garantie de la défaillance, c'est-à-dire la mobilisation du fonds de gestion de la défaillance.

§2. La mobilisation du fonds de gestion de la défaillance

241. **Plan.** L'éventuelle mobilisation du fonds de gestion de la défaillance est une anticipation du risque d'inexécution des obligations financières. Chacun des adhérents contribue au fonds de gestion de la défaillance en couverture d'une éventuelle défaillance de l'un d'entre eux. La défaillance est la condition **(A)** de mise en œuvre du fonds de gestion de la défaillance **(B)**.

¹ Art. 4.3.2.4 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

² Art. 4.3.3.1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

A. Les conditions de la mise en œuvre du fonds de gestion de la défaillance

242. **Présentation.** La mobilisation¹ du fonds de gestion de la défaillance est conditionnée par l'existence d'un cas de défaillance.

243. **La mobilisation.** La mobilisation est définie comme « une opération par laquelle un créancier retrouve auprès d'un organisme, appelé organisme mobilisateur, la disponibilité des sommes qu'il a prêtées à son prêteur »². Cette définition ne convient pas parfaitement à la mobilisation dont il est question au sujet du fonds de défaillance. En réalité, les règles de la compensation emploient le terme de « mobilisation » comme synonyme de la mise en œuvre du fonds de gestion de la défaillance. Il conviendrait plutôt de définir la mobilisation du fonds de gestion de la défaillance comme une opération par laquelle l'adhérent contributeur couvert contre le risque de défaillance des autres adhérents contributeurs est indemnisé par la mobilisation du fonds de gestion de la défaillance à hauteur des pertes encourues estimées résultant de, consécutives à ou en relation avec un cas de défaillance. La mobilisation du fonds de gestion de la défaillance correspond à sa mise en œuvre. Le cas de défaillance est la condition de la mobilisation du fonds de gestion de la défaillance.

244. **La condition de la mobilisation : un cas de défaillance.** La mobilisation du fonds de gestion de la défaillance est, conformément à sa qualification de contrat de garantie financière, subordonnée à la « survenance d'un cas de défaillance »³. Les règles de la compensation visent indistinctement la défaillance contractuelle et l'insolvabilité⁴. La défaillance contractuelle est caractérisée par la situation dans laquelle l'adhérent compensateur ne peut plus, ou semble ne plus pouvoir, être capable de remplir ses obligations prévues par les règles de la compensation⁵. Quant au cas d'insolvabilité, il s'agit de la situation dans laquelle l'adhérent compensateur est soumis à une procédure d'insolvabilité ou semble susceptible de l'être, eu égard aux informations publiques disponibles⁶. La mobilisation du fonds de gestion de la défaillance est conditionnée par l'existence d'un cas de défaillance qui correspond à l'inexécution des obligations financières à la charge des

¹ Art. 4.3.2.1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

² B. SOUSI-ROUBI, *op. cit.*, V° « mobilisation »

³ Art. 4.3.2.1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁴ Règles de la compensation, *LCH.Clearnet SA*, V° « cas de défaillance »

⁵ Règles de la compensation, *LCH.Clearnet SA*, V° « cas de défaillance contractuelle »

⁶ Règles de la compensation, *LCH.Clearnet SA*, V° « cas d'insolvabilité »

adhérents compensateurs. En raison de la défaillance d'un adhérent, le fonds de gestion de la défaillance est mobilisé.

B. La mise en œuvre du fonds de gestion de la défaillance

245. **Présentation.** La « mobilisation » du fonds de gestion de la défaillance correspond à sa mise en œuvre. La question est alors de savoir à quelle hauteur et comment le fonds de gestion de la défaillance est mobilisé. La réponse apportée à ces deux questions permet de rejeter la qualification indemnitaire de l'intervention du fonds de garantie.

246. **Le quantum de la mobilisation du fonds de gestion de défaillance.** Le fonds de gestion de la défaillance est autorisé à mobiliser les sommes nécessaires pour couvrir « *les pertes encourues estimées résultant de, consécutives à ou en relation avec un cas de défaillance* »¹. Ces sommes mobilisées servent à assurer l'exécution des obligations consécutives à l'entrée dans un système multilatéral de compensation et à assurer l'exécution des obligations de remboursement des prêts et des obligations de paiement des « *dépenses, intérêts, dommages et autres charges corollaires* »².

247. **La méthode de mobilisation du fonds de gestion de la défaillance.** La mobilisation du fonds de gestion de la défaillance est employée comme un ultime recours³. Elle n'intervient qu'après une tentative de la chambre de compensation de régler les sommes par la liquidation d'office des positions qui implique la compensation des dettes et créances afférentes aux obligations financières avec celles afférentes au contrat de garantie financière⁴. Si la compensation des dettes et créances afférentes aux obligations financières avec celles afférentes au contrat de garantie financière ne permet pas un paiement complet des sommes dues par un adhérent compensateur à un autre, alors la chambre de compensation prélève la somme sur les contributions de l'adhérent compensateur défaillant sur sa contribution au

¹ Art. 4.3.2.1 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

² Art. 4.3.2.3 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

³ A.-C. MULLER, « Aléa et marchés financiers », *op. cit.*, spéc. p. 94 : « *Ce fonds de garantie est alimenté par les adhérents, on retrouve là une forme de mutualisation des risques semblable à celle de l'assurance. Mais avant d'en arriver à ce qui est considéré comme une situation extrême, les règles de marché contiennent des dispositions visant à prévenir l'exécution.* »

⁴ L. 211-38-I al. 2 du C. mon. fin.

fonds de garantie de la défaillance¹. La question est de savoir si ces sommes versées en raison de la survenance sont des indemnisations ou non. En réalité, non il ne s'agit pas d'un régime indemnitaire, mais de la mise en œuvre d'un contrat de garantie financière.

248. **La mise en œuvre d'un contrat de garantie financière : le rejet d'un mécanisme indemnitaire.** La mobilisation du fonds de gestion de la défaillance a pu être qualifiée de mobilisation d'un fonds indemnitaire. En réalité, la nature indemnitaire s'est révélée inadaptée pour révéler la catégorie juridique à laquelle appartient le fonds de gestion de la défaillance². C'est une garantie financière réelle reposant sur un mécanisme de contributions collectives des adhérents compensateurs destinés à couvrir les adhérents compensateurs de leur défaillance envers la chambre de compensation.

Conclusion de la section II

249. L'anticipation du risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières est assurée par un mécanisme collectif de garantie dans le cadre d'un système de compensation multilatérale. Il s'agit du fonds de gestion de la défaillance qui a vocation à couvrir le risque de pertes consécutif à l'inexécution des obligations financières à la charge des adhérents. Chacun des adhérents est tenu d'alimenter le fonds de gestion de la défaillance. Si l'adhérent n'exécute pas cette obligation, ses positions sont liquidées d'office. L'alimentation du fonds de gestion de la défaillance se manifeste par la conclusion d'un contrat de garantie financière et par l'actualisation de son assiette, c'est-à-dire par l'exécution d'une obligation financière.

Conclusion du chapitre I

250. L'anticipation des risques financiers de l'opération de marché est assurée par les mécanismes de garantie de l'exécution des obligations financière. Il s'agit soit d'un mécanisme bilatéral de garantie, soit d'un mécanisme collectif de garantie.

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 791, p. 343 et 344 : « *Toutefois, avant de recourir au fonds de garantie, LCH.Clearnet essaye de procéder au règlement forcé du solde par réalisation des couvertures remise par l'adhérent. Si cela s'avère insuffisant, elle prélève le montant restant sur sa contribution au fonds de garantie. [...] Ainsi, la quote-part de l'adhérent est utilisée en première ligne, les quotes-parts des autres adhérents n'étant utilisées au prorata de leur contribution qu'en cas d'insuffisance.* »

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 796, p. 346

251. Dans le premier cas, le risque d'inexécution des obligations financières est couvert par la conclusion d'un contrat de garantie financière. Cette garantie peut être translatrice ou non translatrice de propriété. Ces deux formes de garantie financière sont soumises à un régime juridique commun. Mais, comme le contrat de garantie financière peut être ou non translatif de propriété, un régime particulier de la garantie est dégagé selon qu'il s'agisse d'un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté ou avec transfert de propriété. L'étude du régime particulier de la garantie de l'exécution des obligations financières révèle la limite de contrat, à savoir l'incapacité de son bénéficiaire de restituer ou de rétrocéder les actifs remis ou transférés en garantie. Ainsi, nous proposons de recourir à une *Collatéralisation* réciproque en cas d'utilisation ou de réutilisation des actifs remis ou transférés en garantie.

252. Dans le second cas, le risque d'inexécution des obligations financières est couvert par un mécanisme collectif de garantie, le fonds de garantie de la défaillance. Chacun des adhérents alimente ce fonds par la conclusion d'un contrat de garantie financière et l'exécution d'obligations financières qui correspondent à l'actualisation de l'assiette de la garantie (le rechargement). Le fonds de gestion de la défaillance est susceptible d'être mobilisé pour couvrir les pertes consécutives à l'inexécution des obligations financières.

253. Parce que les obligations financières naissent d'une opération de marché, l'anticipation des risques financiers de l'opération de marché implique de garantir l'exécution des obligations financières. Mais ce contrat de garantie financière doit être efficace. Ainsi, non seulement les obligations financières doivent être couvertes par un contrat de garantie financière, mais cette garantie doit aussi être protégée de toute remise en cause.

CHAPITRE 2. LA PROTECTION DE LA GARANTIE DE L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES

254. **Plan.** L'encadrement des risques financiers de l'opération de marché implique celui du risque crédit afin qu'il ne se mue pas en risque de système. La propagation du risque crédit, c'est-à-dire du risque d'inexécution des obligations financières, justifie la mise en place d'un contrat de garantie financière. Mais la sécurité du système financier ne saurait être assurée sans garantir l'efficacité de cette garantie. Ainsi, le dispositif *Collateral* élabore un régime de faveur pour cette garantie en évinçant l'application des règles susceptibles d'anéantir l'efficacité de la garantie financière. La directive évince le risque juridique qui est un risque opérationnel susceptible de générer un risque crédit foyer du risque de système. En réalité, ce risque juridique émane soit du droit interne (**SECTION I**), soit du droit international (**SECTION II**).

SECTION I. LE TRAITEMENT DES RISQUES DE DROIT INTERNE

255. **Plan.** En droit interne, il existe deux risques juridiques majeurs susceptibles de remettre en cause l'efficacité du contrat de garantie financière et, par suite, l'exécution par le garant des obligations financières. Il s'agit, d'une part, des procédures civiles d'exécution (§1) et, d'autre part, des procédures collectives (§2).

§1. Le traitement du risque émanant des procédures civiles d'exécution

256. **Plan.** Le premier risque juridique de droit interne est les effets des procédures civiles d'exécution. Les effets d'une procédure civile d'exécution sont un danger pour la bonne exécution des obligations financières. Il convient d'abord d'identifier les risques qu'implique la mise en œuvre des règles relatives aux procédures civiles d'exécution (**A**) et, ensuite, présenter ce en quoi le dispositif *Collateral* permet de les neutraliser (**B**).

A. L'identification des risques

257. **Présentation.** Les deux risques juridiques majeurs sont, d'une part, l'inopposabilité de la compensation légale au créancier saisissant et, d'autre part, l'effet attributif commun aux procédures civiles d'exécution et au résultat de la mise en œuvre d'un droit d'opposition.

258. **Premier risque : L'inopposabilité de la compensation légale aux créanciers saisissants.** La compensation est inopposable au créancier saisissant parce que, d'une part, il n'existe pas de concours entre le candidat à la compensation et le créancier saisissant et parce que, d'autre part, il n'y a pas lieu de distinguer ici entre la compensation bilatérale et la compensation multilatérale.

Absence de concours entre le candidat à la compensation et le créancier saisissant. Le Code civil opère un choix entre le créancier saisissant et le candidat à la compensation. L'article 1298 du Code civil dispose que « *la compensation n'a pas lieu au préjudice des droits acquis à un tiers. Ainsi celui qui, étant débiteur, est devenu créancier depuis la saisie-arrêt faite par un tiers entre ses mains, ne peut, au préjudice du saisissant, opposer la compensation* ». Il ne s'agit là que de l'expression du principe général exprimé par l'article 1242 du Code civil en vertu duquel le paiement fait par le débiteur, au préjudice d'une saisie, n'est pas valable à l'égard des créanciers saisissants. Or, la compensation est notamment un mode de paiement. L'indisponibilité de la créance saisie fait obstacle à toute compensation ; le candidat à la compensation doit alors exécuter son obligation.

Application envisageable de l'article 1298 du Code civil au mécanisme de compensation-résiliation. Indistinctement, la compensation bilatérale et la compensation multilatérale appartiennent aux techniques compensatoires dans la mesure où elles permettent l'imputation d'un montant à recevoir sur un montant à verser¹. La saisie constitue un risque pour la mise en œuvre du mécanisme de compensation-résiliation tant pour la compensation bilatérale, au sein d'une même convention-cadre, que pour la compensation multilatérale, au sein de plusieurs conventions-cadres. On attache à la compensation un effet sécurisant, d'autant plus accru dans le cas de la compensation multilatérale². À l'inverse, le risque de

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 817, p. 354

² D. ROBINE, *op. cit.*, n° 446, p. 243 et 244

remise en cause de la compensation-résiliation par l'effet de la saisie, à savoir l'indisponibilité de la créance¹, est amplifié en raison du caractère multilatéral de la compensation. Les dispositions générales issues du Code civil ne distinguent pas entre la nature de la compensation. En l'état, il n'est guère possible de dire que les dispositions susmentionnées visent uniquement la compensation légale ou la compensation conventionnelle. Prenons le parti de ne pas distinguer là où la loi ne distingue pas, pour considérer que les dispositions générales auraient vocation à s'appliquer. En ce sens, il convient de rejoindre les positions prises par Madame le Professeur M. ROUSSILLE : « *Même s'il est établi que la compensation multilatérale ne repose pas sur la compensation légale et qu'elle constitue une technique de règlement autonome, les juges pourraient décider, en raisonnant par analogie, de lui appliquer les règles du Code civil* »². Le second risque d'une procédure civile d'exécution résulte de son effet attributif et du droit d'opposition.

259. Second risque : l'effet attributif commun aux procédures civiles d'exécution et droit d'opposition. La créance saisie est indisponible et soumise au principe de l'attribution immédiate. L'article 13 de la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991 dispose que « *les saisies peuvent porter sur tous les biens appartenant au débiteur alors même qu'ils seraient détenus par des tiers* ». Les saisies visent toutes les créances du débiteur, qu'elles soient constituées en somme d'argent³, en titres⁴ ou en mesures conservatoires⁵. La saisie emporte l'indisponibilité de la créance en faisant l'objet⁶, c'est-à-dire son attribution immédiate au créancier saisissant⁷. Ces deux risques sont susceptibles de remettre en cause l'exécution des obligations financières et l'efficacité du contrat de garantie financière. Il convient de les évincer, car leur neutralisation par le système multilatéral de compensation est imparfaite.

B. La neutralisation et l'éviction des risques

260. Plan. La compensation multilatérale ne parvient pas à parfaitement neutraliser les risques relatifs à la mise en œuvre d'une procédure civile d'exécution à l'égard d'un des participants au système (1). D'autres règles sont alors nécessaires pour parvenir à une parfaite

¹ Art. 29 de la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991, *JO*, n° 163, 14 juill. 1991, p. 9228

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 817, p. 355

³ Art. 42 et suiv. de la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991

⁴ Art. 59 et suiv. de la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991

⁵ Art. 67 et suiv. de la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991

⁶ Art. 29 de la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991

⁷ Art. 43 de la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991

neutralisation, c'est-à-dire une éviction. Le dispositif *Collateral* ne parvient ni à évincer ni à neutraliser parfaitement les effets d'une procédure civile d'exécution (2).

1. La compensation multilatérale : une neutralisation imparfaite

261. **Présentation.** D'abord, le risque relatif à la mise en œuvre d'une procédure civile d'exécution réside dans la saisie d'une obligation financière d'un des compensateurs, c'est-à-dire la saisie du solde créditeur de compensation. Cette procédure est susceptible de mettre en péril tout le système financier si la survenance du risque crédit se propage et devient systémique. Ensuite, la compensation multilatérale permet de neutraliser les procédures civiles d'exécution, car l'obligation financière est inscrite en compte. Mais, cette neutralisation s'avère imparfaite, car insuffisante.

262. **Le risque de saisie du solde de compensation.** L'effet attributif immédiat de la saisie peut bouleverser la compensation multilatérale. La créance saisie est une obligation financière. En effet, les obligations financières susceptibles d'être appréhendées par le créancier saisissant sont, d'une part, le solde créditeur ou provisoire de compensation et, d'autre part, les sommes ou titres comptabilisés.

D'une part, la créance saisie est le solde créditeur ou provisoire de compensation. Il convient de distinguer deux cas : le premier au sein duquel la compensation multilatérale est opérée à l'égard d'obligations financières présentes et exigibles et le second au sein duquel la compensation multilatérale est opérée à l'égard d'une obligation financière à terme future.

Premier cas : compensation d'une obligation financière présente. Lorsque la compensation multilatérale est opérée à l'égard d'obligations financières exigibles, le créancier d'un intervenant à l'opération pourrait vouloir appréhender le solde créditeur de compensation, à l'instar de la saisie du solde d'un compte courant. Madame le Professeur M. ROUSSILLE démontre que la saisie du solde créditeur de compensation d'un des participants ne compromet pas le dénouement de l'opération, mais le processus des compensations multilatérales qui se succèdent¹. D'une part, l'appréhension par le créancier saisissant du

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 838, p. 362 et 363

solde créditeur de compensation n'est pas de nature à compromettre le mécanisme de compensation, car il suffit de régler le solde ou de livrer les titres au créancier saisissant plutôt que régler le solde à l'intéressé. D'autre part, si solde de compensation est créditeur, la somme est le plus souvent inscrite en compte, d'espèces ou de titres, tenu par une banque ou un dépositaire central (anciennement *Sicovam*, aujourd'hui *Euroclear*), plutôt que d'être reversée à l'intéressé. Ainsi, cette somme portée au crédit d'un compte espèces ou titres permet le règlement d'opérations futures. Par conséquent, « *la saisie perturbe donc le processus des compensations multilatérales qui se succèdent* »¹.

Second cas : la compensation d'une obligation financière future. Lorsque la compensation multilatérale est opérée à l'égard d'obligations financières à terme ou futures, le créancier d'un intervenant à l'opération pourrait vouloir appréhender le solde créditeur dégagé au jour le jour. Si le solde provisoire ne traduit pas une liquidation définitive, il est cependant l'image de la valeur des positions ouvertes sur le marché, en fonction des variations quotidiennes de cours. Dans l'hypothèse d'une évolution favorable des cours, le solde provisoire est créditeur ; à l'inverse, il est débiteur : « *le solde créditeur du jour est une garantie au regard du solde débiteur qui pourrait se dégager le lendemain* »². La saisie du solde provisoire ou de l'obligation financière future est susceptible de nuire au mécanisme de compensation multilatérale dans la mesure où l'obligation financière est compensable : « *L'admission de la saisie sur le solde provisoire pourrait ruiner l'effet de garantie attaché à l'indivisibilité des sommes (ou des titres) entré(e)s dans le champ de la compensation multilatérale* »³.

D'autre part, la créance saisie est les sommes ou titres comptabilisés par la chambre de compensation. Madame le Professeur M. ROUSSILLE a mis en lumière une autre hypothèse au sein de laquelle la saisie pouvait compromettre le mécanisme de compensation multilatérale : la saisie des sommes ou titres comptabilisés par la chambre de compensation⁴. Il s'agit du cas dans lequel le créancier d'un des participants cherche à saisir une somme ou des titres comptabilisés dans le solde de compensation qui n'a pas encore été réglé. En pareil cas, il y a lieu de procéder à un nouveau calcul du solde en excluant les actifs

¹ *Ibid.*, n° 838, p. 363

² *Ibid.*, n° 826, p. 358

³ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 826, p. 358

⁴ *Ibid.*, n° 824, p. 357

saisis. La saisie des sommes ou titres comptabilisés pour l'établissement du solde de compensation non encore réglé est de nature à perturber le mécanisme de compensation multilatérale, à la hauteur de la valeur des sommes ou titres exclus.

263. La neutralisation des procédures civiles d'exécution par la compensation multilatérale. L'obligation financière, qu'il s'agisse de l'actualisation de l'assiette de la garantie ou du solde de compensation, est une obligation qui peut être inscrite en compte. Dans ce cas, ces obligations financières sont des créances entrées en compte courant et bénéficient de leur régime : elles sont insaisissables en raison du principe d'affectation générale. Ainsi, comme l'obligation financière est inscrite en compte et comme l'inscription en compte entraîne l'insaisissabilité des créances qui y sont inscrites en raison du principe d'affectation générale, donc les obligations financières sont insaisissables.

Comme les obligations financières sont inscrites en compte... L'obligation financière correspond à l'actualisation de l'assiette de la garantie en raison de l'obligation de règlement des marges pendant la période au cours de laquelle la position est ouverte et, après le dénouement, à l'obligation de régler le solde définitif. L'inscription en compte concerne tant le compte de position que le compte de couverture.

S'agissant du compte de position, les règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA* la définissent comme étant « *une obligation d'un client ou d'un membre négociateur (associé) soit de payer soit de livrer des instruments financiers à l'égard de l'adhérent compensateur, et résultant d'une transaction* ». Mais le dénouement par livraison d'instrument financier est rare et se traduit le plus souvent par le paiement du différentiel¹. La position ouverte « *est le montant net des lignes de négociation* »². Ces lignes de négociations

¹ En ce qui concerne les contrats à terme ferme, l'exécution du contrat implique soit la livraison du sous-jacent, soit par le paiement d'une différence (le différentiel) à la charge du vendeur ou de l'acheteur, selon l'évolution du cours du sous-jacent. « *Mais les opérateurs n'attendent généralement pas l'échéance pour dénouer leur position.* » ; V. A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L. COQUELET, Th. GRANIER, D. PORACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *op. cit.*, n° 1013, p. 609. Le contrat à terme optionnel permet au titulaire d'avoir le choix d'exercer ou non l'option. Le contrat à terme optionnel au sein duquel le sous-jacent est susceptible de livraison se dénoue soit par la livraison du sous-jacent ; soit par le paiement du différentiel. Si le sous-jacent n'est pas susceptible de livraison, le dénouement prend toujours la forme du règlement d'une différence. « *En réalité, ce mode de dénouement (l'exercice de l'option) du contrat d'option par son exercice effectif n'est pas le plus fréquent. Les investisseurs, acheteurs d'option, liquident généralement leurs positions avant l'échéance, soit pour prendre immédiatement leurs bénéfices, soit pour limiter leurs pertes.* » ; V. *Ibid.*, n° 1041, p. 622 et 623

² Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA* ; V° « position ouverte »

font l'objet d'un enregistrement dans un compte ouvert dans les livres de la chambre de compensation au nom de l'adhérent compensateur¹.

S'agissant du compte de couverture, il est défini comme étant « *un compte ouvert par LCH.Clearnet SA au nom de l'adhérent compensateur dans sa structure de comptes, dans le système de compensation, pour permettre la gestion du calcul des couvertures* » au sein duquel « *les positions ouvertes y sont compensées (les suspens sont inclus le cas échéant) pour le calcul de la couverture dudit adhérent compensateur* ». Les couvertures font l'objet d'une inscription en compte. En effet, le compte de couverture est la couverture fournie par l'adhérent compensateur à la chambre de compensation fait l'objet d'une écriture en compte, de même que la couverture fournie par le donneur d'ordres à l'adhérent compensateur. Le dépôt de garantie constituant la couverture est débité ou crédité, afin de couvrir LCH.Clearnet SA des cas de défaillance de l'adhérent compensateur². Le dépôt de garantie initial est actualisé par le règlement quotidien des marges. Or nous avons démontré que le règlement des marges est l'exécution d'une obligation de payer correspondant à l'actualisation de l'assiette de la garantie est une obligation financière³.

264. Comme les créances inscrites en compte sont insaisissables en raison du principe d'affectation générale... Les créances entrées en compte courant sont indivisibles. Le compte courant est un mécanisme de règlement conventionnel caractérisé par le principe d'indivisibilité des dettes et créances entrées en compte. On attache au compte courant un effet d'indivisibilité⁴ : « *Les opérations d'un compte courant, se succédant les unes aux autres jusqu'au règlement définitif, forment un tout indivisible qu'il n'est pas permis de décomposer ni de scinder ; tant que le compte reste ouvert, il n'y a ni créance ni dette, mais seulement des articles de crédit ou de débit et c'est par la balance finale que se détermine le solde à la charge de l'un ou l'autre des contractants et par conséquent les qualités de créancier et de débiteur, jusque-là en suspens* »⁵. Le principe d'indivisibilité du compte courant est le corollaire du principe d'affectation générale⁶. Par conséquent, toutes les créances réciproques

¹ Art. 3.1.1.2 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

² Art. 4.2.0.1 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

³ *Supra* n^{os} 158 et suiv.

⁴ Ch. GAVALDA et J. STOUFFLET, *Droit bancaire*, 8^{ème} éd., Litec, coll. Manuel, 2010, n^{os} 311 et suiv., p. 214 et suiv.

⁵ Civ., 24 juin 1903, *D.*, 1903, p. 472 ; *Sirey*, 1904, p. 220

⁶ C. GAVALDA et J. STOUFFLET, *op. cit.*, n^o 293, p. 204 : « *On considère comme caractéristique du compte courant l'affectation générale au compte des créances réciproques.* »

entre les contractants d'une convention de compte courant ont, en principe, vocation à être affectées à ce compte et que, de ce fait, ces créances, une fois inscrites, se fondent entre elles, ne devenant que des articles de crédit ou de débit. L'inscription en compte fait perdre toute individualité à la créance. L'entrée en compte éteint la créance. La créance est alors insaisissable. Conformément au principe d'affectation générale, les créances non encore liquides ou exigibles ont vocation à entrer en compte au différé¹. Les créances n'étant ni exigibles ni liquides, leur entrée en compte n'entraîne pas leur extinction². L'entrée en compte courant anéantit leur caractère saisissable, en raison de leur indisponibilité.

265. Donc, les obligations financières inscrites en compte sont insaisissables. L'affirmation selon laquelle les obligations financières inscrites en compte sont insaisissables suppose que l'on puisse assimiler le compte de positions et le compte de couverture au compte courant. La convention de compte courant et la compensation multilatérale ont de commun qu'elles constituent toutes les deux une convention de règlement. Les protagonistes s'accordent « *pour que le règlement de leurs obligations de sommes d'argent (ou de livraison de titres) s'opère de manière simplifiée par le paiement d'un solde qui résultera d'une comptabilisation préalable. [...] ils affectent tout ce qu'ils doivent se verser à un mode de règlement unique, destiné à se dénouer collectivement par la voie du règlement et de la redistribution des soldes* »³. Au-delà, la transposition du principe d'affectation générale du compte du courant au mécanisme de compensation multilatérale révèle un intérêt supérieur à ceux des créanciers saisissants, à savoir la protection du marché et de ses intervenants. Il convient de tirer les conséquences de cette affirmation à l'égard du compte de position et du compte de couverture.

S'agissant du compte de compte de position, l'inscription en compte de l'obligation financière la rend indisponible. La loi ne prévoit pas expressément que la créance affectée au compte courant est indisponible. En revanche, les effets du principe d'affectation générale aboutissent à priver la créance affectée au compte de sa disponibilité et, par suite, de son caractère saisissable⁴. Cela étant, le caractère insaisissable de l'obligation financière inscrite

¹ R. BONHOMME, « Reconnaissance ou négation du différé du compte courant », *Mélanges Christian MOULY*, Litec, 1998, p. 275

² *Ibid.*

³ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 869, p. 374

⁴ *Ibid.*, n° 880, p. 379 : « *Mais ces techniques de règlements, et particulièrement celles qui reposent sur une technique compensatoire, n'ont pas pour objectif premier de créer une telle indisponibilité. Elles conduisent*

au compte de position est subordonné à l'absence d'arrêt définitif du solde de ce compte. Donc, l'obligation financière est insaisissable tant que le solde du compte n'a pas été arrêté de manière définitive. À cet égard, il convient de conforter cette idée par la périodicité et la fréquence¹ à laquelle la chambre dénoue les positions. En effet, convenir de l'affectation générale des dettes et créances afférentes aux obligations financières revient à accepter de ne pas recevoir immédiatement le paiement des créances exigibles². Tant que le solde de compensation n'est pas arrêté de manière définitive, l'obligation financière n'est que future, c'est-à-dire subordonnée à la périodicité du dénouement³.

S'agissant du compte de couverture, l'article L. 211-38-I alinéa 2 du Code monétaire et financier prévoit que les dettes et créances des garanties financières se compensent avec celles des obligations financières, autrement dit les obligations financières afférentes aux positions prises sur un marché d'instruments financiers se compensent avec celles afférentes à la garantie financière. Par conséquent, les sommes remises au titre de la garantie financière sont affectées, tout comme les obligations financières le sont au dénouement global de l'opération. Il est alors cohérent qu'un même régime juridique leur soit appliqué : les sommes remises en garantie sont insaisissables tant que le solde définitif n'a pas été arrêté⁴. Ce constat permet de douter de l'opportunité du maintien de l'article L. 440-7 du Code monétaire et financier isolant la couverture de toute revendication d'un quelconque droit, notamment d'un droit de saisie, exercée par un créancier d'un adhérent ou de la chambre. En effet, Madame le Professeur M. ROUSSILLE démontre que l'affectation des sommes remises en garantie suffit à les rendre insaisissables⁵. Ainsi, le mécanisme de compensation multilatérale, avant l'arrêt définitif du solde, permet de neutraliser les procédures civiles d'exécution. En somme, qu'il s'agisse du compte de position ou du compte de couverture, les créances inscrites en compte sont insaisissables en l'absence d'arrêt du solde définitif, mais le deviennent lors de l'arrêt du

indirectement à ce résultat, car elles reposent sur une affectation qui produit une indisponibilité et qui, par analogie avec le compte, doit s'imposer aux créanciers saisissants. »

¹ *Ibid.*, n° 885, p. 380 et 381 : « *Lorsqu'elle est adoptée dans un cadre conventionnel, la compensation multilatérale est destinée à simplifier les obligations des participants qui sont devenues exigibles sur une période donnée et le règlement global est reporté à une périodicité donnée dans la convention de règlement, chaque fin de semaine, fin de mois, voire fin de trimestre. »*

² *Ibid.*, n° 885, p. 381 : « *En participant à l'opération, les membres acceptent de ne pas recouvrer immédiatement leurs créances exigibles et affectent celles-ci à un mode de règlement simplifié qui se dénoue selon une périodicité donnée. »*

³ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 886, p. 381 ; A.-V. DELOZIÈRE-LE-FUR, *op. cit.*, n° 342, p. 253

⁴ *Ibid.* : « *Les sommes données en couverture étant elles aussi affectées au dénouement global de l'opération, elles sont également insaisissables. »*

⁵ *Ibid.*, n° 887, p. 382

solde définitif. Ainsi, la neutralisation des règles des procédures civiles d'exécution par celles de la compensation multilatérale est imparfaite.

266. La neutralisation des procédures civiles d'exécution par la compensation multilatérale est imparfaite. Le solde définitivement arrêté du compte courant est saisissable, tout comme l'est celui du compte de position ou de couverture. Si les principes d'affectation générale et d'indivisibilité conduisent à l'insaisissabilité des créances inscrites en compte courant, l'arrêt du solde définitif anéantit leur caractère insaisissable, réhabilitant leur disponibilité. Le principe initialement dégagé par la jurisprudence¹ a été consacré par la loi du 9 juillet 1991. Cela signifie que les sommes afférentes aux positions ouvertes sur un marché d'instruments financiers et la couverture ne sont pas saisissables, car indisponibles, avant le dénouement de l'opération par la chambre de compensation². Postérieurement au dénouement, le solde de compensation est susceptible d'être appréhendé par un créancier saisissant dans la mesure où il est créancier³. Dès lors que le solde de compensation est arrêté définitivement et saisissable, il est loisible de considérer que l'obligation financière est présente, car disponible. Par ailleurs, la saisie du solde créancier de compensation n'affecte pas la collectivité parce qu'elle ne perturbe pas le dénouement de l'opération. La liquidation inhérente au dénouement de l'opération par le mécanisme de compensation multilatérale doit intervenir antérieurement à la saisie. La neutralisation imparfaite des procédures civiles d'exécution par la compensation justifie l'existence d'un régime dérogatoire pour tenter d'évincer totalement les effets d'une procédure civile d'exécution.

2. Le dispositif Collateral : une éviction incomplète

267. Présentation. L'article L. 211-36-1-II in fine dispose que « toute opération de résiliation, d'évaluation 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 ». Le dispositif Collateral évite de pouvoir opposer une saisie postérieure à la compensation des obligations financières. Le législateur met en œuvre une fiction juridique :

¹ Com., 13 novembre 1973, nos 70-14.374 et 71-10.478, *Bull. civ. IV*, n° 325, p. 290 ; *Banque*, 1974, p. 311, obs. MARTIN, Adde J. L. RIVES-LANGES, « La saisissabilité du compte courant », *D.*, 1974, p. 102

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 892, p. 383 : « En réalité, le solde enregistré par un participant doit être considéré comme insaisissable avant sa fixation définitive à l'issue de la période de dénouement, parce qu'il est indisponible. »

³ A.-V. DELOZIÈRE-LE-FUR, *op. cit.*, n° 342, p. 253

la rétroactivité de la date à laquelle est intervenue la compensation. Deux reproches peuvent être adressés au dispositif Collateral. D'une part, des limites apparaissent en raison des spécificités de l'objet appréhendé par la saisie. D'autre part, cette disposition est incomplète pour parvenir à la parfaite éviction de tous les effets d'une procédure civile d'exécution.

268. **L'instrument juridique de l'éviction : la rétroactivité, une fiction nécessaire.** L'éviction des effets des procédures civiles d'exécution repose sur la rétroactivité légale de la date de compensation intervenue en raison d'une telle procédure. Mais le risque de saisie ne peut atteindre que les instruments financiers qui confèrent un droit de créance.

La rétroactivité de la date de compensation intervenue en raison d'une procédure civile d'exécution. L'article L. 211-36-1-II du Code monétaire et financier évince les effets d'une procédure civile d'exécution en retenant la date de compensation déclenchée par l'intervention d'une procédure civile d'exécution est réputée être intervenue avant cette procédure. La rétroactivité est un moyen d'évincer l'effet attributif et celui du droit d'opposition de la saisie. La rétroactivité a pour but de neutraliser tous droits concurrents des autres créanciers au profit du créancier du solde de compensation. Par l'effet de la loi, « *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 de l'opposition au paiement* »¹. En d'autres termes, la rétroactivité est « *une fiction légale, c'est-à-dire une « dénégarion de la réalité ou une dénaturation de la réalité* »² »³. Alors que la résiliation-compensation constitue une garantie pour les opérateurs de marché. La résiliation-compensation n'est plus véritablement un obstacle à la mise en œuvre de ces procédures, mais un mode de paiement de la créance grâce à la rétroactivité légale de l'effet extinctif⁴.

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 27

² V. Voc. Jur. CORNU, V° « rétroactivité »

³ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 519, p. 255

⁴ F. AUCKENTHALER, « Les instruments financiers à terme ou contrats financiers », *J.-Cl. Banque Crédit Bourse*, fasc. 2050, 2013 : « *Si la convention-cadre fait de l'exercice d'une procédure civile d'exécution (par exemple une saisie-attribution des articles 42 et s. de la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991 ou une saisie de droits incorporels des articles 59 et 60 de la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991 applicable aux valeurs mobilières) un cas de résiliation anticipée avec compensation, celle-ci peut s'opérer nonobstant l'effet attributif de la créance au créancier saisissant. L'alinéa 4 de l'article L. 211-36-1, II du Code monétaire et financier permet d'imposer une rétroactivité légale de l'effet extinctif de la compensation en cas de saisie, ce qui renforce d'autant l'efficacité du mécanisme.* »

La pertinence de la neutralisation des procédures civiles d'exécution subordonnée à la nature du droit conféré par un contrat à terme. La nature du droit conféré par un contrat à terme suscite des discussions. S'agissant d'un contrat à terme ferme, un droit de créance à terme est conféré. S'agissant du contrat à terme optionnel, le droit de créance conféré est un droit potestatif. La saisie peut porter sur des « *créances conditionnelles, à terme ou à exécution successive* »¹. La créance née d'un contrat à terme ferme est saisissable. En revanche, la saisie des créances nées du contrat à terme optionnel n'est pas concevable, car ce contrat financier donne naissance, non pas à des droits conditionnels, mais à des droits potestatifs exclus du champ d'application de la loi du 9 juillet 1991². Par conséquent, les obligations nées d'un contrat à terme ferme sont des créances saisissables, contrairement à celles nées d'un contrat à terme optionnel. Dans cette mesure, l'intérêt de l'éviction est réduit.

269. Les imperfections de l'éviction du droit commun des procédures civiles d'exécution. Les imperfections du dispositif permettent de soutenir que l'éviction est incomplète. Certaines imperfections peuvent être reprochées au dispositif *Collateral*, il s'agit notamment de l'éviction indirecte du délai de grâce³, de l'omission de certains régimes

¹ Art. 43 de la loi n° 91-650 du 9 juillet 1991, loi préc.

² A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 486, p. 239 : « *Il reste cependant que les droits potestatifs, en raison de leur nature même, se dérobent aux opérations de saisie* ».

³ L'octroi d'un délai de grâce par le juge, en application de l'art. 1244-1 du C. civ. entraîne la suspension des procédures civiles d'exécution. La partie défaillante à l'opération financière peut demander l'octroi d'un délai de grâce. Le délai de grâce porte atteinte, par essence, au mécanisme de résiliation-compensation (D. ROBINE, *op. cit.*, n° 501, p. 274 ; A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 482, p. 237). La question est de savoir si le juge de l'exécution peut ou non suspendre le jeu d'une clause résolutoire ou de résiliation, par l'octroi d'un délai de grâce. Certains auteurs considèrent que l'octroi du délai de grâce n'est opposable qu'aux actions en paiement et ne concerne donc pas les actions judiciaires tendant à la résolution ou la résiliation (F. TERRE, P. SIMLER et Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 664, p. 655 : « *Une question reste néanmoins en suspens : l'art. 1244-3 ; issu de la loi du 9 juillet 1991, affirmant que les dispositions sur le délai de grâce sont d'ordre public, les juges peuvent-ils désormais suspendre le jeu de la clause résolutoire en accordant au débiteur défaillant un tel délai ? Une réponse négative paraît s'imposer.* ». En ce sens également : F. OSMAN, « Le pouvoir modérateur du juge dans la mise en œuvre de la clause résolutoire de plein droit », *Defrénois*, n° 65, 1993, p. 80). À l'inverse, un autre courant doctrinal défend la thèse selon laquelle le juge de l'exécution pouvait suspendre le jeu d'une clause de résiliation ou de résolution par l'octroi d'un délai de grâce (A. BENABENT, *op. cit.*, n° 397, p. 264 ; G. PAISANT, « La réforme du délai de grâce par la loi du 9 juillet 1991 relative aux procédures civiles », *CCC*, déc. 1991, p. 4). La justification d'une telle position tient à ce que l'art. 1244-3 du C. civ. érige notamment l'art. 1244-1 du même Code en disposition d'ordre public. L'art. L. 211-36-1-II *in fine* du C. mon. fin. a le mérite d'écartier toutes discussions doctrinales sur ce point (A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 483, p. 237 et 238 ; D. ROBINE, *op. cit.*, n° 470, p. 255 : « [...] *qu'il existe un risque d'opposition entre un délai de grâce et la résiliation nécessaire au close-out netting.* »). L'art. 1244-1 du C. civ. est visé indirectement par l'art. L. 211-40 du C. mon. fin. qui exclut l'application des dispositions du livre VI du C. com., ou celles régissant toutes procédures judiciaires ou amiables équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers. Ce dernier art. vise à son tour l'art. L. 611-7 al. 5 du C. com. qui permet au débiteur de faire une demande judiciaire tendant à l'octroi de grâce. Dans la mesure où cet al. n'a pas de portée normative autonome (A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 527, p. 260 : « *Le cinquième al. de l'art. L. 611-7 du C. com., on le sait, n'a pas de portée normative* »).

spéciaux concernant les procédures collectives des exploitations agricoles¹, concernant le recouvrement des créances fiscales² ou encore le surendettement des particuliers ou la

*autonome : il ne constitue qu'un simple rappel, dans le C. com., de l'existence des art. 1244-1 à 1244-3 du C. civ. »), l'octroi d'un délai de grâce ne peut être absolument écarté. Cette disposition du C. com. se borne à la conciliation et ne constitue qu'un rappel des dispositions du C. civ.. Pour une plus grande sécurité, il aurait préférable d'exclure l'application des art. 1244-1 à 1244-3 du C. civ. (D. ROBINE, *op. cit.*, n° 501, p. 275).*

¹ Les difficultés des entreprises agricoles font l'objet de dispositions spécifiques inscrites au titre V du livre III du C. rur. Le C. mon. fin. ignore ces dispositions spécifiques et ne leur confère aucune immunité, alors que « *les exploitations agricoles peuvent se couvrir par le moyen de dérivés* » (A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 528, p. 260 et 261 ; plus spécifiquement Y. JEGOUREL, *Les produits dérivés*, éd. La Découverte, coll. Repères, Paris, 2005, p. 33 et 34 : « *Si la quasi-totalité des produits agricoles servent de support à des contrats à terme, ce sont les matières premières industrielles qui dominent le marché. [...] Les plus gros contrats agricoles sont ceux portant sur le maïs et la graine de soja (tous deux échangés sur le CBOT)* » ; pour une nuance relative aux dérivés climatiques : D. MARTEAU, J. CARLE, S. FOURNEAUX, R. HOLZ et M. MORENO, *La gestion du risque climatique*, Economica, coll. Gestion, Paris, 2004, p. 103-104 : « *L'agriculture est probablement l'une des activités les plus liées au climat, mais la couverture des risques climatiques par les produits dérivés est difficile en raison de la très grande hétérogénéité des expositions [...] L'exemple de la viticulture illustre parfaitement cette difficulté, la couverture du risque de grêle sur quelques hectares exigeant un outil de mesure dédié et d'autant plus fin que l'impact de la grêle sur la vigne...dépend de la taille du grêlon* »). Lors de l'ouverture d'une procédure amiable agricole, le juge peut ordonner la suspension des poursuites à l'encontre du débiteur en application de l'art. L. 351-5 du C. rur., empêchant la résiliation-compensation. Quant au redressement ou à la liquidation judiciaire d'une exploitation agricole, le jeu de la résiliation-compensation suscite des interrogations. L'art. L. 351-8 du C. rur. opère un renvoi vers les dispositions du livre IV du C. com.. La question a été soulevée par Monsieur le Professeur A. GAUDEMET (A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 528, p. 260 et 261). Selon l'auteur, il faut déterminer si la soumission du redressement et de la liquidation agricoles au livre IV du C. com. entraîne ou non l'application de l'art. L. 211-40 du C. mon. fin. qui a pour objet d'écartier l'application de ces mêmes dispositions du C. com. (À. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 52, p. 260 et 261 : « *Faut-il considérer alors que, lorsque l'art. L. 431-7-2 du C. mon. fin. (devenu aujourd'hui L. 211-40 du C. mon. fin.) repousse l'application des dispositions du livre IV du C. com. aux entreprises en difficulté, il repousse également leur application aux exploitations agricoles ? Rien n'est moins certain.* »). Le raisonnement ainsi que la méthode sont assez tortueux. Pour répondre par l'affirmative, il eût fallu que le législateur le prévienne expressément. En l'état, il semble que le renvoi opéré par le C. rur. soit insuffisant pour permettre la neutralisation parfaite des procédures civiles d'exécution au redressement judiciaire et à la liquidation judiciaire agricoles, et compromet ainsi le mécanisme de résiliation-compensation.

² La fiction juridique consistant en la rétroactivité de la date à laquelle est intervenue la compensation vise exclusivement les procédures civiles d'exécution et ne fait pas échec aux procédures fiscales de recouvrement à l'initiative de l'administration : l'avis à tiers détenteur n'entre donc pas dans le champ de la neutralisation du C. mon. fin. (F. AUCKENTHALER, « Les instruments financiers à terme ou contrats financiers », *op. cit. et loc. cit.* : « *La loi (Loi du 2 juillet 1996 MAF) n'a pas visé les procédures de l'avis à terme détenteur, qui connaît un régime très proche de la saisie-attribution mais qui n'est cependant pas une procédure « civile » d'exécution. Il demeure donc un risque résiduel qu'une partie voit qu'elle pensait pouvoir compenser avec sa créance sur sa contrepartie, appréhendée par l'Administration par le biais de l'avis à tiers détenteur.* » ; 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) », *op. cit. et loc. cit.* ; A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 530, p. 261 ; D. ROBINE, *op. cit.*, n° 500, p. 274 : « *Toutefois, M. AUCKENTHALER relève à juste titre que la loi n'a pas visé l'avis à tiers détenteur qui n'est pas une procédure civile d'exécution. Il existe donc un risque d'obstacle à la compensation sur ce point, et ce n'est pas l'unique lacune de l'art. L. 431-7 du C. mon. fin.* »). L'exclusion de l'avis à tiers détenteur de l'immunité établie par le C. mon. fin. est une volonté du législateur car d'une part, cet élément faisait déjà l'objet de discussion à l'occasion de la loi du 2 juillet 1996 dite la loi MAF (F. AUCKENTHALER, « Les instruments financiers à terme ou contrats financiers », *op. cit. et loc. cit.* Pour une position favorable à l'extension du champ d'application de l'art. 52 al. 3 de la loi de modernisation des activités financières à l'avis à tiers détenteur : J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, « La maîtrise du risque juridique des instruments financiers à terme de gré à gré », *Banque & Droit*, n° 54, juill.-août 1997, p. 3, spéc. p. 11) et, d'autre part, en attestent les travaux de transposition de la directive *Collateral*. Tant dans le projet de loi de l'Assemblée Nationale que le rapport du Sénat ne sont visées que les procédures d'exécution sans distinction. En effet, « *À chaque fois que l'expression « procédures d'exécution ou action en revendication » était utilisée dans*

procédure de rétablissement personnel¹. Mais ces lacunes sont marginales. Si la procédure de surendettement des particuliers et la procédure de rétablissement personnel constituent un risque pour la mise en œuvre de la résiliation-compensation ; ce risque reste une hypothèse très marginale² et théorique³, d'autant plus qu'une opération financière conclue par une personne physique ne constitue pas un risque de système⁴. Même s'il « *n'y a pas normalement de risque de système à naître des dérivés conclus entre une personne physique et un prestataire de service d'investissement* »⁵, la somme des opérations conclues peut constituer un risque de système eu égard à la masse : le risque nul n'existe pas.

270. **Synthèse.** L'article L. 211-36-1- II du Code monétaire et financier organise l'éviction des effets de l'ouverture d'une procédure civile d'exécution. L'ouverture d'une procédure

*le projet d'ordonnance, cette expression a été remplacée dans les textes publiés par « procédures civiles d'exécution ou exercice d'un droit d'opposition. » (Compte rendu du comité juridique FBF du 5 avril 2005, www.fbf.fr). Il n'est possible que d'acquiescer les propos soutenus en dernier lieu par Monsieur le Professeur A. GAUDEMET qui souligne, qu'en l'état, de telles constatations conduisent à retenir que la volonté était de limiter l'opposabilité du mécanisme de résiliation-compensation aux seules procédures civiles d'exécution et ainsi d'exclure les procédures administratives d'exécution (A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 530, p. 261). Toute créance fiscale bénéficie du privilège mobilier général du Trésor. Retenons que les créances résultant d'obligations financières ne conférant pas de droits potestatifs sont susceptibles de faire l'objet d'une attribution par le mécanisme de recouvrement des créances fiscales que constitue l'avis à tiers détenteur.*

¹ D'une part, concernant la procédure de surendettement des particuliers, son ouverture entraîne la suspension des procédures d'exécution (L. 331-5 al. 2 du C. conso.), la procédure de rétablissement personnel qui lui succède ou qui peut être ouverte directement sans cette étape préalable suspend automatiquement les mesures d'exécution (L. 332-6 al. 2 du C. conso.). La mise œuvre de cette faculté ouverte au le juge de l'exécution dans le cadre de la procédure de surendettement des particuliers interdit au débiteur de conclure tout acte qui aboutirait à aggraver son insolvabilité ou encore de payer une créance non alimentaire postérieure (L. 331-5 al. 4 du C. conso.). Au-delà, la commission de surendettement peut formuler des recommandations, tel que le rééchelonnement des dettes (L. 331-7 du C. conso.). Si le débiteur ne respecte pas les mesures prises par la commission, celle-ci peut soit prononcer la suspension de l'exigibilité de la dette non alimentaire, soit recommander un effacement partiel des créances (L. 331-7-1-1° du C. conso.). Ces mesures n'anéantissent pas le mécanisme de résiliation-compensation des obligations financières *per se*, mais peuvent empêcher la compensation, en l'absence du caractère exigible de la dette, mise en œuvre dans le cadre de l'opération de résiliation-compensation (D. ROBINE, *op. cit.*, n° 486, p. 266 ; A. GAUDEMET, *Contribution à l'étude juridique des dérivés*, Thèse, Paris II, 2008, n° 510, p. 251). D'autre part, concernant la procédure de rétablissement personnel, la suspension des mesures d'exécution est automatique (L. 332-6 al. 2 du C. conso.), sans entraîner pour autant l'interdiction au débiteur de payer ses dettes existantes. La question reste alors de savoir si le jeu de la compensation peut intervenir ou non, compte tenu de l'absence d'interdiction de payer les dettes. Il convient de se retourner vers l'esprit général de ces mesures qui tend à éviter la diminution de l'actif du débiteur au profit d'un créancier privilégié, en l'occurrence un créancier se prévalant de la compensation. Eu égard à l'esprit général des textes relatifs à la procédure de rétablissement personnel, il semble évident que celle-ci fasse obstacle à la compensation inhérente au mécanisme dont elle dépend, à savoir la résiliation-compensation (A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 511, p. 251).

² F. AUCKENTHALER, « Compensation, remise en garantie, cession : le nouveau régime des créances afférentes aux opérations sur instruments financiers (art. 52 de la loi du 2 juillet 1996) », *JCP E*, 1996, p. 594

³ J.-M. BOSSIN et D. LEFRANC, « La maîtrise du risque juridique des instruments financiers à terme de gré à gré », *op. cit.*, p. 9

⁴ M. ROUSSILLE et J.-J. DAIGRE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 25 ; A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 558, p. 277

⁵ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 559, p. 278

civile d'exécution est un risque, car elle est susceptible de remettre en cause l'exécution des obligations financières et l'efficacité du contrat de garantie financière puisque leurs dettes et créances se compensent entre elles. L'article L. 211-36-1-II du Code monétaire et financier tente d'organiser la neutralisation des effets d'une telle procédure lorsque deux parties sont réciproquement débitrices l'une de l'autre. Si la compensation entre les dettes et créances des deux parties est postérieure à la saisie, la partie débitrice devrait normalement payer le créancier saisissant sans pouvoir lui opposer l'exception de compensation. Ce risque est écarté par le dispositif *Collateral*, car l'article L. 211-36-1-II du Code monétaire et financier, car il impose la rétroactivité de la date de compensation. L'effet extinctif de la compensation s'oppose ainsi aux effets d'une procédure civile d'exécution. Le dispositif *Collateral* est néanmoins imparfait puisque l'article L. 211-36-1-II du Code monétaire et financier ne vise pas certains régimes spéciaux. L'éviction du droit commun des procédures civiles d'exécution répond à l'impératif de protection du système financier en évitant la remise en cause de l'efficacité de la garantie des obligations financières qui entraînerait celle de la compensation multilatérale opérée par les infrastructures de marché. Les procédures civiles d'exécution sont un premier risque juridique traité par le dispositif *Collateral*, le second est afférent aux effets de l'ouverture d'une procédure collective.

§2. Le traitement du risque juridique émanant des procédures collectives

271. **Plan.** Le traitement des difficultés rencontrées par les entreprises peut être amiable ou contentieux. Le traitement amiable des difficultés rencontrées par les entreprises est moins perturbateur de l'efficacité de la garantie financière que leur traitement judiciaire. Le droit des procédures collectives poursuit des objectifs spécifiques de la matière : les dispositions visent le sauvetage de l'entreprise, le maintien de l'activité et des emplois et, enfin le désintéressement des créanciers. Pour parvenir à la réalisation de ces objectifs, la loi prévoit des règles dérogatoires de droit commun. Ces règles dérogatoires sont de nature à mettre en péril la stabilité du système financier parce qu'elles perturbent le mécanisme de compensation multilatérale. Ces règles perturbent par conséquent l'efficacité du contrat de garantie financière. En effet, nous avons démontré que la conclusion d'un contrat de garantie financière est une condition d'enregistrement de la transaction et que l'obligation de régler les marges est une obligation financière qui correspond à l'obligation d'actualiser l'assiette de la garantie. Il s'agit d'identifier ces règles dérogatoires susceptibles de mettre en péril

l'efficacité du contrat de garantie financière, les risques qu'elles représentent et les solutions proposées par la directive *Collateral*.

Les règles dérogatoires des procédures collectives. Pour permettre le sauvetage de l'entreprise, il faut lui donner un répit, un moment pendant lequel le débiteur pourra reprendre son souffle. Cette idée dirige le contenu de ces règles dérogatoires. Il s'agit notamment, à compter de la date de cessation des paiements, de la suspension des poursuites, des nullités de la période suspecte et, à compter de la date du jugement d'ouverture de la procédure, de la continuation des contrats en cours, de l'interdiction de paiement des créances antérieures au jugement d'ouverture. La mise en œuvre de ces règles est de nature à mettre en péril l'issue de l'opération de marché. Le droit des procédures collectives fait exception à toutes les branches de droit et perturbe les solutions applicables en principe. Ainsi, « *l'ouverture d'une procédure collective constitue traditionnellement un risque non maîtrisable puisque les règles qui en découlent sont d'ordre public et portent atteinte aux instruments mis en place afin de prévenir ou pallier l'insolvabilité du débiteur, tels que les sûretés* »¹. Le droit des procédures collectives est un droit asservi et un instrument de politique économique, tout comme le droit des marchés financiers. Entre ces deux matières, un arbitrage doit être accompli. L'efficacité de la compensation, mode de dénouement normal ou forcé des opérations, permet au système financier de fonctionner correctement². L'exécution des opérations doit être protégée des atteintes possibles émanant du droit des procédures collectives. La compensation, provoquée ou non, a une fonction de paiement, car elle permet à chaque intervenant d'obtenir à terme paiement de sa créance. La compensation sur les marchés financiers et les procédures collectives poursuivent des objectifs aux antipodes l'un de l'autre : « *Cette opposition résulte de l'incompatibilité des objectifs de ces deux dispositifs : le paiement du créancier pour la compensation, le sauvetage de l'entreprise grâce au sacrifice des créanciers et l'égalité entre ceux-ci pour les procédures collectives* »³. Une difficulté supplémentaire vient s'adjoindre à cela : les dettes et créances afférentes aux obligations financières se compensent avec celles

¹ D. ROBINE, « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *op. cit.* et *loc. cit.* ; C. BOILLOT, « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : exception ou contradiction ? », *D.*, 2003, p. 2741 : « *Sous l'angle du droit bancaire et financier, les procédures collectives constituent en effet un risque, une atteinte majeure à la sécurité qui doit régir cette matière.* »

² J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE., « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 24 : « *Celui-ci [le mécanisme de résiliation-compensation] n'est pas à proprement parler une technique de garantie, bien qu'il tende à la même finalité, réduire le risque de contrepartie ; il en participe toutefois puisqu'il en assure une meilleure réalisation.* »

³ D. ROBINE, *op. cit.*, n° 453, p. 247

du contrat de garantie financière. Si la compensation intervient entre le principal et l'accessoire, ainsi la neutralisation vise tant l'accessoire que le principal, c'est-à-dire tant le contrat de garantie financière que l'obligation financière. En ce sens, l'article L. 211-40 neutralise les effets des procédures collectives à l'égard de la compensation des dettes et créances des garanties financières¹ et celles afférentes aux obligations financières². Le législateur a donc arbitré le conflit des intérêts et a fait prévaloir la sécurité des marchés financiers sur celle des créanciers d'une procédure collective.

L'encadrement du risque juridique par son éviction. L'expression de l'arbitrage accompli par le législateur est contenue dans l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier qui évince l'application des dispositions du livre IV du Code de commerce au contrat de garantie financière et aux obligations financières. Ni l'obligation garantie ni la garantie ne peuvent être perturbées par les règles des procédures collectives. Les dispositions du Code monétaire et financier applicables aux contreparties centrales ou au système de règlement et de livraison prévoient la même éviction. En effet, les créanciers d'un adhérent compensateur, d'un prestataire de services d'investissement ou encore de la chambre ne peuvent se prévaloir d'un quelconque droit sur les couvertures remises par les donneurs d'ordres ou par les participants sur le fondement du titre I ou II du livre IV du Code de commerce, tout comme les garanties constituées dans le cadre d'un système de règlement et de livraison bénéficient d'une protection identique aux garanties financières³.

272. **Plan.** Les procédures collectives ne sont pas toutes contentieuses. Cela étant, tant les procédures collectives amiables que les procédures collectives contentieuses représentent un risque pour l'exécution des obligations financières et leur garantie. Il convient d'envisager la neutralisation par le dispositif *Collateral*, d'une part, des effets d'une procédure collective amiable (A) et, d'autre part, ceux d'une procédure collective judiciaire (B).

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 29 : « L'article L. 431-7-5 du Code monétaire et financier neutralise l'effet d'une procédure collective, ou des procédures judiciaires équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers, sur la réalisation et la compensation ainsi mise en œuvre. » ; M. STORCK, « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *op. cit.*, p. 375

² J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 28 : « Les dispositions relatives au droit des procédures judiciaires ou amiables ne font pas obstacle à l'application des règles relatives à la résiliation-compensation. »

³ Art. L. 330-2-III du C. mon. fin.

A. L'éviction des effets d'une procédure collective amiable

273. **Présentation.** Les procédures amiables des entreprises en difficulté visent le mandat *ad hoc*¹ et la conciliation². Les effets judiciaires de la conciliation sont susceptibles de porter atteinte au mécanisme de résiliation-compensation. Les effets judiciaires du traitement amiable des difficultés rencontrées par une entreprise sont essentiellement attachés à l'homologation judiciaire de l'accord. Le champ d'application des procédures amiables est suffisamment large pour permettre d'y inclure les personnes visées à l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier. Traditionnellement, les auteurs distinguent entre les effets strictement contractuels et les effets judiciaires des procédures amiables, les premiers étant liés aux volontés communes du débiteur et des créanciers, les seconds nécessitant l'intervention du juge. Les effets amiables de l'ouverture d'une procédure amiable ne sont pas de nature à gêner le mécanisme de compensation multilatérale, contrairement à leurs effets judiciaires.

274. **Les effets d'une procédure amiable insusceptibles de perturber l'efficacité de la garantie des obligations financières.** Les effets d'une procédure amiable insusceptibles de perturber la garantie de l'exécution des obligations financières sont les effets contractuels. Concrètement, les créanciers peuvent contractuellement consentir des délais et des remises³. Ni le mandat *ad hoc*⁴, ni la procédure de conciliation ne sont susceptibles de la remettre en cause.

D'une part, le mandat *ad hoc*. Au sein de cette procédure amiable, dès lors que le traitement des difficultés rencontrées par l'entreprise n'est pas collectif et que la procédure est contractuelle, alors elle ne porte pas atteinte à la compensation multilatérale, plus particulièrement à la résiliation-compensation (*Close-out Netting*) et par suite à l'efficacité de la garantie des obligations financières.

D'autre part, la conciliation. Le protocole de conciliation non homologué est contractuel. Cet aspect strictement contractuel s'articule mal avec le cadre organisé et

¹ Art. L. 611-3 du C. com.

² Art. L. 611-4 et suiv. du C. com.

³ Cette possibilité fait d'ailleurs l'objet d'une disposition dans le Code de commerce lorsque le créancier est un créancier public : art. L. 626-6 sur renvoi par l'art. L. 611-7 al. 3 du C. com.

⁴ Art. L. 611-3 du C. com.

réglementé, tels les systèmes multilatéraux de négociation organisés ou réglementés¹. En revanche, en ce qui concerne les opérations conclues de gré à gré, ces mesures sont adaptées. Les opérations conclues de gré à gré comme « *les swaps se prêtent assez peu à l'octroi de délai. Par contre, il paraît possible pour une partie d'accorder des remises ou d'abandonner des sûretés* »². En réalité, ce sont les effets légaux de la procédure de conciliation qui représentent un risque pour l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières.

275. La présentation des effets de l'accord de conciliation susceptibles de perturber l'efficacité de la garantie des obligations financières. Que l'accord de conciliation soit homologué ou non, il emporte deux effets principaux : la suspension des poursuites³ et l'extension des remises consenties aux coobligés et aux personnes ayant consenti une sûreté personnelle ou ayant affecté ou cédé un bien en garantie⁴. Ces deux règles peuvent gêner l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières : d'une part, aucune poursuite n'est possible à l'encontre du garant ou du constituant et, d'autre part, les remises consenties au débiteur de l'obligation financière profitent à son garant. « *La règle (L. 211-40 du Code monétaire et financier) présente l'intérêt de déroger à l'effet moratoire de l'ouverture d'une procédure de règlement amiable [...]* »⁵. Envisageons les effets communs à tout accord de conciliation, d'une part, la suspension des poursuites et, d'autre part, l'octroi de délais et remises.

276. Premier effet susceptible de remettre en cause l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières : la suspension des poursuites individuelles. La suspension provisoire des poursuites individuelles est subordonnée à l'octroi d'un délai de grâce⁶. Le protocole produit ses effets entre les parties signataires, mais également à l'égard des coobligés⁷. La suspension des poursuites individuelles est susceptible de perturber

¹ D. ROBINE, *op. cit.*, n° 462, p. 250

² J.-P. MATTOUT, « Opérations d'échange de taux d'intérêt et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », *Banque*, n° 468, janv. 1987 p. 128, spéc. p. 130

³ Art. L. 611-10-1 du C. com.

⁴ Art. L. 611-10-2 du C. com.

⁵ 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) », *op. cit.* et *loc. cit.*

⁶ Art. L. 611-7 al. 5 du C. com.

⁷ Art. L. 611-10-2 du C. com.

l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières. Cette perturbation apparaît tant en cas de dénouement normal des opérations, qu'en cas de dénouement forcé.

La remise en cause de l'efficacité du contrat de garantie financière en cas de dénouement normal des opérations. Nous savons, d'une part, que le contrat de garantie financière est une garantie de l'exécution des obligations financières nées d'une opération de marché enregistrée par la chambre de compensation et, d'autre part, que les dettes et créances afférentes aux obligations financières et au contrat de garantie financière se compensent entre elles¹. Or, selon l'article L. 611-10-1 du Code de commerce, une partie à l'opération financière ne peut demander judiciairement la compensation des créances réciproques, liquides, exigibles, fongibles et certaines car il s'agit le but poursuivi est d'obtenir le paiement. Comme la compensation a une fonction de paiement², une partie ne peut poursuivre son cocontractant en demandant la compensation légale de leurs créances réciproques, sans contrarier l'article L. 611-10-1 du Code de commerce. Il s'agit donc d'une menace pour l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières.

La remise en cause de l'efficacité du contrat de garantie financière en cas de dénouement forcé des opérations. La suspension des poursuites individuelles est une menace pour le mécanisme de compensation provoquée³ car elle anéantit toute possibilité de résiliation. Cela étant, seules les actions en paiement sont interdites ou interrompues ; les autres actions sont possibles, notamment les actions en résolution⁴. Cette précision a nourri une thèse inverse. Un auteur a pu soutenir que la résiliation contenue dans le mécanisme de résiliation-compensation n'était pas mise en échec par l'ancien article L. 611-4-III du Code de commerce, car elle est assimilable à une déchéance du terme exclue du domaine de la disposition légale⁵. Cependant, une telle argumentation, bien que très largement étayée, ne prend pas en considération le particularisme du mécanisme : la résiliation intervient par

¹ Art. L. 211-36-1-I du C. mon. fin.

² J. CARBONNIER, *Droit civil*, vol. 2, *Les Biens, Les obligations*, PUF, coll. Quadrige, 2004, n° 1253, p. 2486 ; F. TERRE, P. SIMLER et Y. LEQUETTE, *op. cit.*, n° 1390, p. 1317 ; A. BENABENT, *Droit des obligations*, 14^{ème} éd., LGDJ, coll. Précis Domat, 2014, n° 817, p. 585

³ D. ROBINE, *op. cit.*, n° 466, p. 253 : « Or, il faut ajouter que ce texte [l'ancien art. L. 611-4-III du C. com.] pourrait en outre s'opposer plus généralement à toute compensation, mêmes en présence de dettes exigibles. »

⁴ C. SAINT-ALARY-HOUIN, *Droit des entreprises en difficulté*, 9^{ème} éd., LGDJ, coll. Précis Domat, 2014, n° 314-1, p. 175

⁵ D. ROBINE, *op. cit.*, n° 466, p. 252 : « Par ailleurs, il a été précisé que la notion de résiliation des opérations pouvait être entendue comme une résiliation d'un contrat ou comme une déchéance du terme. Or, il n'existe pas d'obstacle à une telle déchéance à l'art. L. 611-4-II du Code de commerce. »

compensation¹. La thèse repose sur une fausse distinction : la résiliation-compensation serait d'abord une résiliation puis une compensation². En rapprochant l'article L. 610-11-2 du Code de commerce de la résiliation-compensation, la résiliation-compensation est un mécanisme dans lequel s'intègre la résiliation, non la résolution, participant au dénouement d'une opération financière par la compensation³. En d'autres termes, c'est le mécanisme tout entier qu'il convient de considérer⁴. Par conséquent, L. 611-10-1 du Code de commerce contrarie l'article L. 211-36-1-I du Code monétaire et financier, car la compensation des dettes et créances afférentes aux obligations financières et au contrat de garantie financière n'est pas possible. Donc, la remise en cause de l'efficacité du contrat de garantie financière est un risque. Un autre effet de l'accord d'homologation est susceptible de remettre en cause l'efficacité du contrat de garantie financière : l'octroi de délais et remises.

277. Second effet susceptible de remettre en cause l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières: l'octroi de délais et remises. Ce second effet susceptible de remettre en cause l'efficacité du contrat de garantie financière vise en réalité deux dispositions : la première, l'article L. 611-10-2 du Code de commerce et, la seconde, l'article L. 611-7 alinéa 5 du même Code.

L'octroi contractuel de délais et remises susceptibles de remettre en cause l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières. L'article L. 611-10-2 du Code de commerce prévoit que les délais et remises consenties dans l'accord de conciliation profitent aux « *personnes coobligées ou ayant consenti une sûreté personnelle ou ayant affecté ou cédé un bien en garantie* ». Dans le cadre d'un contrat de garantie financière, le garant ou le constituant a affecté ou cédé un bien en garantie de l'obligation

¹ En ce sens, H. HOVASSE, *Le droit des marchés à terme de marchandises*, Economica, Bibliothèque des matières premières, 1987, n° 774 : « *on ne commet pas d'inexactitude en utilisant (le terme de résiliation) pour qualifier l'extinction d'obligation par compensation* » et n° 778 « *la compensation des opérations inverses est le fondement de leur résiliation* »

² D. ROBINE, *op. cit.*, 2003, n° 466, p. 252. De même, Mme I. RIASSETTO désarticule le mécanisme en considérant qu'il y a résiliation puis compensation : I. RIASSETTO, *op. cit.*, *passim*

³ *Ibid.*, n° 466, p. 252. En ce sens, un auteur considère que la suspension des poursuites est applicable dans le cadre de la compensation provoquée. Cependant, celui-ci nuance ses propos en distinguant la résiliation de la compensation au sein du mécanisme de *close-out netting*. Or, il ne semble guère souhaitable de procéder ainsi car la résiliation intervient par la compensation.

⁴ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 494, p. 242 : « *Elles risquent d'abord d'empêcher la résiliation des dérivés en cas de survenance d'un événement de défaut : lorsqu'elle est ordonnée, la suspension des poursuites individuelles en cours interdit toute action en justice contre le débiteur tendant « à la résiliation d'un contrat pour défaut de paiement d'une somme d'argent ». À supposer même que la résiliation des dérivés puisse opérer, la compensation des obligations qui en résulteraient, demandée en justice serait incertaine. Pour de nombreux auteurs, en effet, la compensation a une fonction de paiement.* »

financière. Dans cette mesure, il pourrait bénéficier de cette disposition et se prévaloir des délais et remises consentis au débiteur. Ce texte constitue donc un risque d'inefficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières. L'octroi judiciaire facultatif d'un délai de grâce emporte les mêmes conséquences.

L'octroi judiciaire facultatif d'un délai de grâce susceptible de remettre en cause l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières. En application de l'article L. 611-7 alinéa 5 du Code de commerce, le juge qui a ouvert la procédure de conciliation a la possibilité de faire application des articles 1244-1 et suivants du Code civil. L'octroi d'un délai de grâce constitue une menace le dénouement normal et forcé des opérations, car il entraîne la suspension des poursuites individuelles¹.

La remise en cause de l'efficacité du contrat de garantie financière en raison de l'octroi d'un délai de grâce dans le cadre du dénouement normal des opérations. En application de l'article 1292 du Code civil, le délai de grâce n'est pas susceptible de porter atteinte au jeu de la compensation bilatérale : « *Le terme de grâce n'est point un obstacle à la compensation* »². Les opérations conclues de gré à gré compensables, mais non compensées par une contrepartie centrale ne peuvent être atteintes par l'octroi d'un délai de grâce. Les conséquences du bilatéralisme relatif aux opérations conclues de gré à gré ne sont pas transposables aux systèmes multilatéraux réglementés ou organisés de négociation. L'article 1292 du Code civil ne peut viser la compensation multilatérale puisque les dispositions des articles 1289 et suivants du même code ne concernent que la compensation bilatérale³. Même si la créance demeure exigible, l'octroi du délai de grâce entraîne une suspension de l'exécution de l'obligation ; elle constitue donc un obstacle au mécanisme multilatéral de compensation. La menace ne concerne pas uniquement la compensation bilatérale, elle concerne également la compensation multilatérale. De la même manière, l'octroi d'un délai de grâce est susceptible de perturber l'efficacité du contrat de garantie financière à l'occasion du dénouement forcé des opérations.

La remise en cause de l'efficacité du contrat de garantie financière en raison de l'octroi d'un délai de grâce dans le cadre du dénouement forcé des opérations. Une partie

¹ D. ROBINE, *op. cit.*, n° 470 et 471, p. 254 et 255

² Art. 1292 du C. civ.

³ D. ROBINE, *op. cit.*, n° 471, p. 255

de la doctrine considère que le délai de grâce ne concerne que les actions en paiement et non les actions tendant à la résiliation¹. D'autres auteurs considèrent, au contraire, que les dispositions relatives au délai de grâce étant d'ordre public, celles-ci pourraient empêcher la résiliation². La compensation provoquée, mode de dénouement forcé des opérations en présence d'un cas de défaut, est ainsi remise en cause par l'octroi d'un délai de grâce. Or, la compensation provoquée est une protection du système financier, car elle permet d'évincer le participant défaillant. En cela, elle permet d'évincer le risque crédit et le risque systémique consécutif. L'octroi d'un délai de grâce est une menace susceptible de mettre en péril un mécanisme ayant vocation à protéger le système financier : la garantie de l'exécution des obligations financières.

278. **Synthèse.** En somme, les effets contractuels d'une procédure amiable ne sont pas de nature à empêcher le jeu de la technique compensatoire. Cependant, celle-ci est tenue en échec par la mise en œuvre de l'article L. 611-10-1 du Code de commerce. Cette disposition « *peut donc empêcher la compensation, par résiliation ou non [...]* »³ des dettes et créances des garanties financières et celles des obligations financières. L'éviction opérée par l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier est nécessaire non seulement face à la menace des procédures civiles d'exécution, mais aussi face à celle des procédures collectives.

B. L'éviction des effets d'une procédure collective judiciaire nécessaire au bon fonctionnement du système financier

279. **Plan.** Il existe trois modes de traitement judiciaires des difficultés rencontrées par une entreprise : la sauvegarde, le redressement et la liquidation judiciaire. Contrairement au redressement ou à la liquidation judiciaire, l'ouverture de la procédure sauvegarde ne nécessite pas que l'entreprise soit en état de cessation des paiements. Pour la sauvegarde et le redressement judiciaire, le jugement d'ouverture marque le début de la période d'observation qui permet d'examiner la situation de l'entreprise. Cette période d'observation est distincte de

¹ F. TERRE, P. SIMLER et Y. LEQUETTE., *Les obligations, op. cit.*, n° 664, p. 655 : « Une question reste néanmoins en suspens : l'art. 1244-3 ; issu de la loi du 9 juillet 1991, affirmant que les dispositions sur le délai de grâce sont d'ordre public, les juges peuvent-ils désormais suspendre le jeu de la clause résolutoire en accordant au débiteur défaillant un tel délai ? Une réponse négative paraît s'imposer. ». En ce sens également : F. OSMAN, « Le pouvoir modérateur du juge dans la mise en œuvre de la clause résolutoire de plein droit », *op. cit.*, p. 80

² A. BENABENT, *Les obligations, op. cit.*, n° 397, p. 264 ; G. PAISANT, « La réforme du délai de grâce par la loi du 9 juillet 1991 relative aux procédures civiles », *op. cit. et loc. cit.*

³ D. ROBINE, *op. cit.*, n° 468, p. 254

la période suspecte. La période suspecte est la période qui sépare la date à laquelle est constaté l'état de cessation des paiements de celle du jugement d'ouverture. Par conséquent, la période suspecte ne concerne que la procédure de redressement judiciaire. En réalité, c'est au cours de ces deux périodes que l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières est menacée, car les effets qu'ils entraînent sont susceptibles d'atteindre le mécanisme de compensation multilatérale. Or, l'enregistrement de la transaction est subordonné à la conclusion d'un contrat de garantie financière dont l'assiette doit être actualisée quotidiennement par l'exécution d'une obligation financière, les marges. Ainsi, les effets de l'ouverture d'une procédure collective atteignent le mécanisme compensation multilatérale : ce sont « *de nouveaux obstacles à l'efficacité du mécanisme de résiliation-compensation et des accords de collatéral* »¹. Ces obstacles se manifestent, d'une part, pendant la période d'observation (1) et, d'autre part, pendant la période suspecte (2).

1. L'éviction des effets d'une procédure collective judiciaire pendant la période d'observation

280. **Plan.** La période d'observation débute par le jugement d'ouverture de la procédure de sauvegarde ou de redressement. Les procédures présentent des points communs : au cours de cette période, les contrats en cours peuvent être poursuivis² et les dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture ne peuvent pas être payées par le failli³. L'article L. 211-40 du Code monétaire et financier déroge au pouvoir d'exiger la poursuite des contrats en cours à la disposition de l'administrateur judiciaire et au maintien du terme des créances non échues⁴. Tant en ce qui concerne les dettes et créances des garanties financières que celles des garanties financières, il n'est pas possible d'exiger la poursuite des contrats en cours ou encore le maintien du terme des créances non échues⁵ en application de l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier. Les effets de l'ouverture d'une procédure collective à compter du jugement d'ouverture, c'est-à-dire le principe de la poursuite des contrats en cours et l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture, ne s'appliquent pas aux obligations financières ainsi qu'à leur garantie. L'interdiction de la

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 497, p. 243 et 244

² Art. L. 622-13 du C. com. pour la sauvegarde et art. L. 631-14 du C. com. pour le redressement judiciaire

³ Art. L. 622-7-I du C. com. pour la sauvegarde et art. L. 631-14 du C. com. pour le redressement judiciaire

⁴ 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) », *op. cit.* et *loc. cit.*

⁵ *Ibid.*

déchéance du terme et la poursuite des contrats en cours sont traditionnellement identifiées comme des menaces pour le mécanisme de compensation dès lors qu'elles empêchent le « Close-out Netting *des actifs remis en garantie avec d'autres engagements en sens inverse* »¹. La neutralisation des effets d'une procédure collective, à compter du jugement d'ouverture, par le mécanisme compensatoire est insuffisante. L'éviction opérée par l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier tant en ce qui concerne la poursuite des contrats en cours (a), qu'en ce qui concerne l'interdiction du paiement des créances nées antérieurement au jugement d'ouverture est nécessaire pour permettre l'efficacité de la garantie des obligations financières (b).

a. L'éviction nécessaire de la règle de la continuation des contrats en cours

281. **Présentation.** La poursuite des contrats en cours ne menace pas directement l'efficacité du contrat de garantie financière. En réalité, cet effet attaché au jugement d'ouverture du redressement judiciaire menace la sécurité du système financier en ne permettant pas la liquidation d'office des positions et en maintenant dans le système un opérateur défaillant. Dès lors que le mécanisme multilatéral de compensation ne parvient pas à neutraliser parfaitement la règle de la poursuite des contrats en cours après le jugement d'ouverture d'une procédure collective et que cet effet est une menace pour sécurité du système financier, son éviction est nécessaire.

282. **L'absence de neutralisation de la règle de la continuation des contrats en cours par le mécanisme de compensation multilatérale.** Un auteur a tenté de démontrer que le principe de la continuation des contrats en cours, après le jugement d'ouverture de la procédure collective, pouvait être neutralisé en raison de son analogie avec le compte courant. Cela étant, ce rapprochement connaît des limites qui démontrent qu'il n'y a pas de neutralisation absolue de la règle par le mécanisme multilatéral de compensation. Ainsi, il convient de présenter l'analogie de la compensation multilatérale au compte courant ainsi que ses limites justifiant la nécessité de l'éviction de la règle.

¹ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 41

L'analogie de la compensation multilatérale avec le compte courant permettant la neutralisation de la règle de la poursuite des contrats en cours. Pendant la période d'observation, l'administrateur peut demander la poursuite des conventions de compte courant¹. Dans le cadre d'une procédure de redressement judiciaire, l'usage de cette faculté par l'administrateur se traduit par l'arrêt d'un solde provisoire (pour le redressement judiciaire) ou définitif (pour la liquidation judiciaire) du compte courant qui, en application du principe d'affectation générale de dettes et créances, permet de régler les opérations en cours². Ce procédé permettrait ainsi de neutraliser la poursuite des contrats en cours en liquidant les opérations en cours tant dans le cadre de la compensation conventionnelle que dans le cadre de la compensation multilatérale. Selon Madame le Professeur M. ROUSSILLE, le mécanisme de compensation multilatérale aurait pu suffire à permettre la liquidation des opérations en cours, sans pour autant avoir besoin de dispositions législatives surabondantes³. Le principe de l'affectation générale inhérent au compte courant devrait permettre à lui seul le dénouement des opérations. La solution devrait être également transposable au contrat de garantie financière. Selon Madame le Professeur M. ROUSSILLE, les dispositions des articles L. 440-7 et L. 440-8 du Code monétaire et financier ne seraient qu'une illustration d'une solution pratique inhérente au mécanisme de compensation multilatérale. Cette thèse peut être défendue pour deux raisons.

Première raison : l'actif sort du patrimoine du débiteur. La nature de la garantie justifierait qu'elle échappe à la règle de la continuation des contrats en cours. Le dépôt initial de garantie repose sur le transfert de propriété des actifs. Le bénéficiaire a l'obligation de restituer les actifs ou leur équivalent. Le transfert de propriété à titre de garantie entraîne la sortie de l'actif du patrimoine du débiteur soumis à une procédure collective. L'intérêt d'une telle sûreté est de permettre à son bénéficiaire de consolider son droit de propriété en cas de défaillance du débiteur principal : *« le bien remis en garantie étant sorti du patrimoine de celui qui a constitué la garantie, le jugement d'ouverture ouvert à l'encontre de ce dernier ne*

¹ Com., 8 décembre 1987, n° 87-11.501, *Bull. civ. IV*, n° 266, p. 199 ; *JCP G*, 1988, II, 20927, note M. JEANTIN ; *D.*, 1988, juris., 52, note F. DERRIDA ; Com., 20 janvier 1998, n° 96-11.501, *Bull. civ. IV*, n° 36, p. 26 ; *JCP E*, 1999, p. 761, n° 14, obs. J. STOUFFLET ; *JCP E*, 1998, n° 36, p. 1360, note Y. DAGORNE-LABBE

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 995, p. 427 : *« C'est pourquoi nous pensons, qu'il convient, comme en matière de compte courant, d'admettre que la procédure collective doit se traduire par un arrêté provisoire, intermédiaire, permettant le règlement des opérations en cours, c'est-à-dire déjà comptabilisées. Cet arrêté exigera le dénouement immédiat de la compensation multilatérale et permettra de fixer le solde du participant. »*

³ *Ibid.*, n° 998, p. 428 : *« En matière financière, la possibilité de liquider d'office les opérations en cours malgré l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre d'un participant aurait également dû s'appliquer, même en l'absence d'intervention légale. »*

doit pas l'affecter »¹. La jurisprudence, même critiquée, a tranché en ce sens en considérant, au sujet d'une cession de créance professionnelle, que « *le jugement d'ouverture de la procédure collective à l'égard du cédant fait obstacle aux droits de la banque cessionnaire sur les créances nées de la poursuite d'un contrat à exécution successive postérieurement à ce jugement* »².

Seconde raison : l'effet du principe d'affectation générale. La neutralisation du principe de continuation des contrats en cours par le mécanisme de compensation multilatérale se justifie également par le fait que les garanties fondées sur un droit de propriété ne subissent pas les voies d'exécution³. Dans la mesure où les couvertures ont vocation à couvrir le règlement du solde, tout comme les obligations financières, les garanties financières bénéficient également des effets du principe de l'affectation générale⁴.

Les limites de l'analogie de la compensation multilatérale avec le compte courant. L'analogie de la compensation multilatérale avec le compte courant connaît des limites.

Première limite. L'analogie avec le compte courant limitée à la procédure de redressement judiciaire. Cette solution a été dégagée par la Cour de cassation le 8 décembre 1987⁵. Par ailleurs, il convient de confronter la qualité des parties au compte courant à celles au contrat qui font naître les obligations financières ou celles afférentes au contrat de garantie financière. Alors que la convention de compte courant lie obligatoirement deux personnes commerçantes, l'ordonnance du 24 février 2005 ne fait pas le choix d'exercer l'*Opt-in* laissée ouverte par la directive *Collateral*.

Seconde limite. Le mécanisme de la compensation multilatérale permet partiellement de neutraliser les effets du jugement d'ouverture d'une procédure collective. L'assimilation du mécanisme de compensation multilatérale avec le compte courant connaît des limites pour trois raisons essentielles.

¹ *Ibid.*, n° 999, p. 429

² Com., 26 avril 2000, n° 97-10.415, *Bull. civ.* IV, n° 84, p. 74 ; *D.*, 2000, p. 717, note Ch. LARROUMET

³ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 1000, p. 429

⁴ *Ibid.*, n° 1000, p. 430 : « [La couverture] *entre dans le champ de la compensation multilatérale et échappe de ce fait, comme toutes les autres obligations, à l'interdiction du paiement des dettes antérieures* ».

⁵ Com., 8 décembre 1987, arrêt préc.

➤ Première raison. Le solde définitif de compensation est une obligation financière saisissable.

➤ Deuxième raison. Le mécanisme de la compensation multilatérale ne permet pas parfaitement de neutraliser la règle de la poursuite de contrat en cours, car les obligations financières postérieures au dénouement de l'opération financière échappent au domaine de l'analogie qui, rappelons-le, ne concerne que le moment de la compensation des opérations.

➤ Troisième raison. L'argument en vertu duquel les articles L. 440-7 et L. 440-8 du Code monétaire et financier ne sont qu'une illustration de la neutralisation par le mécanisme de compensation multilatérale de la règle de la continuation des contrats excluait l'intérêt de l'article L. 211-40 du même Code. Cet argument n'est plus d'actualité, car la loi de séparation des activités bancaires a harmonisé le régime des garanties financières. L'article L. 211-40 du même Code vise toutes les dispositions de la section dédiée aux règles communes applicables aux opérations sur instruments financiers, notamment la couverture. L'article L. 211-40 du Code monétaire et financier ne se contente pas d'évincer les effets des procédures de préventions des difficultés des entreprises et de sauvegarde, il évince les procédures collectives de manière générale. Cette éviction est alors nécessaire.

283. **L'éviction nécessaire de la règle de la poursuite des contrats.** L'éviction opérée par l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier concerne la sauvegarde, le redressement et la liquidation judiciaires. S'agissant de la poursuite des contrats en cours, cette faculté est visée par l'article L. 622-13-I du Code de commerce pour la procédure de sauvegarde puis est étendue à la procédure de redressement judiciaire par l'article L. 631-14 du même Code et à la procédure de liquidation judiciaire par l'article L. 641-11-1 du même Code. L'éviction est nécessaire dès lors que le contrat financier peut être considéré comme un contrat en cours et que l'application de la règle de la poursuite des contrats en cours après le jugement d'ouverture est une menace pour le mécanisme de la liquidation d'office des positions et une porte ouverte au *Cherry-picking*.

Les contrats financiers sont des contrats en cours d'exécution. L'éviction n'a de sens que si les instruments et contrats financiers sont des contrats, en cours d'existence et en cours d'exécution. Les solutions dégagées au sujet des contrats « financiers » à terme doivent

être étendues aux contrats à terme ayant un objet financier. À cet égard, la Cour de cassation¹ a eu l'occasion de se prononcer sur le principe de continuation des contrats en cours postérieurement à l'ouverture d'une procédure de règlement judiciaire concernant des contrats à terme portant sur des lots de café négociés sur les marchés à terme de New York. En l'espèce, l'administrateur avait usé de la faculté qui lui était ouverte par l'ancien article 37 de la loi du 25 juillet 1985, en optant « *pour la résiliation de ces contrats et la vente immédiate de ces lots de café* ». La question était de savoir si ces contrats à terme conclus sur un marché à terme de marchandises pouvaient être ou non qualifiés de contrats en cours à la lumière de l'article 37 de la loi du 25 juillet 1985. La réponse fournie par la Cour de cassation est sans équivoque : « *Mais attendu que le contrat par lequel une personne commet un commissionnaire en marchandises pour effectuer pour son compte une opération à terme, ne s'achève que par l'exécution, au terme prévu, de cette opération [...]* ». Par conséquent, conformément à la jurisprudence de la chambre commerciale de la Cour de cassation, tant que l'échéance du terme du contrat n'est pas intervenue, le contrat est en cours.

L'éviction nécessaire de la poursuite des contrats en cours face à la liquidation d'office des positions. Les dispositions relatives à la continuation des contrats en cours contenues dans le Code de commerce s'opposent à la liquidation d'office des positions ouvertes par un intervenant défaillant. L'application de cette règle aboutit à maintenir un intervenant défaillant sur les marchés et génère un risque de système. « *L'article L. 622-13 du Code de commerce constitue donc une atteinte directe du mécanisme de résiliation-compensation : la clause de résiliation qui y est incluse ne pourra pas être opposée à la procédure collective ouverte contre le débiteur [...]* »². En ce sens, l'éviction de la règle est nécessaire, car l'interdiction de la déchéance du terme laisse persister le risque de contrepartie³ et génère un risque de système.

L'application des articles L. 622-13, L. 631-14 et L. 641-11-1-II du Code de commerce et risque de *Cherry-picking*. Qu'il s'agisse de la sauvegarde, du redressement

¹ Com., 26 mai 1998, n° pourvoi 96-11.839, inédit

² A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 499, p. 246 et 247

³ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 41 : L'auteur identifie l'interdiction de la déchéance du terme comme l'une des quatre mesures susceptibles de diminuer l'efficacité des garanties. « [...] *L'interdiction de la déchéance du terme, c'est-à-dire 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. Cette interdiction a pour conséquence, dans ces pays, l'interdiction du « close-out netting » des actifs remis en garantie avec d'autres engagements de sens inverse ; [...]* ».

judiciaire ou encore de la liquidation judiciaire, le Code de commerce laisse la faculté à l'administrateur d'une procédure de sauvegarde ou de redressement judiciaire ou encore au liquidateur « *d'exiger l'exécution des contrats en cours en fournissant la prestation promise au cocontractant du débiteur* »¹. Cette disposition commune aux procédures judiciaires collectives est féconde du risque de *Cherry-picking*² : l'administrateur ou le liquidateur pourrait ainsi avoir libre choix de poursuivre les contrats favorables au débiteur et d'opter pour la résiliation des contrats dont l'évolution du cours est préjudiciable au débiteur. Cette faculté contredit l'esprit du texte de la directive *Collateral*.

L'éviction pure et simple opérée par l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier. L'article L. 211-40 du Code monétaire et financier protège en réalité le système financier en permettant l'efficacité de la liquidation d'office des positions ouvertes par un intervenant défaillant. Le mode dénouement forcé des obligations financières, nées d'une opération de marché, par la compensation de leurs dettes et créances avec celles du contrat de garantie financière doit être protégé de l'application de toutes dispositions relatives aux procédures collectives, en l'occurrence des articles L. 622-13-II ; L. 631-14 par renvoi aux articles L. 622-13 et L. 641-11-1-II du Code de commerce qui interdisent les clauses résolutoires en raison d'une procédure collective³. L'éviction du principe de continuation des contrats en cours est nécessaire puisque sa mise en œuvre empêche la liquidation d'office des positions d'un intervenant défaillant. Le principe de l'interdiction des paiements des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture doit aussi être aussi évincé.

¹ Art. L. 622-13-II C. com. ; art. L. 631-14 C. com. par renvoi à l'art. L. 622-13 C. com. et à l'art. L. 641-11-1-II du C. com.

² D. ROBINE, *op. cit.*, n° 480, p. 261 : « Cette règle d'ordre public entraîne un risque important pour la contrepartie d'un opérateur défaillant. L'administrateur pourra en effet au moyen de cette disposition résilier les opérations défavorables et maintenir celles qui sont profitables à l'entreprise. Il s'agit du risque de cherry-picking. » ; M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 915, p. 392 : « le contrat à terme est conclu sur un marché à terme de marchandises est un contrat en cours au sens du texte, tant que la procédure collective a été ouverte avant le terme du contrat. L'administrateur judiciaire du donneur d'ordre (ou de l'adhérent) peut donc décider la continuation du contrat. Le risque est qu'il décide la continuation des contrats à terme dont l'évolution est favorable au débiteur et que les contrats évoluant défavorablement soient résiliés. » ; A. GAUDEMET, *Contribution à l'étude juridique des dérivés*, Thèse, Paris II, 2008, n° 500, p. 300 : « Il pourra en quelque sorte « faire son marché » parmi les dérivés en cours au jour du jugement d'ouverture, en honorant ceux qui sont favorables à l'entreprise et abandonnant les autres. Ce risque est désigné de manière imagée par les auteurs anglophones comme risque de *Cherry-picking* : littéralement, le choix des plus belles cerises. » ; V° également sur ce point : A.-V. DELOZIÈRE-LE-FUR, *op. cit.*, n° 473, p. 326 ; P. GISSINGER, « L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », in *La modernisation des activités financières*, sous la dir. de Th. BONNEAU, GLN-Joly, coll. Pratiques des affaires, 1996, p. 155, spéc. n° 366

³ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 28

b. L'éviction nécessaire de l'interdiction des paiements des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture

284. **Présentation.** L'article L. 622-7-I du Code de commerce dispose que « le jugement ouvrant la procédure emporte, de plein droit, interdiction de payer toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture, à l'exception des paiements de créances connexes. Il emporte également, de plein droit, interdiction de payer toute créance née après le jugement d'ouverture, non mentionnée au I de l'article L. 622-17 [...] ». Une telle disposition est transposable dans le cadre d'une procédure de redressement judiciaire en vertu de l'article L. 631-14 du Code de commerce qui précise que l'article L. 622-7 du même code est applicable à la procédure de redressement judiciaire et, dans le cadre de la procédure de liquidation judiciaire, en application de l'article L. 641-3-I du même Code. Cette interdiction est une menace pour le mécanisme multilatéral de compensation, car les paiements effectués pendant la période d'exécution de l'opération de marché peuvent être remis en cause. En effet, l'application de ce texte interdit de payer des créances nées antérieurement au jugement d'ouverture : une obligation financière naît de l'enregistrement d'une opération de marché et le règlement des marges ou du solde définitif de compensation déterminé par compensation de dettes et créances de l'obligation financière et du contrat de garantie financière¹, correspondent à l'exécution des obligations financières. Concrètement, l'obligation financière est née antérieurement si le jugement d'ouverture intervient après l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. À cette condition, l'exécution des obligations financières, qu'il s'agisse du règlement quotidien des marges ou encore du règlement du solde définitif de compensation, subit cette interdiction. Le mécanisme de compensation multilatérale ne permettant pas une neutralisation parfaite de la règle, l'interdiction des paiements des dettes nées antérieurement au jugement demeure un risque d'annulation de la compensation opérée, qu'il s'agisse du dénouement normal ou forcé de l'opération. L'article L. 211-40 du Code monétaire et financier évince l'application de cette interdiction.

285. **Les risques afférents à la mise en œuvre de la règle de l'interdiction des paiements des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture.** D'abord, l'approche des risques afférents à la mise en œuvre de la règle de l'interdiction des paiements des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture implique de déterminer la date de naissance de l'obligation à la charge de l'intervenant. Ensuite, il s'agit d'identifier les risques afférents à la

¹ Art. L. 211-38-I al. 2 du C. mon. fin.

mise en œuvre de cette règle. Comme le mécanisme de la compensation multilatérale ne parvient pas à neutraliser la mise en œuvre de la règle de l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture, l'éviction opérée par L. 211-40 du Code monétaire et financier est nécessaire.

D'abord, une obligation financière naît d'une opération de marché enregistrée.

Nous avons démontré que les obligations financières naissent d'une opération de marché enregistrée par la chambre de compensation. La conclusion de l'opération ne peut pas être dissociée de son enregistrement par la chambre de compensation¹. Pendant la période d'exécution de l'opération, la première obligation financière à la charge de l'intervenant est l'obligation de régler quotidiennement les marges ; postérieurement au dénouement, il s'agit de l'obligation de régler le solde définitif de compensation.

Ensuite, les risques afférents à la mise en œuvre de l'interdiction des paiements des dettes antérieurement au jugement d'ouverture. Après avoir déterminé la date de naissance des créances, il s'agit d'envisager les risques relatifs à la mise en œuvre de la règle de l'interdiction des paiements de dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture. Deux risques apparaissent : le premier réside dans la mise en œuvre de la règle dite du « zéro heure », le second, quant à lui, concerne le dénouement de l'opération.

Premier risque : la mise en œuvre de la règle dite du « zéro heure ». La règle dite du « zéro heure » est envisagée comme une persistance du risque de contrepartie². Les paiements effectués le jour du jugement d'ouverture de la procédure sont annulés rétroactivement, car la procédure est réputée s'être ouverte à zéro heure³. L'application de la règle du « zéro heure » est identifiée comme étant un risque pour la mise œuvre de la compensation dans la mesure où les compensations effectuées le jour du jugement d'ouverture sont susceptibles d'être

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n^{os} 76 et suiv., p. 76 et suiv., spéc. n^o 85, p. 82 : « [...] *seul l'enregistrement auprès de l'organisme central donne naissance à l'opération de marché, et constitue, par conséquent, une étape indispensable à la formation des obligations dans ce cadre.* »

² M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 41 : « *L'objectif de la couverture sous de garantie est de prévenir la défaillance d'une contrepartie. Le principal cas de défaillance est celui de la faillite. [...] Néanmoins, de nombreuses législations, et notamment celles des pays européens assortissent la suspension des paiements de mesures supplémentaires, qui diminuent la protection apportée par les garanties [...].* ». L'auteur identifie la règle dite du « zéro heure » comme l'une des quatre mesures susceptibles de diminuer l'efficacité des garanties.

³ Soc., 12 mai 1998, n^o 96-40.606, *Bull. civ.* V, 1998, n^o 243, p. 184 : « [...] *le prononcé du jugement de redressement judiciaire a entraîné l'ouverture de la période d'observation dès la première heure du jour de son prononcé [...]* ; Rev. proc. coll., 1997, p. 417, obs. F. TAQUET

annulées¹. Le risque est d'autant plus important que l'annulation est automatique, sans considération de l'ignorance par les bénéficiaires de l'imminence du jugement de faillite².

Second risque : la menace envers le dénouement des opérations. En application de l'article L. 622-7-I du Code de commerce, l'interdiction des paiements de dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture est susceptible d'atteindre l'opération de compensation opérant un dénouement normal ou forcé de l'opération.

➤ D'une part, la menace envers le dénouement normal des opérations. L'interdiction de paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture est une mesure qui tend à assurer le traitement égalitaire de la collectivité que constituent les créanciers du débiteur soumis à une procédure collective. La compensation est une simplification des paiements qui aboutit à un solde consécutif de la confrontation de ce que chacun se doit et de ce que chacun doit recevoir. En ce sens, l'interdiction des paiements peut anéantir le dénouement normal des opérations. Puisque les dettes et créances afférentes aux obligations financières se compensent avec celles du contrat de garantie financière, alors l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture contredit les dispositions de l'article L. 211-38- I alinéa 2 du Code monétaire et financier. L'éviction du principe d'interdiction de payer les dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture est nécessaire, car elle constitue un obstacle à l'efficacité du régime de la garantie des obligations financières.

➤ D'autre part, la menace envers le dénouement forcé de l'opération. L'interdiction de payer les créances nées antérieurement au jugement d'ouverture empêche la mise en œuvre de liquidation d'office des positions. L'ouverture d'une procédure collective qui entraîne l'application de l'interdiction de paiement de dettes antérieures est un cas de défaillance, un cas de défaut ou encore un fait entraînant l'exécution qui justifie la liquidation d'office des positions ouvertes par un intervenant défaillant. Cet obstacle au dénouement forcé des positions ouvertes par un intervenant défaillant contredit l'impératif de sécurité des marchés

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 910, p. 390 : « Comme le jugement d'ouverture à compter duquel elle s'applique, l'interdiction du paiement des dettes antérieures rétroagit à la première heure du jour de son prononcé. Elle s'applique ainsi à tous les paiements réalisés dans la journée au cours de laquelle une procédure collective est ouverte à l'encontre d'un participant et elle peut ainsi affecter, théoriquement, la compensation multilatérale auquel le débiteur aurait participé. »

² M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, p. 41

financiers, car il génère un risque systémique. L'éviction du principe de l'interdiction de payer les dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture est nécessaire puisque sa mise en œuvre empêche la liquidation d'office des positions d'un intervenant défaillant et génère un risque systémique. Par ailleurs, le système multilatéral de compensation ne parvient pas à neutraliser la règle de l'interdiction des paiements des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture.

286. L'absence de neutralisation par le système de compensation multilatérale de la règle de l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture. Le principe de l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture de la procédure collective heurte tant le dénouement normal de l'opération que son dénouement forcé, sans que le mécanisme de compensation multilatérale ne puisse en neutraliser parfaitement les effets. Un autre paramètre doit être pris en compte dans cette étude : les dettes et créances afférentes à l'obligation garantie se compensent avec celles afférentes à la garantie¹. En effet, le Code monétaire et financier les dettes et créances afférentes aux obligations financières se compensent avec celles afférentes au contrat de garantie financière. Par conséquent, il s'agit de démontrer que le système de compensation multilatérale ne parvient pas à neutraliser parfaitement la règle de l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture, tant à l'égard des obligations financières qu'à l'égard des obligations du contrat de garantie financière.

D'une part, l'absence de neutralisation de la règle de l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture à l'égard des obligations financières. Concernant les obligations financières, plusieurs arguments permettent de rejeter la thèse selon laquelle le mécanisme de compensation multilatérale parviendrait à neutraliser la règle de l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture : le premier argument se fonde sur le rejet de la proposition d'analogie de l'inscription en compte des obligations financières avec le compte courant ; le second argument se fonde sur l'absence de connexité des obligations financières.

Premier argument : rejet de l'assimilation au compte courant. Les défenseurs de la neutralisation des procédures collectives par le mécanisme de compensation multilatérale ont

¹ Art. L. 211-38-I al. 2 du C. mon. fin.

défendu la thèse de la neutralisation des effets de l'ouverture d'une procédure collective par le système multilatéral de compensation, grâce à l'argument tiré des effets attachés au compte courant : le principe d'affectation générale et l'indivisibilité des créances entrées en compte courant¹. La thèse défend plus l'esprit que la lettre des textes. L'esprit de l'exception tenant à la connexité des dettes et créances tend à éviter de contraindre un débiteur à payer sa dette alors qu'il détient sur sa contrepartie une créance irrécouvrable. L'entrée dans le système de compensation multilatérale, notamment en raison de la fréquence des compensations opérées, parasite l'esprit de l'exception : « *S'ils n'étaient pas entrés dans un système de compensation multilatérale, les participants auraient déjà réglé ce qu'ils se devaient* »². Autrement dit, la fréquence de compensation décalerait temporellement l'arrêté du solde de compensation et, par suite, le règlement du solde. Seul l'esprit du texte peut permettre d'affirmer que les créances et dettes entrées en compte, avant l'ouverture de la procédure collective, peuvent être dénouées, c'est-à-dire compensées postérieurement à l'ouverture de la procédure. La thèse qui repose sur le principe de l'affectation générale attachée au compte courant n'est pas non plus transposable aux dettes et créances afférentes aux obligations financières et celles afférentes au contrat de garantie financière pour la même raison, c'est-à-dire en raison de la pluralité de comptes. En l'état, deux comptes existent – le compte de positions et le compte de couverture – et leurs dettes et créances se compensent, sans que le principe d'affectation générale ne puisse le justifier. Il convient d'écarter la thèse, car le principal et l'accessoire se compensent. Mais cette thèse peut valoir pour chacun des comptes considérés isolément, sans que l'affectation générale ne puisse justifier le lien entre les deux comptes. Ceci conduit à considérer que la neutralisation de la règle de l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture par le mécanisme de compensation multilatérale est insuffisante. La même conclusion peut être formulée à l'égard de la connexité.

Second argument : l'absence de connexité des obligations financières. La connexité est le « *lien unissant deux créances nées d'un même rapport de droit qui les rend compensables malgré l'ouverture d'une procédure collective de règlement du passif* »³. La connexité des créances est une exception à l'interdiction du paiement⁴. Concernant les obligations financières, elles font l'objet d'une inscription en compte⁵. Cette inscription en

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n^{os} 989 et suiv., p.424 et suiv.

² *Ibid.*, n^o 993, p. 426

³ Voc. Jur. CORNU, V^o « connexité », p. 199

⁴ Civ., 24 avril 1923, *D.*, 1926, 1, p. 16

⁵ *Supra* n^{os} 260 et suiv.

compte autoriserait l'analogie de ces comptes, compte de couverture et de position, avec le compte courant. Ainsi, la connexité des dettes et créances afférentes à des obligations financières inscrites en compte constitue-t-elle une exception au principe de l'interdiction de paiement des créances nées antérieurement au jugement d'ouverture ? Dans le cadre d'opérations admises aux négociations sur un marché réglementé¹, la chambre de compensation opère une compensation multilatérale, de la même manière que le « *marché réglementé d'instruments financiers est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre [...] de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers [...]* »². Puisque conclure une opération de marché n'est pas conclure un contrat synallagmatique et puisque la connexité exige que les obligations soient nées d'un même contrat ou d'un même ensemble contractuel³, alors la connexité n'est pas applicable dans la cadre d'une opération de marché. Au-delà, la compensation des dettes et créances afférentes aux obligations financières et celles afférentes au contrat de garantie financière⁴ implique l'existence de plusieurs comptes (compte de position et compte de couverture) qui exclut de fait la connexité. Ainsi, la thèse de la connexité des dettes et créances afférentes aux obligations financières et celles afférentes au contrat de garantie financière, inscrites dans des comptes distincts n'est pas tenable⁵. La connexité n'est d'aucun secours pour mettre en échec la règle de l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture.

D'autre part, l'absence de neutralisation de la règle de l'interdiction du paiement des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture à l'égard du contrat de garantie financière. La compensation s'opère entre les dettes et créances afférentes aux obligations financières, mais également entre celles afférentes au contrat de garantie financière⁶. Ainsi, l'interdiction de payer les créances nées antérieurement au jugement d'ouverture concerne aussi les créances afférentes au contrat de garantie financière. Or les actifs peuvent avoir été transférés à titre de garantie des obligations financières dans le patrimoine du bénéficiaire. Par conséquent, le caractère translatif de la garantie financière

¹ Art. L. 421-1 du C. mon. fin.

² *Ibid.*

³ En ce sens : M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n^{os} 982 et suiv., p. 420 et suiv.

⁴ Art. L. 211-38-I al. 2 du C. mon. fin.

⁵ Ceci ne concerne que les obligations financières compensées par une chambre, autrement dit ne concerne que les opérations négociées sur un système multilatéral réglementé ou organisé. Les opérations négociées de gré à gré, pour lesquelles les parties n'ont pas entendu avoir recours à une chambre pour leur compensation, la question de la neutralisation par le mécanisme de compensation multilatérale ne se pose pas puisqu'elles ne donnent pas naissance à des obligations financières.

⁶ Art. L. 211-38-I al. 2 du C. mon. fin.

empêche la mise en œuvre du gel des garanties, car l'actif n'est plus dans le patrimoine du constituant. Cela étant, il faut permettre de liquider d'office les positions ouvertes par un intervenant défaillant et permettre la compensation des dettes et créances afférentes aux obligations financières avec celles afférentes au contrat de garantie financière. L'éviction de la règle de l'interdiction de payer les dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture est nécessaire.

287. L'éviction nécessaire de la règle de l'interdiction des paiements de dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture. Si la neutralisation de la règle par le système de compensation multilatérale est absente, il convient alors de se résoudre à considérer que l'éviction est nécessaire. Monsieur le Professeur A. GAUDEMET met en lumière l'absence de connexité ou l'existence d'une connexité artificielle entre les créances et dettes issues d'une convention-cadre relative à des dérivés. La règle de l'interdiction du paiement des dettes antérieures doit être exclue, car elle représente un risque à l'égard du dénouement forcé des opérations¹. Concrètement, son application empêcherait la liquidation d'office des positions ouvertes par intervenant défaillant. Les dérivés compensés par une contrepartie centrale donnent naissance à des obligations financières. Ainsi, les remarques formulées au sujet des dérivés valent également pour les obligations financières. Par conséquent, ce risque justifie l'éviction de la règle. La nécessité de l'éviction des effets de l'ouverture d'une procédure collective concerne la période d'observation, mais aussi la période suspecte.

2. L'éviction des effets de l'ouverture d'une procédure collective judiciaire pendant la période suspecte

288. Présentation. La cessation des paiements est définie comme l'impossibilité pour le débiteur de face à son passif exigible avec son actif disponible². La notion de cessation des paiements est centrale : son absence est une condition d'ouverture de sauvegarde³ alors qu'elle est requise pour les procédures de redressement⁴ et de liquidation judiciaire⁵. La date de cessation des paiements peut être antérieure au jugement d'ouverture. En application de l'article L. 631-8 du Code de commerce, elle ne peut être antérieure de plus de dix-huit mois

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 506, p. 248 et 249

² Art. L. 631-1 al. 1 du C. com. Pour le redressement judiciaire et art. L. 640-1 du C. com. pour la liquidation judiciaire

³ Art. L. 620-2 du C. com. et art. L. 628-1 du C. com. pour la sauvegarde accélérée

⁴ Art. L. 631-4 du C. com.

⁵ Art. L. 640-2 de C. com.

de la date du jugement d'ouverture de la procédure de redressement judiciaire. Pour ce qui est de la liquidation judiciaire, l'article L. 640-4 du Code de commerce précise que « *l'ouverture de cette procédure doit être demandée par le débiteur au plus tard dans les quarante-cinq jours qui suivent la cessation des paiements, s'il n'a pas dans ce délai demandé l'ouverture d'une procédure de conciliation* ». La date de cessation des paiements peut être antérieure au jugement d'ouverture de la procédure (quarante-cinq jours). La période suspecte est celle comprise entre la date de cessation des paiements et la date du jugement d'ouverture¹. Les actes conclus durant la période suspecte sont susceptibles d'être annulés, de manière automatique² ou facultative³. Il convient de présenter l'obstacle que constitue la mise en œuvre des articles L. 631-1 et L. 632-2 du Code de commerce envers le dispositif *Collateral* et de démontrer que le système multilatéral de compensation ne parvient pas à en neutraliser parfaitement les effets afin de justifier l'opportunité de l'éviction opérée par l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier.

289. **Les nullités de la période suspecte confrontées au dispositif *Collateral*.** D'un côté, l'article L. 632-1-I du Code de commerce énumère onze cas de nullités de droit. Parmi eux, quatre cas de nullités de droit qui nourrissent la discussion. Il s'agit du paiement, quel qu'en ait été le mode, pour dettes non échues au jour du paiement⁴, du paiement pour dettes échues, fait autrement qu'en espèces, effets de commerce, virements, bordereaux Dailly ou tout autre mode de paiement communément admis dans les relations d'affaires⁵, du nantissement ou du gage constitué sur les biens du débiteur pour dettes antérieurement contractées⁶ et du 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 contractée⁷. Ces actes accomplis au cours de la période suspecte sont nuls de droit. Ils peuvent atteindre les obligations financières et la garantie de leur exécution. D'un autre côté, l'article L. 632-2 du Code de commerce prévoit une nullité facultative des paiements de dettes échues effectués et des actes à titre onéreux si ceux qui ont traité avec le débiteur ont eu connaissance de son état de cessation des

¹ C. SAINT-ALARY-HOUIN, *op. cit.*, n° 965, p. 605 : « *La période qui s'écoule entre la date de cessation des paiements et la date du jugement d'ouverture du redressement ou de la liquidation judiciaire est dite « période suspecte » car actes faits, au cours de cette période peuvent être annulés en raison de leur caractère frauduleux ou anormal.* »

² Art. L. 632-1 du C. com.

³ Art. L. 632-2 du C. com.

⁴ Art. L. 632-1-I al. 3 du C. com.

⁵ Art. L. 632-1-I al. 4 du C. com.

⁶ Art. L. 632-1-I al. 6 du C. com.

⁷ Art. L. 632-1-I al. 9 du C. com.

paiements. Il convient de confronter les nullités de droit et facultatives au dispositif *Collateral*.

Le dispositif *Collateral* confronté aux nullités de droit de la période suspecte. Il convient de présenter les conséquences de l'application de l'article L. 632-1 du Code de commerce aux obligations financières et au contrat de garantie financière.

Première conséquence : la remise en cause de l'exécution des obligations financières.

L'exécution de l'obligation financière correspond à l'exécution de l'obligation quotidienne de régler les marges et à l'exécution de régler le solde définitif de compensation. S'agissant des marges, leur règlement permet, d'une part, d'actualiser l'assiette du contrat de garantie financière et, d'autre part, de payer de manière anticipée les obligations financières définitives nées de l'opération de marché à terme¹, puisque les dettes et créances de l'obligation garantie et de la garantie se compensent entre elles². Le dispositif *Collateral* fait une distinction entre les obligations financières présentes et les obligations financières futures³. Les obligations financières présentes, l'obligation de régler les marges, sont une exécution des obligations financières futures, l'obligation de régler le solde définitif de compensation arrêté grâce à la compensation des dettes et créances de l'obligation garantie et de la garantie. Par conséquent, tant que l'opération n'est pas dénouée, l'obligation financière future (livrer ou payer le prix) se confond avec les obligations financières présentes nées de l'enregistrement de l'opération par la chambre de compensation : l'obligation de régler les marges⁴. Après l'enregistrement,

¹ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 377, p. 417 : « *Les marges participent en effet de l'exécution des instruments financiers à terme, tout en matérialisant une garantie.* » ; A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 420, p. 338 : « *Du fait de l'existence de la chambre de compensation, les opérateurs se trouvent soumis à une obligation financière quotidienne à son égard. Il importe de souligner la prééminence de cette obligation financière quotidienne sur les obligations du contrat à terme.* »

² P. PAILLER, *op. cit.*, n° 372, p. 414 : « *Même si le législateur a posé une unité de régime, à partir du mécanisme de propriété fiduciaire, à l'art. L. 440-7 du CM&F, la nature des marges exclut toute identification avec le dépôt de garantie.* » ; Contra M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 960, p. 410. Madame le Professeur M. ROUSSILLE considère que les marges constituent une couverture qui prend la forme d'une propriété garantie propre aux marchés financiers. Une telle vision fait l'économie de la confrontation des art. L. 211-36 et suivant et L. 440-7 du C. mon. fin. qui aboutissent à soutenir que l'obligation financière pouvant être future, que l'obligation financière est à la fois, après l'enregistrement et avant le dénouement, une exécution de l'obligation de couverture et une exécution de l'engagement initial. Cette confusion est notamment justifiée par le fait que les dettes et créances afférentes aux garanties financières se compensent avec celles des obligations financières au stade du dénouement de l'opération. Une analyse rétrospective *a posteriori* aboutit irrémédiablement à la confusion.

³ Art. L. 211-38-I al. 1 du C. mon. fin.

⁴ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 412, p. 332 : « *Les marges, obligations monétaires venant s'ajouter à celles du contrat à terme, constituent un support financier, provisoire, de l'exécution définitive des obligations « initiales » ou « principales » auxquelles donne naissance l'opération à terme, qui sont les obligations décrites par la réglementation comme celles du « contrat à terme ».* » et n° 113, p. 101 et 102 : « *Pour employer une*

mais avant le dénouement, les marges sont des obligations financières présentes, mais accessoires de l'engagement¹ et une obligation financière principale future à la charge des donneurs d'ordre successifs². Donc, l'exécution de l'obligation financière peut être qualifiée de paiement de dettes non échues par un mode anormal³.

Seconde conséquence : la remise en cause de la garantie de l'exécution des obligations financières. Le contrat de garantie financière est la sûreté réelle consentie en garantie de l'exécution des obligations financières nées d'une opération de marché enregistrée. Le dépôt initial de garantie exigé par la chambre de compensation est un contrat de garantie financière. Cette sûreté consentie entre la date de cessation des paiements et le jour du jugement d'ouverture peut être atteinte par deux cas de nullité de droit : L. 632-1-I alinéa 6 du Code de commerce pour le contrat de garantie financière avec constitution de sûreté et L. 632-1-I alinéa 9 du même Code pour le contrat de garantie financière avec transfert de propriété.

Le dispositif *Collateral* confronté aux nullités facultatives de la période suspecte.

Deux cas de nullités facultatives relatives aux paiements de dettes échues effectués et aux actes à titre onéreux conclus pendant la période suspecte concernent le dispositif *Collateral*. Le système multilatéral de compensation caractérisé par la compensation des dettes et créances de l'obligation garantie et de garantie peut être remis en cause dès lors « *que celui*

expression imagée, la couverture est exigée de tous les maillons de la chaîne qui suit l'ordre de bourse, du client qui le donne jusqu'à l'adhérent de la chambre de compensation, tenu d'exécuter l'engagement correspondant en dernier lieu. [...] Dès lors, on perçoit intuitivement que le domaine de l'obligation de couverture, bien loin de se limiter aux rapports entre le client final et son intermédiaire, suit en réalité le cheminement de l'ordre de l'engagement qu'il va faire naître. C'est une garantie de l'exécution du marché à terme, versée successivement par tous ceux de qui cette exécution pourra être exigée. Ce constat atteste que couverture et engagements à terme sont indissociables. »

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 412, p. 332

² P. PAILLER, *op. cit.*, n° 379, p. 418 : « Néanmoins, il [le versement des marges] n'intervient pas au titre d'une obligation accessoire, greffée sur une obligation principale, née du contrat de vente à terme, de livrer ou de payer le prix à terme. ». Il convient d'introduire des précisions à un raisonnement elliptique. Le caractère intrinsèque de l'analyse est sous-entendu, ne serait-ce qu'en raison de la subordination de l'existence de l'obligation de versement des marges à la prise de position, à tout le moins de l'intention de prendre position par un donneur d'ordre. *Contra* A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 412, p. 332

³ *Contra* : M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 951, p. 405, A.-V. DELOZIÈRE-LE-FUR, *op. cit.*, n° 346, p. 247. En réalité, la compensation légale ou judiciaire ne pose pas de problème car il s'agit d'un mode de paiement communément admis dans les relations d'affaires. Mais la compensation conventionnelle ne bénéficie pas de la qualification de mode de paiement communément admis dans les relations d'affaires. Le système de compensation multilatérale repose sur un fondement contractuel. Mais l'art. L. 211-38-I al. 2 du C. mon. fin. prévoit que les dettes et créances des obligations financières se compensent avec celles afférentes au contrat de garantie financière. En pareil cas, il s'agit alors d'une compensation légale.

qui en tire profit avait connaissance de l'état de cessation des paiements du débiteur »¹. Sont ainsi menacés par l'application de cette règle l'obligation financière, le contrat de garantie financière et la compensation de leurs dettes et créances respectives.

Première conséquence : la remise en cause facultative de l'exécution de l'obligation financière. Les nullités facultatives représentent une menace pour le système multilatéral de compensation si l'exécution de l'obligation financière afférente au paiement du solde de compensation a été reçue par un participant qui avait connaissance de l'état de cessation des paiements de l'entité qui s'acquitte de sa dette². L'état de cessation des paiements correspond à la défaillance du débiteur et entraîne la liquidation d'office de ses positions par la chambre. L'anéantissement facultatif de l'exécution de l'obligation financière est un obstacle au dénouement forcé des positions ouvertes par un intervenant défaillant. Il convient de rejoindre Madame le Professeur M. ROUSSILLE qui considère que, dans ces conditions, « *le maintien du participant dans l'opération constitue une fraude aux droits des tiers* »³.

Seconde conséquence : la remise en cause facultative de la garantie de l'exécution des obligations financières. L'article L. 632-2 du Code de commerce est applicable au contrat de garantie financière dès lors qu'il un acte à titre onéreux⁴, conclu au cours de la période suspecte⁵, en faveur d'un bénéficiaire ayant connaissance son état de cessation des paiements⁶.

Troisième conséquence : la remise en cause facultative de la compensation des dettes et créances de l'obligation financière et de sa garantie. D'une part, la compensation conventionnelle est un mode de paiement d'une dette échue. D'autre part, la compensation

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 919, p. 393

² *Ibid.*, n° 954, p. 407 : « un risque résiduel subsiste donc : la nullité pourrait être prononcée par un juge, en application de l'art. L. 621-108 du C. com. si les participants – ou peut-être l'un d'eux – avaient connaissance de l'état de cessation des paiements de l'intéressé. »

³ *Ibid.*

⁴ M. JEANTIN, P. LE CANNU et Th. GRANIER, *Droit commercial, instruments de paiement et de crédit, entreprises en difficultés*, 8^{ème} éd., Dalloz, coll. Précis, 2010, n° 842 : « La notion d'acte à titre onéreux a toujours été interprétée de manière large et rien, dans la loi de 1985 n'autorise à penser que cette interprétation doivent être abandonnée. » ; G. RIPERT et R. ROBLOT, *Traité de droit commercial*, t. II, *Effets de commerce, banque et bourse, contrats commerciaux, procédures collectives*, 16^{ème} éd. par Ph. DELEBECQUE et M. GERMAIN, LGDJ, 2000, n° 3139 ; C. SAINT-ALARY-HOUIN, *op. cit.*, p. 419 ; B. SOINNE, *Traité des procédures collectives*, 2^{ème} éd. avec la collaboration d'E. KERCHKOVE, Litec, 1995, n° 1857

⁵ H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE, « Directive contrats de garantie financière du 6 juin 2002 », *Banque & Droit*, n° 89, mai-juin 2003, p. 38, spéc. p. 40

⁶ Art. 8.4 de la directive *Collateral*

multilatérale met en œuvre la compensation des dettes et créances afférentes à l'obligation financière et au contrat de garantie financière. Par conséquent, le paiement opéré par compensation peut être remis en cause sur le fondement de l'article L. 632-1 du Code de commerce. La mise en œuvre de la règle des nullités de la période suspecte est une menace pour le système financier, car elle remet en cause le système multilatéral de compensation et, spécialement, empêche le dénouement forcé des positions ouvertes par un intervenant défaillant. Cette menace est d'autant plus forte que le système multilatéral de compensation ne parvient pas à neutraliser de l'application des articles L. 631-1 et L. 632-2 du Code de commerce.

290. **L'absence de neutralisation parfaite de la règle des nullités de la période suspecte de droit à la garantie de l'exécution des obligations financières par le système de compensation multilatérale.** La démonstration de l'absence de neutralisation de la règle des nullités de la période suspecte concerne les nullités de droit et les nullités facultatives si les conditions de l'article L. 632-2 du Code de commerce sont réunies. Pour certains, les nullités de droit de la période suspecte n'atteignent pas les obligations financières nées de l'enregistrement de l'opération par la chambre de compensation. En effet, selon cette thèse, la nullité de droit n'atteint ni l'obligation de régler les marges, ni l'obligation de régler le solde définitif de compensation, et ce, même si la date de cessation des paiements est antérieure au dénouement de l'opération¹. Mais, il convient de démontrer que le système multilatéral de compensation ne permet pas de neutraliser parfaitement les nullités de droit de la période suspecte à l'égard des obligations financières. Il convient ainsi de présenter les arguments en faveur de la neutralisation de la règle des nullités de la période suspecte, avant de démontrer que le système multilatéral ne parvient pas à neutraliser cette menace.

La neutralisation des nullités du paiement des obligations financières. Différentes justifications peuvent être présentées au soutien de la thèse de la neutralisation des nullités de la période suspecte à l'égard du paiement des obligations financières.

Première justification : la reconnaissance légale de la compensation entre dettes et créances afférentes aux obligations financières et celle du contrat de garantie financière. La couverture d'une opération de marché enregistrée est en réalité constituée par deux éléments :

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, 2006, n^{os} 946 et suiv., p. 403 et suiv. et n^{os} 956 et suiv., p. 408 et suiv.

le dépôt initial de garantie et l'obligation quotidienne de régler les marges. Or, le dépôt initial de garantie est un contrat de garantie financière et l'obligation quotidienne de régler les marges est une obligation financière. À l'échéance, un solde définitif est arrêté par la chambre et correspond à la compensation de dettes et créances de l'obligation garantie et de la garantie. Ce constat vaut pour le mode de dénouement normal et forcé des opérations¹. La compensation conventionnelle est un mode de paiement anormal, mais la compensation légale est un mode de paiement normal admis dans les relations d'affaires. Ainsi la reconnaissance par l'article L. 211-38-I alinéa 2 du Code monétaire et financier de la compensation entre les dettes et créances de l'obligation garantie et de la garantie permet d'évincer l'application de l'article L. 632-1-I alinéa 4 du Code de commerce.

Deuxième justification : la neutralisation des effets des nullités de droit à l'égard de l'obligation financière afférente au règlement du solde définitif de compensation. Premièrement, le solde définitif de compensation n'est qu'un calcul, c'est-à-dire réduction par différence entre ce qui est dû et ce qui doit être reçu², et n'emporte pas un effet extinctif³. L'absence d'effet extinctif attaché au calcul du solde de compensation exclut la qualification de paiement et permet la neutralisation de l'article L. 632-1-3° du Code de commerce. Secondement, l'article L. 632-1-4° du Code de commerce écarte la nullité de droit des paiements pour dettes échues exécutés autrement qu'en espèces, effets de commerce, virements, bordereaux Dailly ou tout autre mode de paiement communément admis dans les relations d'affaires. Mais la compensation multilatérale constitue un mode de paiement communément admis dans les relations d'affaires⁴. Par conséquent, l'obligation de régler le solde définitif de compensation profite d'une véritable neutralisation des règles de droit des procédures collectives.

¹ Art. L. 211-38-I al. 2 du C. mon. fin.

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 948, p. 404 : « dès cet instant, il semble que l'ensemble de ce que devait verser ou recevoir chaque participant est réglé à concurrence du montant le plus bas, de sorte que l'on pourrait y voir un paiement. »

³ *Ibid.*, n° 393, p. 180

⁴ L'art. L. 632-1 du C. com. ne s'applique pas au mode de règlement communément admis dans les affaires. Qualifier la compensation multilatérale de mode de règlement communément admis dans les relations d'affaires reviendrait à neutraliser l'article précité. Or, d'aucuns objecteront que la technique compensatoire des chambres a une existence séculaire : « Les systèmes de paiements ne sont qu'une transposition, dans un monde informatisé, du système ancestral inauguré par les chambres de compensation dès le Moyen-Age » (M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 951, p. 405, A.-V. DELOZIÈRE-LE-FUR, *op. cit.*, n° 346, p. 247). L'essor, l'intensité et le volume des opérations ainsi compensées sur les marchés font de la compensation un mode de règlement communément admis dans les affaires. « C'est pourquoi les règlements opérés par la voie de la compensation multilatérale doivent être considérés comme résultant d'un procédé communément admis dans les secteurs interbancaires et financiers. » (M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 951, p. 405).

Troisième justification : la neutralisation de la nullité de droit en raison de l'antériorité du contrat de garantie financière à l'obligation financière. En application du droit commun¹, la nullité de droit du dépôt de garantie effectué en couverture de l'ouverture d'une position sur un marché n'est susceptible de s'appliquer que si la dette couverte lui est antérieure. La jurisprudence a considéré que « *la nullité est donc inapplicable aux garanties consenties pour une dette concomitante ou postérieure à leur constitution* »². Le dépôt initial de garantie est, si ce n'est concomitant³, antérieur la dette générée par la production de l'ordre sur le marché⁴. En effet, l'obligation financière naît de l'enregistrement d'une opération de marché par la chambre de compensation. Or cet enregistrement est subordonné à la conclusion d'un contrat de garantie financière, c'est-à-dire le dépôt initial de garantie. L'antériorité du contrat de garantie financière à l'obligation financière permet d'écarter toute remise en cause sur le fondement de l'article L. 632-1 du Code de commerce.

Quatrième justification : la neutralisation de la nullité de droit à l'obligation financière négociée dans le cadre d'un système de paiement et de règlement et de livraison d'instruments financiers. L'argument de l'antériorité du contrat de garantie financière est transposable au système de paiement ou au système de règlement ou de livraison d'instruments financiers défini à l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier. En effet, l'article L. 330-2-I du même Code dispose que « *les règles de fonctionnement, la convention-cadre ou la convention type régissant tout système mentionné à l'article L. 300-1 peuvent, lorsqu'ils organisent les relations de plus de deux parties, exiger des établissements participants, 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* ». Par conséquent, un contrat de garantie financière peut être constitué pour « *satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un tel système* ». Cela signifie que les obligations susvisées sont des obligations financières couvertes par un contrat de garantie financière. L'antériorité de la

¹ Com., 22 juin 1970, n° 69-1.569, *Bull.civ.* IV, n° 213, p. 185

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 958, p. 408

³ *Ibid.*, n° 958, p. 409 : « *le dépôt de garantie est théoriquement versé lors de l'émission de l'ordre de réaliser une transaction financière.* »

⁴ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 118, p. 107 : « *La rigueur du régime de l'obligation de versement des couvertures ne peut conduire qu'à cette conclusion : fournir une couverture conditionne l'existence de l'engagement à terme, en termes juridiques la couverture est une condition de validité de l'ordre de bourse mais également de l'opération à terme.* »

constitution de la garantie financière ne fait guère de doute à la lecture de l'article L. 330-2-I du Code monétaire et financier. Ainsi, l'antériorité de la garantie financière à l'obligation garantie permet d'évincer toute remise en cause sur le fondement de l'article L. 632-1 du Code de commerce. D'autres arguments défendent l'absence de neutralisation de la règle des nullités de la période suspecte par le système multilatéral de compensation.

L'absence de neutralisation des nullités du paiement des obligations financières.

L'application du régime des nullités de droit de la période suspecte dépend de la qualification des marges : soit on considère que le règlement des marges correspond à l'exécution l'obligation financière d'actualiser l'assiette de la garantie financière, soit on considère que le règlement des marges correspond à l'exécution des obligations financières de l'engagement à terme. Développons chacune de ces deux hypothèses.

Première hypothèse : les marges permettent l'exécution de l'obligation de couverture et entraînent l'inapplicabilité des nullités de droit de la période suspecte. L'exécution de l'obligation de régler les marges est une exécution des obligations nées de dépôt initial de garantie, c'est-à-dire nées de l'enregistrement de la transaction par la chambre. Le règlement des marges permet une actualisation de l'assiette de la garantie en fonction de la variation du cours. Or, selon une thèse récente, les dépôts de garantie effectués au titre de l'obligation de couverture ne seraient pas susceptibles d'être annulés sur le fondement de l'article L. 632-1-I du Code de commerce¹, car la dette qu'elle entend couvrir est postérieure à la remise ou au transfert à titre de garantie². En effet, tant que l'opération n'est pas dénouée, le solde de compensation ne serait qu'une obligation financière future³. Par conséquent, l'exécution du contrat de garantie financière ne serait pas atteinte par les nullités de la période suspecte⁴. En réalité, c'est tout le dispositif *Collateral* qui est menacé par la mise en œuvre de la règle :

¹ Art. L. 632-1-I al. 6 ; 8 et 9 du C. com.

² La couverture est un contrat de garantie financière car elle exige la remise d'actifs conformément à l'art. L. 211-38 du C. mon. fin. Les nullités de la période suspecte de l'art. L. 632-1-I du C. com. ne s'appliquent que si la dette est antérieure à la sûreté : Com., 22 juin 1970, arrêt préc.

³ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 58, p. 409 : « Par rapport au moment du versement du dépôt de garantie, le solde constitue une dette future. »

⁴ *Ibid.*, n° 961, p. 411 : Madame le Professeur M. ROUSSILLE soutient la thèse selon laquelle les dispositions législatives relatives à la couverture contenues aux art. L. 440-1 et suivant du C. mon. fin., et plus précisément celles de l'art. L. 440-7 du même n'était pas strictement nécessaire puisque le mécanisme de compensation multilatérale permet de neutraliser le droit des procédures collectives. Cette thèse est subordonnée à la nature que l'on attribue au versement des marges ; en l'occurrence, Madame le Professeur assimile le versement des marges à une couverture.

l'obligation garantie et sa garantie. Le système multilatéral de compensation ne permet pas la neutralisation de la règle.

Seconde hypothèse : les marges permettent l'exécution de l'engagement à terme et entraînent l'applicabilité des nullités de droit de la période suspecte. Certains ont considéré que les marges étaient un paiement anticipé, c'est-à-dire une exécution anticipée de l'obligation financière¹. D'autres ont réfuté la qualification de paiement anticipé attribuée au versement des marges². Dire des marges qu'elles constituent un paiement anticipé de l'engagement à terme revient à admettre « *qu'une la marge couvre une dette « éventuelle* » »³. Le dispositif *Collateral* s'oppose à cette thèse puisque l'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier reconnaît l'existence d'obligations financières futures⁴ qui, par suite, ne peuvent être qu'éventuelles. Or, les marges qui doivent être versées avant l'échéance ne naissent pas de l'engagement initial, mais sur de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation⁵. Le paiement des marges intervient au titre d'une obligation principale dont l'exécution équivaut à celle de l'engagement à terme. Cependant, si l'on considère que le règlement des marges correspond à l'exécution des obligations de l'engagement à terme⁶, alors ce paiement effectué au cours de la période suspecte peut être annulé, en application de l'article L. 632-1-I-3° du Code de commerce, ce à quoi l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier s'oppose. L'éviction des articles L.631-1 et L. 632-2 du Code de commerce est nécessaire.

¹ Une grande partie de la doctrine considère que le versement des marges constituait un paiement anticipé de la dette éventuelle du constituant de la couverture ou encore d'une dation en paiement si le paiement des marges était assuré par un transfert de titres. Ces mêmes auteurs considèrent que le versement d'espèces ou de titres permet le paiement de la dette éventuelle devenue certaine postérieurement au dénouement de l'opération. Cette position est encore d'actualité pour certains. Voir sur ce point, I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 669 et suiv., p. 440 et suiv.

² Il ne peut s'agir d'un paiement puisque la dette n'est pas certaine ni même exigible tant que l'opération n'est pas dénouée (M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 960, p. 410 : « *tout d'abord, la marge ne peut recevoir la qualification de « paiement » car il est impossible de déterminer quelle dette elle tiendrait à éteindre, étant donné que la position à terme correspond à une obligation on exigible. L'un des arguments essentiels naît du caractère prétendument « anticipé » de ce paiement.* »). Admettre le paiement anticipé reviendrait à considérer qu'il est possible de déterminer le quantum de la dette avant le terme ; or il s'agit d'une inconnue jusqu'à l'échéance (A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 413, p. 332 ; P. PAILLER, *op. cit.*, n° 378, p. 417 : « *En outre, un obstacle essentiel réside alors dans l'absence de dette certaine, car l'engagement à terme donne naissance à un droit sur le solde, nécessairement éventuel, dont la détermination se fait à terme : l'existence de la créance n'est donc pas certaine et ne peut donner lieu à un paiement anticipé.* »).

³ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 960, p. 410

⁴ Art. L. 211-38-I du C. mon. fin.

⁵ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 378, p. 418 : « *Le versement des marges [...] ne peut se fonder sur les obligations considérées comme principales de livrer ou de payer le prix à terme ; il se fonde sur l'obligation de couverture, dont il permet l'exécution quotidienne.* »

⁶ *Ibid.*, n° 379, p. 418 et 419 : « *le versement des marges opère exécution de l'obligation née de l'instrument financier à terme et à laquelle s'est soumis le donneur d'ordres* »

291. **L'éviction nécessaire des nullités de la période suspecte pour la protection de la garantie de l'exécution des obligations financières.** L'éviction des nullités de la période suspecte est nécessaire car, d'une part, le mécanisme compensatoire ne parvient pas à parfaitement en neutraliser les effets et, d'autre part, une pluralité de textes applicables en la matière aboutit à une hétérogénéité corrigée par l'éviction homogène de l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier.

Première utilité : l'éviction de l'application des nullités de droit. L'article L. 211-40 du Code monétaire et financier permet de protéger l'exécution et la garantie de l'exécution des obligations financières de toute remise en cause fondée sur l'article L. 631-1 du Code monétaire et financier. D'abord, l'article L.211-40 du Code monétaire et financier exclut que l'exécution d'une obligation financière puisse être qualifiée comme le paiement d'une dette non échue. Ensuite, l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier exclut que le contrat de garantie financière puisse être remis en cause, d'une part, sur le fondement de l'article L. 632-1-I alinéa 6 du Code de commerce, lorsqu'il s'agit d'un contrat de garantie financière avec constitution de sûreté et, d'autre part, sur le fondement de l'article L. 632-1-I alinéa 9 du même Code, lorsqu'il s'agit d'un contrat de garantie financière avec transfert de propriété.

Seconde utilité : l'éviction de l'application des nullités facultatives. La connaissance de l'état de cessation des paiements est la condition de mise en œuvre de l'article L. 632-2 du Code de commerce. Cette condition réanime les cas dans lesquels le système de compensation multilatérale parvient à neutraliser les nullités de droit. L'article L. 211-40 du Code monétaire et financier évince la remise en cause facultative de l'exécution de l'obligation financière et de la conclusion du contrat de garantie financière. Par ailleurs, la compensation légale des dettes et créances afférentes aux obligations financières avec celles du contrat de garantie financière est une compensation légale qui échappe à la menace de la nullité de droit¹. Mais la menace de la mise en œuvre de la nullité facultative persiste dans le cas de la connaissance par un participant de l'état de cessation des paiements de l'entité qui s'acquitte de sa dette.

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 497, p. 244 ; D. ROBINE, *op. cit.*, n° 475, p. 257

292. **Synthèse.** L'article L. 211-40 du Code monétaire et financier évince l'application des règles issues du droit des procédures collectives aux obligations financières ainsi qu'à la garantie de leur exécution. Le système financier doit être protégé de deux risques : le premier est relatif à la remise en cause soit de l'exécution des obligations financières, soit de l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières ; le second est relatif à l'impossibilité de liquider les positions ouvertes par un intervenant défaillant. Les procédures collectives ne doivent ni compromettre le bon fonctionnement et la stabilité du système financier, ni empêcher d'exclure un opérateur défaillant. Ainsi, l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier présente un double intérêt. D'une part, s'agissant de la déchéance du terme des obligations financières, cet article permet d'écarter les effets de l'ouverture d'une procédure collective amiable (l'effet moratoire de l'ouverture d'une procédure de règlement amiable par exemple) ou judiciaire (nullités de la période suspecte, poursuite des contrats en cours, maintien du terme des créances non échues et *Cherry-Picking* consécutif). D'autre part, s'agissant de la compensation, cet article permet d'évincer tout risque de remise en cause de la compensation, mode normal ou forcé de dénouement des opérations, des dettes et créances afférentes aux obligations financières avec celles du contrat de garantie financière. L'article L. 211-40 du Code monétaire et financier permet d'éviter que la compensation ne soit remise en cause parce qu'elle est postérieure au jugement d'ouverture ou parce que les créances réciproques ne sont pas connexes.

Conclusion de la section I

293. La protection de la garantie de l'exécution des obligations financières permet l'encadrement des risques financiers nés de l'opération de marché. Le risque crédit peut être généré par un autre risque, le risque juridique. Le risque juridique est susceptible de remettre en cause l'efficacité du contrat de garantie financière. Or, le contrat de garantie financière est une anticipation du risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières. Le risque juridique est notamment un risque juridique émanant du droit interne, spécialement les dispositions relatives aux procédures civiles d'exécution et celles relatives aux procédures collectives, qu'il convient d'anticiper parce que le système multilatéral de compensation ne parvient pas à sa parfaite neutralisation.

294. Le premier risque juridique de droit interne émane du droit des procédures civiles d'exécution. L'ouverture d'une procédure civile d'exécution est un risque, car elle est

susceptible de remettre en cause l'exécution des obligations financières et l'efficacité de leur garantie. L'article L. 211-36-1-II du Code monétaire et financier évince l'application de ces règles spéciales. L'application des règles des procédures civiles d'exécution conduirait la partie débitrice à payer le créancier saisissant sans pouvoir lui opposer l'exception de compensation postérieure à la saisie. Cette situation compromettrait la stabilité du système financier. L'article L. 211-36-1-II du Code monétaire et financier évince ce risque en imposant la rétroactivité de la date de compensation. Cette solution souffre d'imperfections dès lors que certains régimes spéciaux sont oubliés. L'éviction du droit commun des procédures civiles d'exécution est nécessaire, car il évite toute remise en cause de l'efficacité de la garantie des obligations financières.

295. Le second risque juridique de droit interne émane du droit des procédures collectives. L'application des règles des procédures collectives est susceptible de remettre en cause l'exécution des obligations financières ainsi que l'efficacité de leur garantie. L'éviction de ces règles est prévue par l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier. L'application du droit des procédures collectives génère un risque majeur : compromettre le bon fonctionnement et la stabilité du système financier en empêchant l'exclusion d'un opérateur défaillant. D'un côté, l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier écarte le risque de la déchéance du terme des obligations financières consécutives à l'ouverture d'une procédure collective. De l'autre part, il permet de compenser les dettes et créances afférentes aux obligations financières avec celles afférentes à leur garantie malgré l'ouverture d'une procédure collective. La liquidation d'offices, par compensation, des positions ouvertes par un intervenant défaillant est possible. Les risques de l'opération de marché émanent non seulement du droit interne, mais aussi du droit international.

SECTION II. LE TRAITEMENT DU RISQUE ÉMANANT DU DROIT INTERNATIONAL

296. **Présentation.** Nous avons démontré que la mise en œuvre des règles issues du droit des procédures civiles d'exécution ou du droit des procédures collectives représente une menace pour l'efficacité de la garantie de l'exécution des obligations financières. Il s'agit d'une menace émanant du droit interne. De la même manière, l'application d'une loi étrangère à la garantie de l'exécution des obligations financières peut mettre en péril son efficacité. La garantie de l'exécution des obligations financières doit être protégée dès lors qu'elle présente

un élément d'extranéité justifiant l'application d'une loi étrangère, notamment celle du pays dans lequel une procédure collective est ouverte, susceptible de remettre en cause son efficacité. La détermination de la loi applicable à la garantie de l'exécution des obligations financières est alors une question cruciale. Le conflit de lois est « *la concurrence de deux ou plusieurs lois émanant d'ordres juridiques différents pour régir une situation donnée ; [...] face à leur fréquente disparité substantielle, le moyen d'éviter une contrariété de statut consiste à résoudre le conflit de lois en soumettant la situation à l'une de préférence à l'autre ou aux autres* »¹. Deux méthodes peuvent être employées pour résoudre un conflit de lois.

La première méthode : la méthode directe de désignation de la loi applicable. La première consiste à élaborer puis appliquer une règle matérielle². Il s'agit d'une règle spéciale pour une situation particulière présentant un élément d'extranéité.

La seconde méthode : la méthode indirecte de désignation de la loi applicable. La seconde méthode est celle qui vise à déterminer la loi applicable à une situation juridique présentant plusieurs points de contact avec différents États. Il ne s'agit donc pas de déterminer la règle applicable, mais la loi applicable de manière indirecte. En effet, l'application de la règle de conflit de lois va aboutir à la désignation de la loi interne d'un État en recherchant la loi la plus appropriée à la situation litigieuse, qui est la loi avec laquelle celle-ci entretient les liens les plus étroits. Une situation internationale simple est celle au sein de laquelle il n'existe qu'une qualification possible, qu'un critère de rattachement, qu'une seule règle de conflit de lois, qu'une loi applicable. Ce n'est malheureusement pas le cas du contrat de garantie financière. Ainsi, la mise en œuvre de la règle de conflit de lois applicable à la garantie de l'exécution des obligations financières implique de s'assurer de la véracité de cette qualification, d'identifier les facteurs de rattachement et de mettre en œuvre des règles de conflit de lois. Le dispositif *Collateral* prévoit une règle de conflit de lois à l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier qui désigne la loi applicable au contrat de garantie financière : il s'agit de la loi de l'État où est situé le compte dans lequel ces titres sont remis ou constitués en garantie.

¹ B. AUDIT, *Droit international privé*, 7^{ème} éd., Economica, coll. Corpus Droit privé, 2013, n° 68

² B. OPPETIT, « Le développement des règles matérielles », *Trav. com. fr. DIP*, 1985, p. 121 : Une règle matérielle peut être définie comme « *la norme propre aux rapports internationaux qui énonce directement la solution applicable au fond : ce sont les normes « purement matérielles », par excellence.* »

297. **Plan.** L'article L. 211-39 du Code monétaire et financier protège la garantie de l'exécution des obligations financières grâce à la détermination du facteur de rattachement (§1) permettant de désigner la loi applicable par la mise en œuvre de la règle de conflit de lois (§2).

§1. La protection de la garantie financière grâce à un facteur de rattachement unique

298. **Plan.** L'article L. 211-39 du Code monétaire et financier pose une règle de conflit de lois. La méthode indirecte conflictualiste¹ est choisie pour déterminer la loi applicable au contrat de garantie financière. Comme la méthode conflictualiste ne débouche pas sur l'application directe d'une règle matérielle ; elle consiste, au contraire, à désigner indirectement à l'application de la loi d'un État présentant un facteur de rattachement désigné par la règle de conflit de lois. Il faut qualifier la situation juridique, puis déterminer la catégorie juridique de rattachement. Le facteur de rattachement prévu par la règle de conflit de lois déclenchera l'application de la loi. La règle de conflit de lois est ainsi caractérisée par le critère de la bilatéralité qui a vocation à rattacher « *une catégorie de questions juridiques à un ordre juridique – celui qui est jugé présente la vocation la plus forte à régir ces dernières – au moyen d'un élément de la situation litigieuse considéré le plus apte à représenter cette vocation* »². La mise en œuvre de la règle de conflit de lois concernant le contrat de garantie financière implique d'identifier son facteur de rattachement pour déterminer la loi qui lui est applicable. En réalité, le risque juridique réside dans le risque que l'application d'une loi étrangère conduise à l'anéantissement du contrat de garantie financière. Le risque réside donc dans la menace que représente une pluralité de facteurs de rattachement possibles (1). Pour évincer cette menace, la protection de l'efficacité de la garantie financière est assurée par une règle de conflit de lois désignant la loi de l'État dans lequel le compte pertinent est ouvert applicable au contrat de garantie financière. La désignation d'un facteur de rattachement unique permet de protéger la garantie financière (2).

¹ J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 601, p. 326 : « L'« internationalité matérielle » serait pour sa part fondée sur un critère économique, qui s'exprimerait à travers la mise en cause à travers les intérêts du commerce international, et non par l'expression de quelconque élément d'extranéité. » ; D. BUREAU et H. MUIR WATT, *Droit international privé*, T. I, *Partie générale*, 3^{ème} éd., PUF, coll. Thémis droit, 2014, n° 550

² D. BUREAU et H. MUIR WATT, *op. cit.*, n° 399

A. Le risque d'une pluralité de facteurs de rattachement possibles

299. **La « surinternationalité » consécutive à la pluralité de facteurs de rattachement possibles.** Les marchés financiers sont marqués par l'internationalité accrue et la « surdétermination du facteur de rattachement lié à la pluralité des catégories susceptibles d'appréhender un même rapport juridique »¹. La méthode conflictualiste qui implique de raisonner en deux étapes : la qualification puis la désignation de la loi applicable par la mise en œuvre de la règle de conflit de lois désignant le facteur de rattachement pertinent. Dans cette situation précise, à savoir la remise ou le transfert de titres financiers en garantie de l'exécution des obligations financières, plusieurs facteurs de rattachement sont envisageables par référence au droit des biens, au droit des sociétés ou au droit des contrats.

300. **Le facteur de rattachement de droit des biens : *lex rei sitae*.** Les obligations financières peuvent être notamment des biens meubles, tout comme les actifs remis en garantie². Après avoir été soumis à la loi personnelle du propriétaire, l'arrêt KANTOOR DE MAS a retenu que la loi française était « seule applicable aux droits réels dont sont l'objet les biens mobiliers situés en France »³. La *lex rei sitae*, solution universelle dans le domaine⁴, la loi de l'État dans lequel les biens sont situés, est désignée comme étant la loi applicable. Ce facteur de rattachement peut être mis en concurrence avec la *lex contractus*, la loi d'autonomie, la loi de l'État à laquelle les partis ont entendu soumettre le contrat conclu entre elles. Traditionnellement, la *lex rei sitae* doit régler les problématiques inhérentes au contenu des droits réels, à leur condition de création ou à leur transmission, tandis que la *lex contractus* n'aurait vocation qu'à régir les conditions de formation et les effets créateurs d'obligations. Une telle scission n'est pas heureuse.

301. **Le facteur de rattachement de droit des sociétés : la loi du lieu du siège social de l'émetteur, la *lex societatis*.** Certaines obligations financières ou certains actifs transférés ou remis en garantie en application d'un contrat de garantie financière peuvent notamment être des titres négociables émis par une personne morale. En ce sens, il pourrait être envisageable

¹ J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 605, p. 327 et 328

² *Ibid.*, n° 607, p. 328 : « Dans la mesure où les valeurs mobilières sont des biens meubles, un conflit portant sur la propriété de valeurs mobilières peut être réglé par les règles de conflit relatives aux droits réels mobiliers. »

³ Req., 24 mai 1933, Soc. administrative Kantoort de Mas, *DH*, 1933, p. 378 ; *S.*, 1935, 1, 253, note H. BATIFFOL ; *JDI*, 1935, p. 381, note J.-P. ; *Rev. crit. DIP*, 1934, 142, note J.-P. NIBOYET

⁴ D. BUREAU et H. MUIR WATT, *op. cit.*, n° 666

de prendre en considération le conflit de lois sous l'angle du droit des sociétés. Les articles 1837 du Code civil¹ et L. 210-3 du Code de commerce² désignent comme étant applicable la loi du lieu du siège de la société. Si telle était l'option choisie, cela ne pourrait être qu'une solution partielle puisque bon nombre d'actifs ne font pas l'objet d'une émission par une société commerciale. Tout au plus, cela ne pourrait concerner que les titres de capital ou les titres donnant accès au capital, à l'exception au contrat de souscription d'obligation qui est, en réalité, un contrat de prêt. Ainsi, la *lex societatis* n'était pas une solution opportune, car elle ne permet pas d'embrasser tous les titres financiers et encore moins les différentes obligations financières et les actifs susceptibles d'être remis ou transférés à titre de garantie. Par ailleurs, la *lex societatis* a également vocation à s'appliquer aux opérations sur titres financiers et notamment aux cessions de valeurs mobilières. Il semblerait logique de soumettre la cession de valeurs mobilières à la *lex contractus*, mais tel n'est pas le cas dès lors que cette opération n'est pas sans conséquence à l'égard de la condition de l'associé et le fonctionnement de la société. Ce point a été éclairci par la jurisprudence dans l'arrêt ROYAL DUTCH³. Dans cette affaire, la Cour de cassation retient que « [...] *les obligations de la société envers ses actionnaires sont régies par la loi nationale de cette société, en l'espèce, la loi néerlandaise, d'où il suit que cette loi seule détermine, quel que soit le pays ou les titres sont détenus, les conditions dans lesquelles s'acquiert, se conserve et se perd la qualité d'actionnaire* ». En d'autres termes, comme la cession de valeurs mobilières est susceptible d'impacter la condition des actionnaires, il convient de la soumettre à la *lex societatis*, le pays de détention des titres étant indifférent.

302. Le facteur de rattachement de droit des contrats : loi d'autonomie ou la loi de l'État à laquelle les parties ont entendu soumettre leur contrat, la *lex contractus*. La *lex contractus* qui ne concerne que les intérêts purement contractuels est marquée par la liberté de choix dont bénéficient les parties quant à la désignation de la loi applicable à leur contrat. Il s'agit de la loi d'autonomie dont le facteur de rattachement est la volonté des parties. Le principe du libre choix de la loi applicable est un principe prétorien posé par le fameux arrêt AMERICAN TRADING. La Cour de cassation retient en substance que « *la loi applicable aux contrats, soit en ce qui concerne leur formation, soit quant à leurs effets et conditions, est*

¹ Art. 1837 al. 1 du C. civ.

² Art. L. 210-3 al. 1 du C. com.

³ Civ. 1^{ère}, 17 octobre 1972, Royal Dutch, n° 70-13.817, *Bull.civ.* I, n° 204, p. 177 ; *JDI*, 1973, p. 716, note B. OPPETIT, *Rev. crit. DIP*, 1974, p. 520, note H. BATIFFOL

celle que les parties ont adoptée ; que si, entre personnes de nationalités différentes, la loi du lieu où le contrat est intervenu est en principe celle à laquelle il faut s'attacher, ce n'est donc qu'autant que les contractants n'ont pas manifesté une volonté contraire ; que non seulement cette manifestation peut être expresse, mais qu'elle peut s'induire des faits et circonstances de la cause, ainsi que des termes du contrat [...] »¹. Telle était la solution contenue dans la Convention de Rome sur la loi applicable aux obligations contractuelles du 19 juin 1980,² mais elle a été remplacée par le règlement du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles, le règlement Rome I³. Le règlement Rome I reprend le principe selon lequel la loi applicable au contrat est la loi d'autonomie⁴. À défaut de choix, le règlement Rome I désigne pour chaque type de contrat, le facteur de rattachement permettant de désigner la loi applicable⁵. Dans l'hypothèse où aucun de cas de figure envisagé ne serait susceptible d'embrasser la situation juridique en question, le règlement Rome I prévoit que « le contrat est régi par la loi du pays dans lequel la partie qui doit fournir la prestation caractéristique a sa résidence habituelle »⁶, à moins que le contrat ne présente « des liens manifestement plus étroits avec un pays » dont il conviendra d'en appliquer la loi⁷. Enfin, si la loi applicable ne peut être déterminée, « le contrat est régi par la loi du pays avec lequel il présente les liens les plus étroits »⁸.

303. Le facteur de rattachement envisagé par la convention de La Haye du 5 juillet 2006 : la loi de l'État où est établi l'intermédiaire pertinent. Lors de ses premiers travaux⁹, la Conférence de La Haye a proposé de retenir comme facteur de rattachement la loi de l'État

¹ Civ., 5 décembre 1910, *American Trading*, *Rev. crit. DIP*, 1911, p. 395 ; *JDI*, 1912, p. 1156 ; S., 1911, 1, 129, note LYON CAEN ; *Gr. arrêts DIP*, n° 11, p. 94, note B. ANCEL et Y. LEQUETTE

² Art. 3.1 et 4.1 de la Convention sur la loi applicable aux obligations contractuelles du 19 juin 1980 80/934/CEE, *JOCE*, 9 octobre 1980, L 266/1

³ Règlement n° 593/2008 du PE et du Cons. UE du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (Rome I), *JOCE*, juill. 2008, L 177/6

⁴ Art. 3.1 du règlement Rome I

⁵ Art. 4.1 du règlement Rome I

⁶ Art. 4.2 du règlement Rome I

⁷ Art. 4.3 du règlement Rome I

⁸ Art. 4.4 du règlement Rome I

⁹ Sur les travaux préparatoires de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte : P. BLOCH et H. de VAUPLANE, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 », *JDI*, 2005, n° 1, p. 3 ; J.-P. DEGUEE et D. DEVOS, « La loi applicable aux titres intermédiés : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 », *RDCB*, 2006, n° 1, p. 5, M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire, le projet de Convention de La Haye de décembre 2002 », *Rev. crit. DIP*, 2004, p.49 ; A. TENENBAUM, « Réflexions sur la convention de La Haye du 13 décembre 2002 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire », *Rev. Sociétés*, 2004, p. 835 ; P. PORTIER, « Vers un droit unique des titres dématérialisés sous conservation », *Dr. sociétés*, mai-juin 2003, n° 125

dans lequel l'intermédiaire direct concerné se situe¹. Il s'agit de la fameuse règle PRIMA applicable aux aspects patrimoniaux des opérations de constitution de sûreté. À l'époque, la règle PRIMA était vue comme la localisation la plus envisageable dans le cadre d'une détention indirecte² permettant d'assurer toute la sécurité et la prévisibilité juridiques attendues par les opérateurs financiers³. Pour la mise en œuvre de la règle PRIMA, il faut d'abord d'identifier l'intermédiaire pertinent, puis de le localiser. En ce qui concerne la localisation de l'intermédiaire pertinent, il était recommandé de se référer à l'adresse de l'intermédiaire présente dans la convention d'ouverture de compte ou, à défaut celle présente sur le relevé de compte⁴. Cette approche a été abandonnée, car les négociateurs ont démontré les limites de l'approche PRIMA. En effet, l'approche de la transparence (*Look-through Approach*) qui obligeait à identifier tous les intermédiaires de la chaîne permettant la réalisation de l'opération financière n'était pas adaptée en raison de l'absence de ségrégation des titres, alors qu'aujourd'hui le principe du compte *omnibus* est le plus répandu⁵. Ces facteurs de rattachement ont été exclus.

304. Les facteurs de rattachement retenus par la Convention de La Haye du 5 juillet 2006. Les travaux préparatoires de la Convention de La Haye sur « la loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte » faisaient

¹ Ch. BERNASCONI, Rapport « La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », Conférence de La Haye de droit international privé, doc. Préliminaire n° 1, novembre 2000, www.hcch.net, p. 30 et suiv.

² *Ibid.*, p. 30 : « Dans les systèmes de détention indirecte, les livres de l'intermédiaire direct dans lesquels seront reportées les écritures relatives aux nantissements ou aux transferts de propriété à titre de garantie jouent un rôle essentiel. Ainsi, le lieu où est situé cet intermédiaire constitue la « localisation » la plus envisageable du droit nanti ou transféré. »

³ *Ibid.*

⁴ Rapport Ch. BERNASCONI, *op. cit.*, p.40 : « La solution préférable se retrouve peut-être dans l'approche retenue par l'Art. 8 de l'UCC et par le projet de Directive européenne relative aux Sûretés Transfrontalières. Cette approche retient une cascade de réponses qui consiste à retenir en priorité l'adresse stipulée dans la convention d'ouverture de compte et, en l'absence de mention d'adresse dans celle-ci, à retenir l'adresse mentionnée dans le relevé de compte ou, le cas échéant, vice versa. »

⁵ Voir sur ce point H. de VAUPLANE, « Collatéral : la ségrégation des comptes comme mode de protection des actifs », *op. cit.*, n° 748 : « En quoi consiste la ségrégation des actifs ? L'idée est assez simple : il s'agit d'isoler les avoirs du client de ceux de son intermédiaire auprès duquel ils sont conservés. La ségrégation est avant tout une technique comptable, dans la mesure elle se traduit par la séparation des actifs de compte propre de l'intermédiaire de ceux de ses clients. Il existe différents niveaux et types de ségrégation : elle peut être réalisée, soit au seul niveau des comptes de l'intermédiaire, soit à l'échelon de détention supérieur, voire à tous les échelons de la chaîne de détention. Quant aux types de ségrégation, la moins complexe consiste à isoler tous les actifs de tous les clients d'un même intermédiaire dans un compte général (appelé « omnibus »), alors que la plus stricte conduit à ouvrir autant de comptes qu'il y a des clients chez cet intermédiaire. La combinaison du niveau et du type de ségrégation permet une « traçabilité » plus ou moins efficace. Ainsi, une ségrégation des comptes à tous les niveaux de la chaîne de détention des actifs (c'est-à-dire jusqu'au niveau de la chambre de compensation pour le collatéral des opérations de produits dérivés, ou jusqu'au niveau du dépositaire central de titres pour les actifs non mobilisés) avec une identification du compte du client à chaque niveau de cette chaîne permet une traçabilité totale des actifs. »

état, dès 2002, d'un besoin de prévisibilité et de sécurité juridiques. Les choix opérés quant à la détermination des facteurs de rattachement par les rédacteurs de la Convention ont permis de remplir cet objectif. Le lieu où est établi l'intermédiaire pertinent a cédé sa place à la loi d'autonomie¹ tempérée par un test de réalité : « un principe d'autonomie tempéré par un test de réalité » ayant pour objet de s'assurer que la loi retenue par les parties présente un lien objectif avec la loi de l'État dans lequel l'intermédiaire pertinent est situé »². Par ailleurs, la Convention prévoit des rattachements subsidiaires.

Le principe : la loi d'autonomie. Le principe retenu par la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 est celui de la liberté des parties quant à la désignation de la loi applicable à leur contrat³. Le domaine de cette règle de conflit est circonscrit par l'article 2.1 de la Convention : elle se limite à la nature et les effets juridiques du crédit de titres à un compte-titres et du transfert de titres, les conditions d'opposabilité de transfert, les revendications à l'égard des titres ainsi détenus, les conditions de réalisations des droits sur les titres détenus et l'extension de ces droits aux droits à dividendes, revenus ou autres distributions ou remboursements, produits de cession ou tout autre produit⁴. En d'autres termes, le transfert de titres présentant un caractère international est régi par la loi applicable à la convention de compte-titres désignée par les parties ou par une autre loi dès lors qu'elle présente un lien objectif avec la loi de l'État dans lequel l'intermédiaire pertinent est situé. Cette option peut aboutir au dépeçage du contrat en raison de la ventilation de la loi désignée à chacune des questions faisant partie du domaine de la règle de conflit⁵.

¹ Art. 4.1 de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, www.hcch.net

² A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 395, p. 193 et 194 ; J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 642, p. 345 : « C'est donc un changement sensible qui a été opéré dans le processus de discussion de la Convention de La Haye. Alors qu'au niveau communautaire, l'approche PRIMA n'a semblé constituer qu'une étape vers l'adoption d'un critère fondé sur le lieu de situation du compte, qualifié de Place of the Relevant Account Approach, qui relève de la *lex rei sitae*, elle aboutit au contraire dans la Convention de La Haye à l'adoption d'une règle de conflit fondée sur la loi d'autonomie, ce qui révèle une toute autre logique. » et n° 643, p. 345 : Pour Monsieur J. GRANOTIER, les textes communautaires et conventionnels ont de commun qu'il partage initialement la même approche mais simplement la Convention de La Haye adapte la *lex rei sitae* tout en utilisant le même critère de départ PRIMA. L'auteur s'exprime en ces termes : « C'est à ce stade final qu'apparaît une différence essentielle entre les textes communautaires et la Convention de La Haye : alors que les premiers restent fidèles à la *lex rei sitae*, le critère PRIMA n'étant qu'une étape vers le critère PRACA, la Convention utilise le même critère de départ PRIMA pour aboutir au choix de la loi d'autonomie. »

³ J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 641, p. 344 et 345 : L'auteur justifie toute l'opportunité du choix de la loi d'autonomie, notamment en raison des difficultés à localiser matériellement le compte-titres.

⁴ Art. 2.1 de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

⁵ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 396, p. 194

L'encadrement du principe par un « test de réalité ». Un garde-fou a été introduit pour écarter les excès de l'exercice de cette option : la loi d'autonomie doit présenter un lien objectif suffisant avec la loi de l'État dans lequel l'intermédiaire pertinent est établi¹. Un test de réalité est mis en place. Il consiste, d'une part, à rechercher la correspondance entre l'État de la loi désignée comme applicable par les parties et l'État dans lequel l'intermédiaire assure le suivi des inscriptions en compte de titre ou gère les opérations sur titres relatives à des titres qu'il détient² et, d'autre part, une liste de critères qui, à eux seuls, ne sont pas de nature à permettre de les qualifier d'intermédiaires exerçant une activité de tenue de comptes de titres³. Que dire du test de réalité ? Des critiques ont été formulées.

Première critique : la lutte contre le *Forum shopping*. Il s'agissait de limiter la volonté des parties pour éviter la fraude ou le *Forum shopping*. Une trop grande liberté laissée aux parties présente un risque : le choix systématique d'« *un paradis juridique, voire numérique* »⁴.

Deuxième critique : les doutes au sujet de l'efficacité du test de réalité. La doctrine doute de l'efficacité de l'encadrement de la volonté des parties au moyen de ce « test de réalité », car il n'est pas exigé de l'intermédiaire une participation directe à la tenue de compte-titres ; une détention indirecte par un autre intermédiaire est envisageable et rien ne s'y oppose⁵.

¹ Art. 4.1 de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

² *Ibid.*

³ Art. 4.2 de la Convention de La Haye du juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ; A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 397, p. 195 : L'auteur qualifie cette énumération exclusive de « liste noire » ; M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire, le projet de Convention de La Haye de décembre 2002 », *op. cit. et loc. cit.*

⁴ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire, le projet de Convention de La Haye de décembre 2002 », *op. cit.*, spéc. n° 26 ; « *Les négociateurs étaient en effet parfaitement conscients qu'il était difficile de laisser jouer une liberté totale : les fraudes sont trop faciles à perpétrer et le choix systématique d'un paradis juridique, voire numérique, par les parties à une convention de compte peut être à l'origine de problèmes majeurs et d'une autre ampleur que ceux des bénéficiaires de titres ou de garanties sur les titres que l'on cherche à résoudre par cette Convention.* »

⁵ *Ibid.*, n° 30 : « *Si l'on néglige la possible externalisation partielle que l'intermédiaire pertinent peut réaliser, il reste que ces différents tests de réalité ont une signification limitée : en effet il n'est pas exigé que l'intermédiaire pertinent participe d'une certaine manière à la tenue des comptes de l'actionnaire intéressé, ce qui introduirait une certaine dose de réalité dans le choix de la loi applicable. Il suffit qu'un établissement de l'intermédiaire exerce l'une de ces activités en général, même si elles ne concernent pas concrètement les comptes de l'actionnaire intéressé.* »

Troisième critique : l'exception contenue dans l'article 4.3 de la Convention. Enfin, la question est de savoir s'il est heureux juridiquement de faire de l'article 4.3 de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 une exception alors que le cas est, en pratique, fort courant. L'article 4.3 de la Convention prévoit qu'en « *cas d'un transfert de titres détenus par un titulaire de compte auprès d'un intermédiaire effectué en faveur de ce dernier, que celui-ci tienne ou non dans ses livres un compte propre, pour les besoins de la présente Convention : cet intermédiaire est l'intermédiaire pertinent ; la convention de compte entre le titulaire de compte et cet intermédiaire constitue la convention pertinente ; le compte de titres [...] est le compte auquel les titres sont crédités immédiatement avant le transfert* ». Il s'agit du cas dans lequel le banquier teneur de comptes est également bénéficiaire d'une garantie consentie par son client emprunteur et constituant. Il s'agit d'une situation classique qui correspond à un « *dédoublé fonctionnel* »¹. Il peut s'agir d'un contrat de garantie financière soit avec constitution d'une sûreté, soit avec transfert de propriété à titre de garantie. Dans le second cas, la banque n'est plus seulement dispensateur de crédit et bénéficiaire d'une garantie sur des titres intermédiés, mais prêteur et propriétaire ou titulaires des droits relatifs aux titres intermédiés transmis à titre de garantie. Quoi qu'il en soit, s'il s'agit d'une garantie translatrice, « *l'intermédiaire, teneur de compte et créancier, est devenu en plus propriétaire des titres* »². Cette opération pouvant donner lieu à deux conventions de compte successives, quelle est celle à prendre en compte quant à la désignation de la loi applicable³ ? À la lecture de l'article 4.3 de la Convention, il convient de retenir que la convention de compte est celle afférente au compte-titres conclue immédiatement avant le transfert. Autrement dit, il convient de prendre en considération la première convention de compte et, à défaut de convention de compte, la loi de l'État dans lequel le compte-titres qui a été crédité des titres avant le transfert est situé⁴. Il est critiquable qu'une telle disposition n'intervienne qu'à titre d'exception, d'une part, parce que la convention fait fi de ce genre de montage et, d'autre part, parce que le transfert de propriété est lié à la garantie. Des rattachements subsidiaires sont prévus.

¹ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, *op. cit.*, n° 31

² *Ibid.*

³ *Ibid.*, n° 31 : « *Ce cumul de qualités a paru cependant poser une question délicate et ceci d'autant plus que l'on pouvait hésiter sur la convention de compte à prendre en considération.* »

⁴ Art. 4.3.c) de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

Des rattachements subsidiaires. La Convention prévoit une série de trois critères de rattachement subsidiaires et énoncés chronologiquement dès lors que les parties n'ont pas désigné la loi applicable à leur contrat : d'abord, la loi de l'État du lieu d'établissement de l'intermédiaire pertinent, ensuite, la loi de l'État régissant la constitution, à défaut l'organisation de l'intermédiaire pertinent au moment de la conclusion de la convention de compte écrite ou au moment de l'ouverture du compte-titres en l'absence de convention de compte et, enfin, la loi de l'État où l'intermédiaire pertinent exerce son activité et, en cas de multiplicité de lieux d'exercice, la loi de l'État où est situé son activité principale au moment de la conclusion de la convention de compte ou, à défaut de convention de compte écrite, au moment de l'ouverture du compte-titres¹.

305. **La satisfaction des objectifs impartis : la garantie de la prévisibilité et de la sécurité juridique aux opérateurs financiers.** La Convention de La Haye a poursuivi et rempli les objectifs initialement impartis : la détermination du domaine d'une unique loi applicable, la limitation et l'éviction des événements susceptibles de remettre en cause la *lex contractus* et les droits constitués en vertu de la garantie fournie par le moyen de titres financiers transmissibles par inscription en compte en raison de l'ouverture d'une procédure collective ou par la mise en œuvre de l'exception d'ordre public de la *lex fori*.

D'une part, le domaine d'une unique loi applicable. La désignation d'une unique loi applicable à la fois à la constitution et à la réalisation de la garantie est attrayante, car elle permet d'éviter « *aux opérateurs d'engager des frais excessifs aux fins de déterminer et de respecter les nombreuses lois susceptibles de s'appliquer quant aux formalités nécessaires à l'accomplissement de transferts de propriété et de remises de titres en garanties* »².

D'autre part, l'éviction de la remise en cause de la loi d'autonomie. Différentes stipulations contenues dans la Convention sont de nature à empêcher la remise en cause de la loi d'autonomie, en raison d'un changement de loi applicable au contrat, de l'intervention d'une procédure d'insolvabilité ou encore en raison de l'exception d'ordre public mise en œuvre par le juge du for.

¹ Art. 5 de la convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

² P. BLOCH et H. de VAUPLANE, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 », *op. cit.*, p. 16

Premièrement, concernant le changement de loi applicable au contrat émanant de la volonté des parties¹, il est convenu que la loi nouvellement désignée régit toutes les questions couvertes par le champ d'application matériel et le domaine de la loi applicable conformément à l'article 2.1 de la Convention. Mais l'opposabilité de cette loi nouvellement désignée est subordonnée au consentement du tiers². À défaut, la loi ancienne demeure applicable au tiers qui n'a pas consenti à la désignation d'une loi nouvelle applicable à la convention pour les questions relatives à « *l'existence d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi ainsi qu'à un transfert de ces titres rendu opposable avant le changement de la loi* »³, « *s'agissant d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire né avant le changement de la loi, à la nature juridique et aux effets d'un tel droit à l'égard de l'intermédiaire pertinent et de toute personne partie à un transfert de ces titres effectué avant le changement de la loi ; à la nature juridique et aux effets d'un tel droit à l'égard d'une personne qui, après le changement de la loi, procède à une saisie sur ces titres ; la détermination de toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) à l'égard d'un administrateur d'insolvabilité dans une procédure d'insolvabilité ouverte après le changement de la loi* »⁴ et à « *la priorité entre parties dont les droits sont nés avant le changement de la loi applicable* »⁵.

Deuxièmement, la convention prend soin de préserver la loi d'autonomie des conséquences de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre du titulaire du compte-titres. Il est ainsi convenu que « *nonobstant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, la loi applicable en vertu de la présente Convention régit toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) en rapport avec tout événement intervenu avant l'ouverture de cette procédure* »⁶. Certaines limites à la protection de la loi d'autonomie sont prévues dès le paragraphe suivant : « *la présente Convention ne porte pas atteinte à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure en matière d'insolvabilité, telle que celle relative : au*

¹ Art. 7.1 et 7.2 de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

² Art. 7.4 de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

³ Art. 7.4.a) de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

⁴ Art. 7.4.b) de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

⁵ Art. 7.4.c) de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

⁶ Art. 8.1 de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

*rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou effectué en fraude des droits des créanciers ; ou à l'exercice de droits à compter de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité »¹. Cette disposition doit être rapprochée de l'article 5.1 du règlement européen relatif aux procédures d'insolvabilité² qui prévoit que « l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité n'affecte pas le droit réel d'un créancier ou d'un tiers sur des biens corporels ou incorporels, meubles ou immeubles – à la fois des biens déterminés et des ensembles de biens indéterminés dont la composition est sujette à modification – appartenant au débiteur, et qui se trouvent, au moment de l'ouverture de la procédure, sur le territoire d'un autre État membre ». Néanmoins, la loi de l'État d'ouverture de la procédure collective, évasive de la loi d'autonomie, est applicable aux actions en nullité ou inopposabilité des actes préjudiciables à l'ensemble des créanciers³. Cette disposition est, en revanche, mise en échec par l'article 13 du règlement du 29 mai 2000 qui prévoit que la *lex concursus* n'est pas applicable si celui qui a profité d'un acte préjudiciable apporte la preuve que cet acte est soumis à la loi d'un autre État membre que celle de la *lex concursus*⁴. Aucune disposition comparable n'est présente dans la convention de La Haye du 5 juillet 2006, mais cela se justifie aisément : « Mais on comprend qu'il était difficile d'imposer un tel texte dans une convention à vocation proprement universelle comme l'est la Convention de La Haye : il eût fallu pour cela que tous les États signataires acceptent de voir la *lex concursus* écartée au bénéfice de la loi d'autonomie, éventuellement au préjudice du redressement du débiteur en difficulté »⁵.*

Troisièmement, concernant la remise en cause de la *lex contractus* par l'ordre public du for, l'article 11.1 de la Convention de La Haye dispose : « 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 ». La protection de la loi d'autonomie est assurée par l'article 11.3 de la Convention en précisant que pour les questions relatives à l'opposabilité ou concernant le rang de priorité des droits concurrents, la loi du for ne peut pas

¹ Art. 8.2 de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire

² Règlement CE n° 1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité, *JOCE*, 30 juin 2000, L 160/1

³ Art. 5.4 et 4.2.m) de la Règlement CE du 29 mai 2000

⁴ Art. 13 du Règlement CE du 29 mai 2000

⁵ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 401, p. 196 et 197

être appliquée, à moins qu'elle soit applicable en vertu de ladite Convention. Le but ultime des rédacteurs de la Convention est de protéger à tout prix la loi désignée par les parties¹.

306. **L'absence de franc succès de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006.** Bon nombre d'acteurs, notamment la FBF, la BCE ou encore l'État français² se sont montrés réticents face à la Convention de La Haye du 5 juillet 2006, ce qui justifie l'absence de ratification à ce jour. Cependant, la Convention de La Haye peut être envisagée comme une avancée par rapport aux règles de conflits de lois proposées par les différents instruments communautaires. Bien évidemment, le choix d'un principe aménagé désignant la loi d'autonomie présente certains avantages. Premièrement, une loi unique – la loi d'autonomie – est applicable pour la détermination et de la nature et l'inscription des comptes et de leur transfert. Deuxièmement, la loi d'autonomie renforce la position du titulaire de compte qui peut choisir la loi qu'il désire appliquer à l'opposabilité du transfert ou de la remise à titre de garantie des titres intermédiés. Cela étant l'accueil communautaire de la Convention a été plus que réservé. Cette pluralité de facteurs de rattachement est un risque pour la stabilité du système financier.

307. **L'instabilité juridique consécutive à la pluralité de facteurs de rattachement.** L'accueil communautaire de la Convention a été assez réservé comme en témoigne l'avis rendu par la BCE à la demande du Conseil de l'Union européenne portant 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. L'institution n'est absolument pas favorable à cette convention dès lors qu'elle relève, dans son rapport, « *il n'est pas certain que la Convention, tout en accroissant sans doute la sécurité juridique en ce qui concerne les difficultés pratiques liées à la localisation d'un compte de titres aux fins de la détermination de la loi applicable, ne crée pas dans le même temps une insécurité juridique en permettant que se produisent, au sein du même système de règlement-livraison ou du même*

¹ M. GERMAIN et C. KESSEDJIAN, « La loi applicable à certains droits sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire, le projet de Convention de La Haye de décembre 2002 », *op. cit.*, n° 45, p. 78 : « *C'est [...] la première fois que, dans une convention de droit international, la liberté pour le for d'appliquer son ordre public est restreinte de manière aussi draconienne.* » ; A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 402, p. 197 : « *Ce qui achève de démontrer le zèle mis par les négociateurs de la Convention de La Haye à limiter les événements susceptibles de remettre en cause l'application de la loi désignée par la convention des parties.* »

² H. de VAUPLANE, « Convention de La Haye sur les titres. Étude d'impact par la Commission européenne », *Revue Banque*, n° 684, 2006, p. 81 : « *Après avoir recommandé la signature de la Convention de La Haye sur les titres, la Commission européenne a dû faire face à une fronde de plusieurs États membres, entraînés par la France, qui commencèrent à douter de l'intérêt d'une telle signature.* »

dépositaire central de titres, divers conflits entre des lois applicables divergentes »¹. La BCE relève que la *lex contractus* pourrait aboutir à la désignation de lois concurremment applicables au sein d'un même système de règlement et de livraison et que cette concurrence serait de nature à compromettre la sécurité du système et empêcher une surveillance et une régulation efficaces des systèmes de règlement et de livraison et des dépositaires centraux. Les différents auteurs ont pu réfuter une telle approche².

Premièrement, il est possible d'objecter à l'avis de la BCE que « *des difficultés opérationnelles ne manqueraient pas de résulter de l'adoption, par un système de règlement-livraison, d'une pluralité de lois applicables aux différents comptes tenus, notamment pour définir le caractère définitif du règlement* »³.

Deuxièmement, « *le gestionnaire de système ne peut faire choix que d'une seule loi (par définition celle de son implantation) pour régir l'ensemble des comptes-titres de ses participants, comme le reconnaît d'ailleurs la BCE elle-même sans contrarier l'esprit ni la portée de la Convention, une telle restriction s'inscrirait parfaitement dans la philosophie des normes de surveillance des systèmes titres, apportant des restrictions à la liberté contractuelle justifiées par des raisons d'intérêt général et d'application limitée à des catégories spécifiques d'intermédiaires financiers* »⁴.

Troisièmement, la doctrine n'a pas manqué d'opposer à la Convention les éléments pris en considération de nature à dicter une telle solution : « *il est ainsi permis de se demander si les négociateurs ont bien pris en compte tous les aspects économiques de la solution, ou s'ils se sont cantonnés à apporter une réponse exclusivement juridique à un problème pourtant lié à une activité économique majeure* »⁵. Dans la Convention, tout est articulé en contemplation de la relation liant le teneur de compte et son titulaire ; en revanche, tel n'est

¹ Avis de la BCE du 17 mars 2005, *JOUE*, n° C 81, 2 avril 2005, p. 10, spéc. n° 11

² J. GRANOTIER, *op. cit.*, n°s 653 et suiv., p. 349 et suiv. ; J.-P. DEGUEE et D. DEVOS, « La loi applicable aux titres intermédiés : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 », *op. cit. et loc. cit.* ; P. BLOCH et H. de VAUPLANE, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 », *op. cit. et loc. cit.*

³ J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 653, p. 349 et 350

⁴ J.-P. DEGUEE et D. DEVOS, « La loi applicable aux titres intermédiés : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 », *op. cit. et loc. cit.*

⁵ J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 654, p. 350 et 351 ; P. BLOCH et H. de VAUPLANE, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 », *op. cit.*, spéc. n° 56

pas le cas pour bon nombre de pays européens qui n'envisagent la finalité que dans les livres du dépositaire central¹. Dans ce dernier cas de figure, il s'agit d'un système de « finalité centrale » qui consiste, en réalité, en la parfaite équivalence entre le nombre de titres créés par un émetteur à ceux en circulation. La protection de la garantie de l'exécution des obligations financières exige la désignation d'un facteur de rattachement unique.

B. La protection de la garantie financière par un facteur de rattachement unique

308. **Les objectifs de la directive *Collateral* relatifs à la règle de conflit de lois.** Les objectifs impartis par la directive *Collateral* sont multiples. Le dispositif applicable au contrat de garantie financière doit s'articuler avec le reste de l'arsenal législatif communautaire, privilégiant l'extension de la règle conflictuelle préexistante, pour permettre « *la mise en place d'un régime minimal concernant l'utilisation des garanties financières* »². Le considérant n° 8 de la directive rappelle que la *lex rei sitae* est acceptée par tous les États membres. Ainsi, la loi applicable à la garantie valablement constituée est celle de l'État dans lequel le compte pertinent est situé, c'est-à-dire la loi de l'État dans lequel est ouvert le compte au crédit duquel les instruments financiers ont été portés. La règle de conflit de lois contenue dans la directive *Collateral* s'inscrit dans le cadre de l'objectif impartit, « *à savoir la mise en place d'un régime minimal concernant l'utilisation des garanties financières* »³ ayant vocation à favoriser l'intégration, le fonctionnement du marché financier, la stabilité du système financier⁴.

309. **Le contexte communautaire de la règle de conflit de lois : la directive Finalité.** Dès le considérant n° 4 de la directive *Collateral*, les rédacteurs prennent soin de rappeler le contexte juridique dans lequel elle intervient : il s'agit de composer avec les textes concernant

¹ P. BLOCH et H. de VAUPLANE, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 », *op. cit.*, spéc. n° 57 : La finalité ne peut être assimilée au règlement-livraison dès lors que la finalité vise la réalisation du transfert de propriété auquel on attache le moment du transfert des droits. Le règlement-livraison est un mode d'exécution et le transfert de propriété est l'exécution elle-même. À cet égard, les auteurs distinguent entre le « comment » et le « quand ». Par ailleurs, la preuve de l'existence des droits est rapportée par l'inscription en compte si et seulement si celle-ci présente une parfaite correspondance avec les livres du dépositaire central (Sur ce point également : A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 246, p. 200 ; F. DRUMMOND, « Les titres intermédiés, regard sur un nouveau concept du droit financier », in *Mélanges offerts à Paul Didier, Études de droit privé*, Economica, 2008, p. 147, n° 10)

² Considérant n° 12 de la directive *Collateral*

³ Considérant n° 12 de la directive *Collateral*

⁴ Considérant n° 3 de la directive *Collateral*

l'Assainissement et la liquidation des établissements de crédit (directive 98/26/CE et 2001/24/CE du 4 avril 2001), l'Assainissement et la liquidation des entreprises d'assurance (directive 2001/17/CE du 19 mars 2001) et du fameux règlement CE n° 1346/2000 du 29 mai 2000 concernant les procédures d'insolvabilité. Dans ce contexte, il a semblé opportun de donner la faveur à l'extension des dispositions de la directive 98/26/CE (l'Assainissement et la liquidation des entreprises de crédit)¹. La directive Finalité du 19 mai 1998 a été modifiée par la directive du 6 mai 2009², notamment à l'égard de l'article 9 dans sa version initiale concernant la loi applicable.

De 1998 à 2009. La directive Finalité concerne le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres. L'objectif de cette directive est de « limiter les perturbations occasionnées à un système par une procédure d'insolvabilité contre un participant à ce système »³ notamment en excluant l'effet rétroactif de ces procédures⁴, en déterminant la législation applicable aux droits et obligations d'un participant subissant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité⁵, en soustrayant les garanties fournies dans le cadre système de règlement et de livraison aux effets de la législation sur l'insolvabilité applicable au participant failli⁶. L'article 9 de la directive Finalité en fournit les règles.

D'abord, concernant les garanties fournies dans le cadre strict du champ d'application de la directive Finalité, elles ne sont pas affectées par l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre de l'un des participants⁷.

Ensuite, cette disposition prend soin de déterminer la loi applicable aux garanties constituées dans le cadre d'un tel système : la loi de l'État membre dans lequel les titres sont

¹ Considérant n° 7 de la directive *Collateral*

² Directive 2009/44/CE du PE et du Cons. UE 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, *JOCE*, 10 juin 2009, L 146/37

³ Considérant n° 4 de la directive Finalité

⁴ Considérant n° 16 de la directive Finalité

⁵ Considérant n° 17 de la directive Finalité

⁶ Considérant n° 18 de la directive Finalité

⁷ Art. 9.1 de la directive Finalité

inscrits dans un registre, un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé¹. Le facteur de rattachement est l'inscription en compte.

Enfin, le législateur européen en 2002 a fait le choix de l'extension de la solution de la directive Finalité² : la loi applicable aux instruments financiers transmissibles par inscription en compte remis à titre de garantie est celle du pays où le registre, le compte ou le système de dépôt centralisé pertinent est situé³. La détermination de la loi applicable par la règle de conflit de lois retient la *lex rei sitae* qui ne concerne que la validité et l'opposabilité du contrat de garantie financière⁴. En prenant soin de faire la distinction entre la détention directe et la détention indirecte⁵, le législateur européen précise qu'en cas de détention indirecte, il convient de déterminer où est située la garantie financière constituée d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte⁶. Indistinctement, en cas de détention directe ou indirecte, la *lex rei sitae* a vocation à s'appliquer et embrasser les questions inhérentes à la validité, l'applicabilité et l'opposabilité du contrat de garantie financière.

Depuis la directive 2009/44/CE. Il s'agissait du dispositif antérieur à la directive de 2009. Depuis, l'article 9 a connu quelques modifications. En effet, cette disposition a été modifiée par la directive du 6 mai 2009 transposée par l'ordonnance n° 2011-398 du 14 avril 2011⁷. L'objectif était de décloisonner l'approche strictement interne de la directive Finalité pour lui permettre de s'adapter à l'essor des opérations transfrontières. La directive

¹ Art. 9.2 de la directive Finalité

² Directive 98/26/CE du PE et du Cons. UE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres du 19 mai 1998, *JOCE*, 11 juin 1998, L 166/45

³ Considérant n° 7 et art. 9 de la directive *Collateral* ; art. 9.2 de la directive Finalité

⁴ Considérant n° 8 de la directive *Collateral*

⁵ H. SYNVEIT et A. TENENBAUM, V° « instruments financiers », *Rép. Internat. Dalloz*, janv. 2009. Le schéma de détention directe a cédé sa place à la détention indirecte. Dans le cadre de détention directe, le titre nominatif ou le titre au porteur confèrait un droit patrimonial direct à l'investisseur. La détention indirecte s'est imposée en raison du volume sans cesse croissant du nombre de transactions ; il fallait faciliter la circulation des titres et la constitution de garantie. La détention indirecte a introduit une modification dans les droits de l'investisseur. Dès lors, le compte-titres de l'investisseur est ouvert dans les livres d'un intermédiaire, rompant ainsi le lien direct qui existait auparavant entre l'investisseur et l'émetteur. La détention indirecte s'accompagne de la dématérialisation. Au-delà, une chaîne d'intermédiaires peut être mise en place ; en pareil cas, l'intermédiaire n'est pas non plus, tout comme l'investisseur, en relation directe avec l'émetteur, mais avec un autre intermédiaire.

⁶ Considérant n° 8 de la directive *Collateral*

⁷ Ordonnance n° 2011-398 du 14 avril 2011, *JO*, n° 89, 15 avril 2011, p. 6625 : A. ASTAIX, « Les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres : une ordonnance de transposition », *D.* 2011, act. n° 18 ; G. NOTTE, « Sécurité des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (Ord. n° 2011-398, 14 avril 2011) », *JCP E*, 2011, act. n° 220

du 6 mai 2009 permet une adaptation, une clarification et une simplification de la directive Finalité. Elle donne un corpus de règles applicables à l'interopérabilité¹ des systèmes de règlement. Le dispositif est transposé aux articles L. 330-1 et suivants du Code monétaire et financier qui définit le système de règlements interbancaires ou de règlement et de livraison d'instruments financiers et vise l'interopérabilité entre plusieurs systèmes de paiement ou de règlement-livraison issus de la directive du 6 mai 2009. Les gestionnaires de systèmes peuvent conclure un accord d'interopérabilité, sans pour autant être constitutif d'un système². La directive de 2009 a étendu le champ d'application de la règle de conflit de lois en intégrant les opérateurs de système³. Concernant la détermination de la loi applicable, l'article L. 330-2-IV du Code monétaire et financier dispose que « *lorsque les instruments financiers, effets, créances, sommes d'argent ou tout instrument similaire émis sur le fondement d'un droit étranger sont inscrits dans un registre, un compte ou auprès d'un dépositaire central ou d'un système, régi par un droit étranger, de dépôt centralisé situés dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, et remis ou constitués en garantie pour satisfaire aux obligations de paiement découlant de la participation à un système de règlement interbancaire ou de règlement et de livraison d'instruments financiers tel que défini à l'article L. 330-1, les droits du bénéficiaire de ladite garantie, ou celui de tout mandataire, agent ou tiers agissant pour leur compte sont déterminés par la loi applicable au lieu de ladite inscription.* ». Le facteur de rattachement permettant la localisation et la détermination de la loi applicable est ainsi posé : il s'agit de l'application de la *lex rei sitae*, en d'autres termes la loi de l'État dans lequel les instruments financiers ont été inscrits en compte.

L'articulation de la directive Finalité et de la directive Collateral. Le considérant n° 4 de la directive *Collateral* aborde la question en présentant l'intérêt de la précision de ce deuxième instrument communautaire. La convergence est trouvée au travers du domaine et le facteur de rattachement retenu.

¹ A. BOUJEKA, V° « Marchés financiers », *Rép. Eur. Dalloz*, juin 2010, n° 136 : « *Par ailleurs, les systèmes de règlement doivent pouvoir être rendus interopérables. Sont considérés comme interopérables deux systèmes ou plus dont les opérateurs ont conclu entre eux un accord qui implique l'exécution d'ordres de transfert entre systèmes. En droit de l'Union européenne, pareils systèmes doivent être régis par des règles communes et coordonnées, bien que chaque système soit indépendant des autres. L'interopérabilité est soumise au contrôle des autorités nationales compétentes et des autorités de surveillance, afin d'anticiper la défaillance éventuelle d'un système participant et de prévenir le risque systémique. Les contrats de garantie financière participent d'une telle anticipation.* »

² V. sur ce point M. GALLAND, V° « Marchés financiers (Fonctionnement) », *Rép. Soc. Dalloz*, oct. 2010, n°166

³ Art. 10 de la directive 2009/44/CE qui modifie l'art. 9 de la directive Finalité

Le domaine. La directive *Collateral* a un champ général d'application *rationae personae* plus large¹ que celui de la directive Finalité. Mais, l'obligation financière qui résulte de tout contrat conclu dans le cadre d'un système mentionné à l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier doit obliger des entités réglementées². Il s'agit d'une exigence commune à la directive Finalité et à la directive *Collateral*.

Le facteur de rattachement retenu. De la même manière, l'article L. 330-2-I du Code monétaire et financier renvoie aux dispositions de l'article L. 211-38 du même Code. La directive Finalité est contenue dans le dispositif *Collateral*. Le compte pertinent est dans chacun des deux textes le facteur de rattachement pour la détermination de la loi applicable. La détermination du facteur de rattachement permet de mettre en œuvre la règle de conflit de lois. Au sein du dispositif *Collateral*, la règle de conflit des lois est conçue comme une protection de la garantie de l'exécution des obligations financières.

§2. La protection de la garantie financière grâce à la règle de conflit de lois

310. **Plan.** L'encadrement du risque de système est assuré par l'existence d'un contrat de garantie financière efficace. Son efficacité suppose qu'il ne puisse être remis en cause sur le fondement d'une loi étrangère. Le dispositif *Collateral* contient une règle de conflit de lois pour permettre de désigner la loi applicable au contrat de garantie financière. Il convient de présenter la loi applicable au contrat de garantie financière par la mise en œuvre de la règle de conflits de lois (**A**), avant de présenter le particularisme de son application en cas de défaillance de l'une des parties au contrat de garantie financière (**B**).

A. La loi applicable au contrat de garantie financière

311. **Présentation.** La loi applicable au contrat de garantie financière, lorsque les actifs transférés ou remis à titre de garantie des obligations financières sont des titres financiers, est celle de l'État dans lequel le compte pertinent est situé. Cela étant, la loi applicable au contrat de garantie financière dont l'assiette n'est pas constituée par des titres financiers est

¹ Art. L. 211-36 du C. mon. fin.

² Art. L. 211-36-I-3° du C. mon. fin.

différente : il s'agit de la loi de la bourse. Ensuite, il convient d'envisager le cas de la diversité de la nature des actifs constituant l'assiette de la garantie des obligations financières.

312. **Le domaine de la règle de conflit de lois issue de la directive *Collateral*.** La désignation de la loi applicable au contrat de garantie financière a vocation à s'appliquer pour régler quatre séries de questions : celles relatives à la nature juridique et aux effets patrimoniaux des garanties sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte¹ ; celles relatives aux exigences relatives à la mise au point² d'un contrat de garantie financière concernant les garanties sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte et la constitution d'une garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte en vertu d'un tel contrat et l'achèvement des formalités nécessaires pour rendre un tel contrat et une telle constitution opposable aux tiers³ ; celles relatives à la primauté d'un droit de propriété ou un autre droit concurrent ou subordonné ou une acquisition de bonne foi a eu lieu sur le droit de propriété ou un autre droit d'une personne à une telle garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte⁴ et, enfin, celles relatives aux 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'exécution⁵.

313. **Le domaine limité par la nature des actifs constituant l'assiette du contrat de garantie financière : les titres financiers.** La règle de conflit de lois qui désigne la loi de l'État ou se situe le compte pertinent dans lequel les titres remis ou transférés à titre de garantie. Le domaine de la règle de conflit de lois est limité à la nature des actifs constituant l'assiette de la garantie financière. La règle de conflit de lois contenue dans l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier a pour domaine les « *droits et obligations du constituant, du bénéficiaire ou de tout tiers* »⁶ au contrat de garantie financière dont l'assiette est constituée par des titres financiers : elle se limite « *aux cas des garanties sur des titres inscrits en compte*

¹ Art. 9.2.a) de la directive *Collateral*

² Il s'agit là d'une expression curieuse. Nous ne connaissons pas, en droit, ce que la directive dénomme par la « mise au point ».

³ Art. 9.2.b) de la directive *Collateral*

⁴ Art. 9.2.c) de la directive *Collateral*

⁵ Art. 9.2.d) de la directive *Collateral*

⁶ L. 211-39 du C. mon. fin.

constituées entre institutions financières »¹. Si l'assiette est constituée par d'autres actifs que des instruments financiers, il convient d'appliquer les règles traditionnelles de désignation de la loi applicable. La nature de l'assiette détermine l'applicabilité de la règle de conflit de lois. Or, les actifs susceptibles d'être remis ou transférés à titre garantie pour couvrir les obligations financières ne se limitent pas aux instruments financiers transmissibles par inscriptions en compte², autrement dit aux titres financiers. Par conséquent, la règle de conflit de lois n'embrasse pas les cas dans lesquels l'actif remis ou transféré à titre de garantie est constitué par des effets, des créances, des contrats ou une somme d'argent. En d'autres termes, dès lors qu'il ne s'agit pas d'un contrat de garantie financière dont l'assiette est composée par des instruments financiers transmissibles par inscription en compte, il convient alors de se retourner vers les règles traditionnelles de détermination de la loi applicable au contrat présentant un élément d'extranéité.

314. L'assiette du contrat de garantie financière constituée par des actifs autres que des titres financiers : application de la loi de la Bourse. La loi désignée applicable est la loi de la Bourse. Les opérations de marché sont soumises à la loi de la Bourse³, autrement dit à la loi du marché en cause. En ce sens, l'article 4.1h) du règlement Rome I prévoit que « *le contrat conclu au sein d'un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 17), de la directive 2004/39/CE, selon des règles non discrétionnaires et qui est régi par la loi d'un seul pays, est régi par cette loi* ». Une obligation financière est une obligation née d'une opération de marché enregistrée par la chambre de compensation. À ce titre, elle devrait normalement être soumise à la loi de la Bourse. Mais le dépôt initial de garantie qui conditionne l'enregistrement de la transaction est un contrat de garantie financière soumis à l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier. La question est alors de savoir si ces deux facteurs de rattachement – la loi de l'État dans lequel le compte pertinent est situé et la loi de la Bourse – peuvent mener à la désignation de différentes lois applicables au contrat de garantie financière. À vrai dire, il

¹ J.-P. DEGUEE et D. DEVOS, « La loi applicable aux titres intermédiés : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 », *op. cit.*, n° 10, p. 13 ; A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 406 p. 199 et 200

² L. 211-15 du C. mon. fin. ; H. SYNDET et A. TENENBAUM, V° « Instruments financiers », *Rép. Internat. Dalloz*, janv. 2009, n° 163 : « *Le critère tient à la nature juridique de l'instrument. Si les droits qu'il confère sont représentés par un titre, susceptible de donner lieu à inscription en compte, il s'agit d'un titre financier.* »

³ Dès 2001, l'art. 27 de la directive Assainissement disposait que « *les transactions effectuées dans le cadre d'un marché réglementé sont exclusivement régies par la loi applicable au contrat régissant ces transactions, sans préjudice de l'art. 24.* »

n'en est rien puisque la *lex rei sitae* applicable au contrat de garantie financière est identique à la loi de la Bourse, autrement dit la loi du marché en cause. Simplement, la loi de la Bourse est une loi de police¹ indispensable au bon fonctionnement du marché et, à ce titre, elle évincera toute autre loi qui aurait vocation à s'appliquer.

Les actifs transférés ou remis en garantie autre que des titres financiers en couverture d'opérations conclues de gré à gré compensées par la chambre de compensation : éviction de la *lex contractus*. Une obligation financière naît d'une opération de marché enregistrée par la chambre de compensation. Or l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation est subordonné à la conclusion d'un contrat de garantie financière soumis à l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier. L'application de cette disposition évince l'application des règles de conflit de lois applicables aux obligations contractuelles. Précisément, en matière contractuelle, la règle de conflit de lois conduit à la désignation de la loi d'autonomie : les parties sont libres de soumettre leur contrat à la loi de leur souhait². Par la mise en œuvre de la possibilité pour les parties de choisir la loi applicable à leur contrat, on aboutit à une situation dans laquelle « *la volonté commune des parties [...] élit abstraitement domicile dans un ordre juridique* »³. Le choix de loi applicable au contrat de garantie financière est exclu⁴. En somme, dès lors que l'obligation financière naît d'une opération de marché enregistrée par la chambre de compensation et que l'assiette de la garantie est constituée par des titres financiers, la règle de conflit de lois applicable est celle de l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier. Mais la nature des actifs est limitée aux titres financiers. Il convient alors de déterminer quelle est la loi applicable à la garantie de

¹ Les Lois de police sont impératives dans l'ordre interne mais ce seul caractère ne suffit pas à leur identification. Si tout le monde s'accorde sur le principe de l'exception faite par les Lois de police, le concept reste flou. FRANCESCOAKIS propose de définir les lois de police comme étant celles dont l'observation est nécessaire pour la sauvegarde de l'organisation politique, sociale ou économique du pays (Ph. FRANCESCOAKIS, V° « conflit de lois », *Rép. Internat. Dalloz*, 1^{ère} éd., n° 137 ; au sujet des lois de police : P. MAYER, V° « lois de police », *Rép. Internat. Dalloz*, déc. 1998, n°s 1 à 11). On lui reproche dans cette définition d'être imprécis. En ce sens, on peut dire que toutes les lois concourent à l'organisation politique, économique et sociale. Par hypothèse, une loi impérative participe à cette organisation sinon cela revient à admettre que celle-ci est inutile. En tous cas, sa définition montre qu'il n'y a pas de différence entre une loi de police et une loi impérative qui s'applique même si la règle de conflit de lois bilatérale avait conduit à l'application d'une autre loi. C'est une simple différence de degré. Cela signifie qu'en l'absence de précision, il appartient au juge de déterminer si telle ou telle loi impérative est à ce point nécessaire qu'elle doit être tenue de loi de police au plan international. À défaut de précision du législateur, le juge dispose donc d'un large pouvoir d'appréciation pour identifier les lois de police, c'est-à-dire pour identifier leur nécessité d'application dans le cadre de situations internationales.

² Art. 3.1 du règlement Rome I

³ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 568, p. 283

⁴ *Ibid.*, n° 568, p. 283 : « *Dans les dérivés conclus de gré à gré, cette possibilité est d'autant plus attrayante qu'il est relativement simple d'y introduire un élément d'extranéité.* »

l'exécution des obligations financières lorsque les actifs ne sont pas des titres financiers et que l'assiette est constituée d'une pluralité d'actifs de nature différente.

Les actifs de nature diverse constituant l'assiette du contrat de garantie financière. Il convient d'identifier quelle est la loi applicable si l'assiette de la garantie financière est constituée par des actifs de nature différente. Lorsqu'il s'agit d'une opération de marché, la loi de la Bourse est applicable. Comme les obligations financières naissent d'une opération de marché enregistrée, alors la loi applicable au contrat de garantie financière dont l'assiette est constituée par des titres financiers est la loi de l'État dans lequel le compte pertinent est situé. Qu'en est-il de la loi applicable au contrat de garantie financière lorsque l'actif remis ou transféré en garantie n'est pas un titre financier ? Lorsque l'assiette de la garantie financière est constituée par la remise de contrats, créances, effets ou somme d'argent, le règlement Rome I a vocation à s'appliquer. À défaut de choix de la loi applicable par les parties, la loi applicable est celle de l'État dans lequel le débiteur de la prestation caractéristique a sa résidence habituelle¹. Il faut alors déterminer le débiteur de la prestation caractéristique. La notion de prestation caractéristique est proche de celle de l'obligation essentielle : dans le cadre d'un contrat de garantie avec transfert ou remise en garantie des actifs, le transfert de propriété et la remise sont la prestation caractéristique². Le débiteur de la prestation caractéristique est alors le garant ou le constituant du contrat de garantie financière. La loi applicable au contrat de garantie financière dont l'assiette n'est pas constituée de titres financiers est alors celle de l'État dans lequel le garant ou le constituant a sa résidence principale. Comme l'État dans lequel ce dernier a sa résidence principale peut être un État différent de celui dans lequel le compte pertinent au crédit duquel les titres financiers remis ou transférés en garantie sont inscrits, alors un risque de dépeçage du contrat existe. Pour remédier à cela, il serait souhaitable que la mise en œuvre de la règle de conflit de lois contenue dans l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier ne soit pas subordonnée à la nature des actifs remis ou transférés à titre de garantie.

¹ Art. 4.2 du règlement Rome I

² J.-M. JACQUET, V° « Contrats », *Rép. Internat. Dalloz*, déc. 1998, n° 136 : « L'identification de la prestation caractéristique s'opère à partir de l'idée selon laquelle, dans les contrats synallagmatiques, la prestation de l'un des contractants s'effectue sous la forme peu différenciée d'un paiement en argent, tandis que l'autre contractant devra s'acquitter d'une prestation spécifique portant sur un bien ou un service, qui donne au contrat sa physionomie. Ainsi du transfert de propriété, de la livraison d'objets mobiliers corporels, de l'attribution de l'usage d'une chose, de la mise à disposition d'un service dans les domaines les plus divers comme l'activité de transport, médicale, bancaire, d'assurance. La prestation caractéristique traduirait donc la fonction socio-économique du contrat. Elle ne saurait, ajoute-t-on, surprendre les parties puisqu'elle revient le plus souvent à l'application de la loi du professionnel, son cocontractant ayant pris le « risque du commerce international ». »

315. **Une proposition : la désignation de la loi de l'État de l'intermédiaire.** Le droit interne n'est pas en reste de critique à l'égard de la convention de La Haye du 5 juillet 2006. En effet, le groupe de travail constitué à l'initiative du Trésor dans le but de modifier le Code monétaire et financier, présidé par Monsieur le Professeur H. SYNVET¹, a proposé une nouvelle règle de conflit à mi-chemin entre les solutions communautaire et conventionnelle. En effet, concernant les titres inscrits en compte, le rapport propose de retenir, comme critère de rattachement, la loi de l'État d'établissement de l'intermédiaire. Selon le groupe de travail, l'avantage² d'une telle règle de conflit est sans doute le respect de l'acquis communautaire et qui plus est, en permettant de se débarrasser « *de la référence inutile à la notion de situation de compte, ainsi que des incertitudes tenant au procédé de localisation casuistiques de proximité* »³. Cette proposition est celle de l'adoption de la règle du PRIMA. Néanmoins si, par le jeu de la règle de conflit de lois, la loi du lieu d'établissement de l'intermédiaire désignée applicable s'avère contraire à la réalité, elle sera alors écartée : « *Par exemple, un résident français pourrait ouvrir à Londres un compte titres auprès d'une banque anglaise disposant par ailleurs d'une succursale à Paris. La loi anglaise serait alors applicable. Mais encore faut-il que le compte soit effectivement tenu au siège de la banque, et non par la succursale française* »⁴. Cette proposition n'a pas été retenue⁵ et cette règle n'est, par conséquent, pas contenue dans l'ordonnance du 8 janvier 2009. À vrai dire, dès lors que la règle proposée emprunte aux solutions conventionnelles⁶ et que le législateur y est réticent, cela justifie l'abandon de cette proposition. Au-delà, les opérateurs ont pu se montrer divisés sur la question⁷. Il est prévu qu'une consultation publique soit rouverte *sine die*⁸. La

¹ H. SYNVET, « Rapport sur un projet de règle de conflit de lois en matière de titres financiers », juill. 2008, www.senat.fr

² J. GRANOTIER, *op. cit.*, n° 658, p. 353 : « *Un tel principe présenterait de nombreux avantages. D'abord, il s'inscrit dans la ligne directe du droit communautaire qui, dans ses domaines d'application spécifiques, procède par la localisation géographique pour le rattachement des opérations patrimoniales liées aux titres inscrits en compte. Il serait ensuite cohérent avec le droit français et donnerait un cadre international à l'obligation d'inscription des titres en compte. Enfin, il serait conforme aux impératifs de sécurité du marché et protégerait les opérateurs nationaux.* »

³ H. SYNVET, « Rapport sur un projet de règle de conflit de lois en matière de titres financiers », *op. cit.*, p 4

⁴ *Ibid.*, p. 5

⁵ Proposition de loi de simplification et de clarification du droit et d'allègement des procédures, www.senat.fr : « *En revanche, les propositions formulées dans le rapport du Professeur Hervé Synvet, remis en juillet 2008, sur une nouvelle règle de conflit de lois en matière de titres financiers n'ont finalement pas été retenues. Ces règles ont, en effet, reçu un accueil globalement négatif dans le cadre de la consultation publique de la DGTPE.* »

⁶ *Ibid.*, « *L'AMF a notamment considéré qu'elles se rapprochaient trop des stipulations de la Convention de La Haye du 13 décembre 2002, qui laisse une grande latitude de choix aux établissements teneurs de comptes-titres et n'a pas été ratifiée par les États membres de l'Union européenne.* »

⁷ *Ibid.*, « *Les associations d'émetteurs et d'intermédiaires ont indiqué que leurs membres étaient divisés à ce sujet.* »

⁸ *Ibid.*, « *Les associations d'émetteurs et d'intermédiaires ont indiqué que leurs membres étaient divisés à ce sujet. Compte tenu du calendrier de la réforme, il a été décidé de disjoindre ces dispositions et une consultation*

désignation de la loi applicable à la garantie de l'exécution des obligations financières peut être délicate lorsqu'un des opérateurs subit à une procédure d'insolvabilité. La directive *Collateral* a fait le choix d'exclure l'application de la *Lex concursus*.

B. La loi applicable en cas de faillite d'une partie au contrat de garantie financière

316. **Plan.** L'aspect international de la garantie des obligations financières entraîne deux conséquences en raison de la défaillance de l'un des contractants : la première est l'exclusion de l'application de la *lex concursus* (1) ; la seconde est l'application de la loi du for justifiée par le lien atypique entretenu avec la loi du for et loi applicable à la procédure collective (2).

1. L'exclusion de la *Lex concursus*

317. **Présentation.** La situation est celle de la faillite d'un opérateur, partie à un contrat de garantie financière à caractère international¹. L'hypothèse est celle de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre d'une des parties au contrat de garantie financière. Dès lors, « dans une situation affectée d'éléments d'extranéité, il y a donc lieu de recourir aux techniques habituelles du droit international privé »². Traditionnellement, la loi de l'État dans lequel la procédure d'insolvabilité a été ouverte a vocation à s'appliquer³ : il s'agit de la *lex concursus*. Mais l'on sait dès à présent que la *lex concursus* est, d'une part, écartée et, d'autre part, neutralisée par la directive *Collateral*. En effet, le dispositif *Collateral* évince la *lex concursus* au profit de la *lex rei sitae*. Ainsi, les accords de *Collateral* ne peuvent être atteints par les effets de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité. La cohérence du régime de faveur implique que la loi du l'État dans lequel le compte pertinent est situé ait vocation à s'appliquer. À vrai dire, il convient de replacer le problème dans le cadre d'un corpus de règles communautaires.

publique sera probablement rouverte ultérieurement, après réexamen des propositions du rapport d'Hervé Synvet. »

¹ H. SYNDET, V° « Faillite », *Rép. Internat. Dalloz*, déc. 1998, n° 4 : « Selon une présentation classique, la faillite revêt des aspects internationaux lorsque l'actif du débiteur est dispersé entre plusieurs pays. »

² *Ibid.*, spéc. n° 3

³ Civ. 1^{ère}, 6 juin 1990, n° 88-19.922, *Bull. civ. I*, n° 136, p. 97 ; *D.*, 1991, p. 137, note J.-P. REMERY, *Rev. crit. DIP*, 1993, p. 425, note M.-N. JOBARD-BACHELIER.

318. **Exposé des règles applicables à la faillite d'une partie à un contrat de garantie financière.** La directive *Collateral* et la directive Assainissement sont les deux textes importants s'agissant de la faillite de l'un des cocontractants au contrat de garantie financière.

La directive *Collateral* : l'éviction du droit des procédures collectives étrangères.

La directive *Collateral* préserve effectivement les contrats de garantie financière des effets de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité par l'éviction de leurs effets¹. Par ailleurs, elle désigne la *lex rei sitae* comme étant la loi applicable au contrat de garantie financière dès lors que son assiette est composée de titres financiers². Mais la directive *Collateral* ne contient aucune disposition concernant la loi applicable en cas de faillite de l'une des parties ou concernant la juridiction compétente pour ouvrir la procédure de faillite. Par conséquent, il convient de se retourner vers les règles de droit international privé régissant la matière. Il convient de présenter le contenu de la directive Assainissement.

La directive Assainissement. La directive Assainissement du 4 avril 2001 contient de nombreuses règles qui ont vocation à s'appliquer en cas de faillite de l'une des parties au contrat de garantie financière. Néanmoins, cette directive ne vise que les établissements de crédit et leurs succursales créées dans un État membre autre que le siège statutaire³.

Premièrement, le principe est celui d'une liquidation de l'établissement de crédit en application de l'État membre d'origine⁴.

Deuxièmement, dès 2001, cette directive prévoyait que les droits réels d'un créancier ou d'un tiers sur des biens corporels ou incorporels, appartenant à l'établissement de crédit, se trouvant dans un autre État membre au moment de l'ouverture de la procédure ne sont pas affectés par cette dernière⁵. De la même manière, si « *la loi applicable à la créance de*

¹ Art. L. 211-39 du C. mon. fin.

² Art. L. 211-40 du C. mon. fin.

³ Art. 1.1 de la directive Assainissement

⁴ Art. 10 de la directive Assainissement

⁵ Art. 21 de la directive Assainissement

l'établissement de crédit » le permet, la procédure d'Assainissement ou de liquidation n'empêche pas le créancier de demander la compensation de sa créance¹.

Troisièmement, la *lex rei sitae* est applicable au droit de propriété sur des instruments financiers en se référant à la loi de l'État dans lequel est détenu ou situé le registre, le compte ou le système de dépôt centralisé dans lequel les droits sont inscrits². Quant aux conventions de compensation et de novation (*Netting Agreement*) et les conventions de mise en pension (*Repurchase Agreement*), elles sont régies « exclusivement » par la loi applicable à ces conventions³. Ce dispositif a été étendu aux entreprises d'assurance par la directive du 19 mars 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des entreprises d'assurance. Les dispositifs se superposent sans se contredire. Il convient d'envisager désormais l'application de la *lex fori*.

2. L'application critiquable de la *lex fori*

319. **Présentation.** La directive *Collateral* contient une règle de conflit de lois pour le contrat de garantie financière, dont l'assiette est constituée de titres financiers, qui désigne la loi de l'État dans lequel est situé le compte pertinent. Il s'agit d'une règle de conflit de lois qui se distingue du conflit de juridictions. L'article 3 du règlement du 29 mai 2000 prévoit que la juridiction compétente pour ouvrir la procédure d'insolvabilité est, en principe, celle de l'État dans lequel est situé le centre des intérêts principaux du débiteur⁴. L'article 4 de ce règlement prévoit quant à lui que l'ouverture et les effets de la procédure d'insolvabilité sont soumis à la loi de « État d'ouverture », autrement dit à la loi de l'État membre sur le territoire duquel la procédure est ouverte. Par conséquent, dans le domaine des procédures collectives, il existe une concordance atypique entre la loi applicable et la juridiction compétente parce que les enjeux dépendent de choix de politique économique. En principe, la loi applicable à l'ouverture de la procédure d'insolvabilité ainsi qu'à ses effets sera ainsi la *lex fori*. L'affaire « Cœur Défense » est une illustration de la primauté du patriotisme économique dès lors que le juge français a fait le choix d'appliquer la *Lex fori* à un contrat de garantie financière dont

¹ Art. 23 de la directive Assainissement

² Art. 24 de la directive Assainissement

³ Art. 25 et 26 de la directive Assainissement et art. L. 613-31-5, 5° du C. mon. fin.

⁴ Art. 3.1 du règlement n° 1346/2000 du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité

les titres financiers remis en garantie n'étaient pas inscrits au crédit d'un compte situé en France.

320. **L'affaire « Cœur Défense ».** L'affaire « Cœur Défense » est le résultat de l'amalgame entre un montage financier complexe et sophistiqué, mais courant, et les conséquences de la crise financière de 2007. Un montage financier a été pensé pour la réalisation d'une opération immobilière de 180.000 m² de bureaux, situés à la Défense. Pour se faire, le groupe LEHMAN BROTHERS avait créé une holding au Luxembourg : la société DAME LUXEMBOURG. La société DAME LUXEMBOURG était l'unique actionnaire d'une SAS française dénommée HEART OF DEFENSE (la société HOLD) qui détenait elle-même, à son tour, l'ensemble immobilier de bureaux « Cœur Défense » *via* une société civile immobilière. En 2007, la HOLD fait l'acquisition de la tour pour 2,1 milliards d'euros dont 1,6 ont été financés par deux prêts, sous certaines conditions, notamment la couverture du risque de variation de taux d'intérêt¹, auprès d'une société du groupe LEHMAN BROTHERS, garantis par une hypothèque sur l'immeuble et la cession Dailly des loyers des baux existants ou futurs² et par le nantissement des titres de la HOLD consenti par DAME LUXEMBOURG. La dette a été transformée en titres financiers gérés par la société EUROTITRISATION et cédés par la suite à des investisseurs. Compte tenu de la dégradation de la note financière du groupe LEHMAN BROTHERS, EUROTITRISATION a demandé le remplacement de cette société par une autre. C'est dans ce contexte que la HOLD et DAME LUXEMBOURG, estimant ne pas pouvoir souscrire au contrat de couverture ainsi demandé et être menacées de ne devoir subir l'exigibilité immédiatement du remboursement des deux emprunts contractés en plus de la mise en œuvre par le créancier du pacte commissaire concernant les titres de la HOLD, ont demandé au tribunal de commerce de Paris, le 28 octobre 2008, de bénéficier de la loi de sauvegarde. Le tribunal de commerce de Paris, le 3 novembre 2008, a accueilli favorablement cette demande en ouvrant deux procédures distinctes, l'immatriculation luxembourgeoise étant indifférente. EUROTITRISATION a formé une tierce opposition. Le tribunal de commerce de Paris, par jugement du 7 octobre 2009, tout en déclarant cette demande

¹ « covenant »

² Voir sur la question concernant le séquestre des loyers : F.-J. CREDOT et Th. SAMIN, « *Coeur Défense*, un dossier emblématique d'application de la loi Dailly », *Revue Banque*, n° 720, janv. 2010, p. 81 ; A. CERLES, note sous CA Paris, 25 févr. 2010, n° 09/22756 ; *RDBF*, 2010, comm. n° 94). Les loyers et charges à venir faisaient ainsi l'objet d'un séquestre, ordonné en référé, avant qu'un jugement au fond en date du 19 oct. 2009 n'ordonne la mainlevée de cette mesure ainsi que le versement des sommes séquestrées entre les mains de la société EUROTITRISATION, celle-ci s'engageant à reverser les sommes nécessaires aux dépenses d'entretien de l'ensemble immobilier. Ce jugement était confirmé en appel (arrêt RG n° 09/21184 de la cour d'appel de Paris en date du 25 févr. 2010).

recevable, a confirmé les jugements du 3 novembre 2008¹. En appel, le 25 février 2010, la Cour de Paris a rétracté les jugements d'ouverture des procédures de sauvegarde concernant la HOLD et DAME LUXEMBOURG². La HOLD et la société DAME LUXEMBOURG forment un pourvoi en cassation, en suite de quoi la Cour de cassation, le 8 mars 2011, prononce une cassation partielle³. En effet, la Cour de cassation reconnaît pour les créanciers le droit de former une tierce opposition⁴ et refuse l'approche restrictive des conditions d'ouverture d'une procédure de sauvegarde. L'affaire a été renvoyée devant la Cour d'appel de Versailles et a donné lieu à un arrêt du 19 janvier 2012 à l'occasion duquel elle confirme

¹ T. com. Paris, 7 octobre 2009, RG n° 2008/089778 ; F.-X. LUCAS, « *Cœur Défense* : recevabilité de la tierce opposition contre le jugement d'ouverture, *LEDEN*, 20 septembre 2010, n° 8, p. 1

² CA Paris, 25 févr. 2010, n° 09/22756 ; *D.*, 2010, act. 579, obs. R. DAMMANN ; *Rev. proc. coll.*, 2010, comm. n° 152, note B. SAINTOURENS ; *JCP E*, 2010, p. 1475, note B. SAINTOURENS ; *LPA*, 9 mars 2010, p. 12, note G. TEBOUL. Adde M. MENJUCQ, « *Affaire Heart of La Défense* : incertitudes sur le critère d'ouverture de la procédure de sauvegarde », *Rev. proc. coll.*, 2010, n° 11 ; O. PUECH et G. SAINT MARC, « *L'affaire Cœur Défense*, quelles leçons pour la finance structurée en France ? », *Revue Banque*, n° 723, avr. 2010, p. 4 ; H. KENSICHER, « *Avant et après la sauvegarde Cœur Défense* », *Décideurs : stratégie finance droit*, avr. 2010, p. 70

³ Com., 8 mars 2011, nos 10-13.988, 10-13.989 et 10-13.990, *bull. civ. IV*, n° 33 ; *JCP E*, 2011, p. 1215, note A. COURET et B. DONDERO ; M. MENJUCQ, « *Affaire Cœur Défense* : la Cour de cassation recadre la cour d'appel de Paris sur la notion de difficultés justifiant une sauvegarde », *Rev. proc. coll.*, 2010, p. 1 ; M. LE CORRE, « *La restauration jurisprudentielle du climat de confiance à l'égard de la sauvegarde* », *D.*, 2011, p. 919 ; S. CAVET, « *Cœur Défense* : et la Cour de cassation créa le droit du débiteur en difficulté », *RJDA*, mai 2011, p. 20 ; *Procédures*, 2011, comm. 179, obs. B. ROLLAND ; *LPA* n° 51, 14 mars 2011, p. 6, obs. G. TEBOUL ; *Droit et procédures*, 2011, n° 3, p. 5, obs. P. R. G. ; *JCP E* 2011, 1263, n° 1, obs. P. PETEL ; *LEDEN*, n° 4, avril 2011, comm., n° 69, obs. S. GORRIAS et C. THEVENOT ; *Gaz. Pal.*, 1^{er} et 2 avril 2011, n° 91 à 92, p. 7, note F. REILLE ; *D.*, 2011, p. 743, obs. A. LIENHARD ; *Dict. perm. diff. entr.*, *Bull.* n° 324, mars 2011, 1, note Ph. ROUSSEL GALLE ; *RJDA*, mai 2011, n° 437, p. 413 ; B. SAINTOURENS, « *Conditions d'ouverture de la sauvegarde : la Cour de cassation fait le maximum* », *Act. proc. coll.*, juill. 2011, comm. 106 ; D. GIBRILA, « *L'affaire « Cœur Défense » revue et corrigée par la Cour de cassation* », *Journ. Sociétés*, n° 88, juin 2011, p. 73 ; *Rédac. éd. Francis Lefebvre*, « *Ouverture d'une procédure de sauvegarde : l'affaire « Cœur Défense » devant la Cour de cassation* », *BRDA*, juin 2011, comm. n° 23

⁴ Cet arrêt s'inscrit dans l'évolution jurisprudentielle amorcée avec l'affaire EUROTUNNEL (Com., 30 juin 2009, n° 08-11.902, *Bull. civ. IV*, n° 88 ; *Rev. proc. coll.* n° 4, juill. 2009, étude 16, concl. BONHOMME, *D.*, 2005, p. 2329, note R. DAMMANN et G. PODEUR ; *Bull. Joly*, 2007, p. 37, note F. JAULT-SESEKE et D. ROBINE ; *Bull. Joly*, 2007, p. 450, note F. JAULT-SESEKE et D. ROBINE ; *Bull. Joly*, 2008, p. 1018, note F. MÉLIN ; *D.* 2009, p. 2591, note S. MOREIL ; *D.*, 2009, act. 1886, obs. A. LIENHARD ; *D.*, 2009, chron. 2582, obs. I. ORSINI ; *Gaz. Pal.*, 26-28 juill. 2009, p. 7, note N. FRICÉRO ; *Gaz. Pal.*, 1er-3 nov. 2009, p. 6, obs. F. REILLE ; *JCP E*, 2009, p. 1974, note B. ROLLAND ; *RTD com.*, 2009, p. 625, obs. J.-L. VALLENS ; *RTD civ.*, 2009, p. 776, obs. P. THERY ; *LEDEN*, sept. 2009, p. 1, obs. F.-X. LUCAS ; *Dict. perm. diff. entr.*, 2009, *Bull.* n° 306, obs. P. RÉMERY ; *Act. proc. Coll.*, 2009, n° 224, obs. DOM ; *RLDA*, 2009, n° 42, p. 25, obs. F. MÉLIN ; *Dr. sociétés*, 2009, n° 230, note J.-P. LEGROS ; *Rev. crit. DIP*, 2010, p. 179, obs. D. BUREAU ; *Rev. proc. coll.*, 2009, n° 147, obs. T. MASTRULLO). L'art. 583 al. 2 du Code de procédure civile dispose que le créancier est un ayant cause à titre particulier du débiteur et n'a pas plus de droit que ce dernier ; il est « *représenté par son débiteur : le dispositif du jugement peut être invoqué contre lui et il est lié par ce qui a été jugé contre son débiteur* ». Écartant l'idée de la représentation forcée, la Cour de cassation a retenu, à l'occasion de l'arrêt EUROTUNNEL, que les créanciers domiciliés dans un autre État membre dont la loi de leur État d'origine ne leur permettent pas de contester la compétence du tribunal français, pourtant compétent sur le fondement de l'art. 6§1 CESDH et de l'art. 3 du règlement 1346/2000, doivent bénéficier d'une voie de recours pour se faire : « *les créanciers domiciliés dans un État membre autre que celui qui a ouvert la procédure principale d'insolvabilité ne peuvent être privés de la possibilité effective de contester la compétence assumée par cette juridiction* ».

l'ouverture de la procédure de sauvegarde des sociétés HOLD et DAME LUXEMBOURG¹. Cet arrêt est fondamental tant à l'égard des conditions dans lesquelles un créancier peut former une tierce opposition au jugement d'ouverture d'une procédure de sauvegarde, qu'à l'égard des conditions mêmes de l'ouverture d'une telle procédure. Mais, fondamentalement, compte tenu de l'internationalité de la situation justifiée par l'immatriculation luxembourgeoise de DAME LUXEMBOURG, quelles sont les justifications de l'application de la loi française ? Peut-être pourrions-nous confirmer cette intuition initiale que la loi française est bien souvent applicable². Cette affaire vise le cas d'une entreprise en difficulté partie à un contrat de garantie financière, au sein d'une opération présentant des éléments d'extranéité. La négation de l'existence d'un contrat de garantie financière a permis au juge français d'appliquer la *Lex fori*.

321. L'affaire « Cœur Défense » : une entreprise en difficultés et les conditions d'ouverture d'une procédure de sauvegarde. Une procédure de sauvegarde peut être ouverte si le débiteur, sans être en état de cessation des paiements, rencontre des difficultés insurmontables³. La réunion de ces conditions a animé le débat au sujet de l'affaire « Cœur Défense ». En l'espèce, la Cour d'appel de Versailles, sur renvoi, considère que le caractère insurmontable des difficultés tient à l'impossibilité pour la HOLD de fournir à EUROTITRISATION une nouvelle couverture après la faillite de la société mère (LEHMAN BROTHERS), d'autant plus que le délai imparti pour se faire était extrêmement bref. En ce sens, la Cour d'appel de Versailles a pu considérer qu'« *en raison de la brièveté du délai imparti, du caractère aléatoire du marché concerné et, en tout état de cause, des prix des contrats recherchés précédemment cités, la société HOLD justifie en conséquence suffisamment qu'elle ne pouvait surmonter les difficultés liées à l'obligation de fournir une nouvelle couverture de taux répondant aux exigences contractuelles avant le 3 novembre 2008 et il a déjà été démontré que ces difficultés étaient de nature à la conduire à la cessation*

¹ CA Versailles, 13^{ème} ch., 19 janvier 2012, n° 12/02755, SA EUROTITRISATION c/SAS Heart of La Defense ; *JCP E* 2012, act. 78 ; M. DANIS et T. DU BOIS DE GAUDUSSON, « Cœur Défense ou comment une holding financière luxembourgeoise bénéficie de la loi française », *JCP E* 2012, act. 91 ; B. SAINTOURENS, « Conditions d'ouverture de la procédure de sauvegarde : l'affaire « Heart of La Defense » devant la cour d'appel de renvoi », *Rev. proc. coll.* 2012, comm. 19 ; M. MENJUCQ, « L'épilogue de l'affaire Cœur Défense sur les conditions de l'ouverture de la procédure de sauvegarde », *Rev. proc. coll.*, 2012, étude 7 ; *Lettre d'actualité des procédures collectives civiles et commerciales*, 2012, alerte 52

² A. BESSE et N. MORELLI, « Introduction à la « sauvegarde bouclier » du SPV », *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 4, juill. 2011, dossier 24 : « *Il y a une certaine ironie, lorsque l'on sait que dans ce type d'opérations, toutes les mesures sont généralement prises pour que la réalité du siège social au Luxembourg ne soit pas remise en cause par l'administration fiscale.* »

³ L. 620-1 al. 1 du C. com.

des paiements »¹. Il s'agit d'une procédure d'une entreprise en difficultés au sein de laquelle le juge français a appliqué la *Lex fori*.

322. **Les justifications apparentes de l'application de la *Lex fori* dans l'affaire « Cœur Défense ».** La loi française a été considérée comme applicable dans l'affaire « Cœur Défense ». Il convient de justifier ce choix.

L'application de la *lex fori*. Un des points discutés dans le cadre de cette affaire et celle de la compétence des juridictions françaises et de l'application de la *lex fori*. L'article 3.1 du règlement n° 1346/2000 du 29 mai 2000 prévoit que « *les juridictions de l'État membre sur le territoire duquel est situé le centre des intérêts principaux du débiteur sont compétentes pour ouvrir la procédure d'insolvabilité* ». Il s'agit d'une présomption simple susceptible d'être renversée par la démonstration que la société insolvable gère habituellement ses intérêts dans un autre lieu vérifiable par les tiers². À cet égard, il est reproché à la Cour d'appel de Paris, d'avoir écarté, en 2010, la question de la caractérisation du centre des intérêts principaux de la holding de droit luxembourgeois en France³, alors qu'il s'agissait d'un critère déterminant quant à la compétence des juridictions françaises pour ouvrir la procédure de sauvegarde. À vrai dire, rien d'étonnant là-dedans, puisque la Cour d'appel s'était prononcée sur l'inexistence des conditions nécessaires à l'ouverture d'une procédure. Cela impliquait qu'elle eût considéré implicitement que le centre des intérêts principaux de la société DAME LUXEMBOURG était en France⁴. Cette tâche est finalement revenue à la Cour d'appel de Versailles : l'arrêt rendu par la Cour a été qualifié de solution « *orthodoxe* »⁵ en faisant application des arrêts EUROFOOD⁶ et INTEREDIL¹ de la Cour de

¹ CA Versailles, 13^{ème} ch., 19 janvier 2012, SA EUROTITRISATION c/SAS Heart of La Defense ; *JCP E* 2012, act. 78 ; M. DANIS et T. DU BOIS DE GAUDUSSON, « Cœur Défense ou comment une holding financière luxembourgeoise bénéficie de la loi française », *JCP E* 2012, act. 91 ; B. SAINTOURENS, « Conditions d'ouverture de la procédure de sauvegarde : l'affaire « Heart of La Defense » devant la cour d'appel de renvoi », *Rev. Proc. Coll.* 2012, comm. 19 ; M. MENJUCQ, « L'épilogue de l'affaire Cœur Défense sur les conditions de l'ouverture de la procédure de sauvegarde », *Rev. Proc. Coll.* 2012, étude 7 ; *Lettre d'actualité des procédures collectives civiles et commerciales*, 2012, alerte 52

² Considérant n° 13 du règlement n° 1346/2000 du 29 mai 2000 : « *Le centre des intérêts principaux devrait correspondre au lieu où le débiteur gère habituellement ses intérêts et qui est vérifiable par les tiers.* »

³ M. MENJUCQ, « L'épilogue de l'affaire Cœur Défense sur les conditions d'ouverture de la sauvegarde », *op. cit.* et *loc. cit.*

⁴ M. MENJUCQ, « Affaire Heart of La Défense : incertitudes sur le critère d'ouverture de la procédure de sauvegarde », *op. cit.* et *loc. cit.*

⁵ M. MENJUCQ, « L'épilogue de l'affaire Cœur Défense sur les conditions d'ouverture de la sauvegarde », *Rev. proc. coll.* 2012, étude 7

⁶ CJCE, 6 mai 2006, aff. C-341/04, EUROFOOD ; *JCP G*, 2006, II, 10089, note M. MENJUCQ ; *BRDA* 2006, n° 10 ; *D.*, 2006, p. 1286, note A. LIENHARD ; *D.*, 2006, p. 1752, note R. DAMMANN ; *Bull. Joly Sociétés*,

justice de l'Union européenne. La Cour d'appel de Versailles tire les enseignements de l'arrêt INTEREDIL, en considérant que la présomption peut être renversée dès lors qu'il est démontré que la société insolvable, en l'occurrence DAME LUXEMBOURG, dispose d'un centre de direction et de contrôle qui se situe dans un autre État que celui de son siège statutaire, et conclut en retenant que la société DAME LUXEMBOURG, bien qu'immatriculée au Luxembourg, était en réalité dirigée et contrôlée en France².

Justifications de l'application de la *lex fori*. L'application de la loi française, la *lex fori*, connaît deux justifications : d'une part, l'immatriculation luxembourgeoise discutable et, d'autre part, la présence en France du centre des intérêts principaux du débiteur.

Première justification : l'immatriculation luxembourgeoise discutable. Pour certains, la solution paraissait parfaitement justifiée dès lors que l'immatriculation luxembourgeoise ne se comprenait qu'en raison de l'objectif fiscal : « *Elle déduit donc logiquement que le centre*

2006, p. 907, note D. FASQUELLE ; *Rev. Sociétés*, 2006, p. 360 note J.-P. REMERY ; *JCP E*, 2006, I, 2071, note J.-L. VALLENS. Cet arrêt vise notamment l'art. 3§1 du règlement n° 1346/2000 du 29 mai 2000. En ce sens, il est rappelé que si débiteur insolvable est une filiale dont le siège statutaire et celui de sa société mère sont situés dans deux États membres différents, la présomption selon laquelle le centre des intérêts principaux de cette filiale est situé dans l'État membre où se trouve son siège statutaire, ne peut être renversée qu'en raison de l'existence d'éléments suffisamment objectifs et vérifiables permettant la démonstration d'une localisation différente de celle du siège statutaire. Ce cas de figure est parfaitement envisageable si aucune activité n'est exercée dans l'État membre du siège statutaire.

¹ CJUE, 20 octobre 2011, aff. C-396/09 ; *Rev. proc. coll.*, 2011, comm. 177, étude 32 par M. MENJUCQ ; *D.*, 2011, p. 2915, note A. LIENHARD. Cet arrêt précise que « la notion de « centre des intérêts principaux » du débiteur, visée à l'art. 3, § 1, du règlement CE n° 1346/2000 du Conseil, du 29 mai 2000, relatif aux procédures d'insolvabilité, doit être interprétée par référence au droit de l'Union ». La Cour prône une approche limitée de notion d'« éléments objectifs et vérifiables par les tiers » pour écarter la compétence des juridictions de l'État du siège statutaire. En ce sens, elle considère que « le centre des intérêts principaux d'une société débitrice doit être déterminé en privilégiant le lieu de l'administration centrale de cette société, tel qu'il peut être établi par des éléments objectifs et vérifiables par les tiers. Dans l'hypothèse où les organes de direction et de contrôle d'une société se trouvent au lieu de son siège statutaire et que les décisions de gestion de cette société sont prises, de manière vérifiable par les tiers, en ce lieu, la présomption prévue à cette disposition ne peut pas être renversée. Dans l'hypothèse où le lieu de l'administration centrale d'une société ne se trouve pas au siège statutaire de celle-ci, la présence d'actifs sociaux comme l'existence de contrats relatifs à leur exploitation financière dans un État membre autre que celui du siège statutaire de cette société ne peuvent être considérées comme des éléments suffisants pour renverser cette présomption qu'à la condition qu'une appréciation globale de l'ensemble des éléments pertinents permette d'établir que, de manière vérifiable par les tiers, le centre effectif de direction et de contrôle de ladite société ainsi que de la gestion de ses intérêts se situe dans cet autre État membre ». Il convient d'identifier au travers de cette décision et ses motifs un moyen de limiter le phénomène du *Forum Shopping* (J.-L. VALLENS, « Réviser le règlement communautaire n° 1346/2000 sur les procédures d'insolvabilité », *Rev. proc. coll.*, n° 10, 2010, étude 13 ; P. ROUSSEL GALLE, « L'actualité du règlement européen du 29 mai 2000 », *Rev. proc. coll.*, n° 5, 2011, étude 4).

² M. MENJUCQ, « L'épilogue de l'affaire Cœur Défense sur les conditions d'ouverture de la sauvegarde », *op. cit.*, n° 13 : « En effet, elle relève que la société Dame Luxembourg n'avait au Luxembourg ni salarié, ni activité et par voie de conséquence n'y réalisait aucun chiffre d'affaires. La Cour d'appel de Versailles remarque outre que les actes juridiques les plus importants conclus par Dame Luxembourg avec les tiers, notamment les sûretés consenties, l'ont été à Paris et que ces actes ayant donné lieu à publicité, ils constituaient des éléments objectifs vérifiables par les tiers. »

des intérêts principaux de cette société holding était à Paris, rejetant, à notre avis, de manière tout à fait justifiée les éléments tirés du statut fiscal luxembourgeois de la société Dame Luxembourg excipé par la société Eurotitrisation »¹. La notion de résidence fiscale ne saurait être confondue avec celle relative au centre des intérêts principaux du débiteur insolvable, allant par là même rejoindre la distinction entre la résidence et le domicile.

Seconde justification : la localisation des intérêts principaux en France. Ce n'est pas tant la méthode pour parvenir à la localisation des intérêts du débiteur insolvable, mais son résultat qui peut être critiquable dans l'affaire « Cœur Défense ». Rappelons que la société DAME LUXEMBOURG était entièrement détenue par le groupe LEHMAN BROTHERS dont la direction stratégique était basée à Londres, à tout le moins pour le pôle européen des activités du groupe. En fait, DAME LUXEMBOURG n'avait été créée et immatriculée au Luxembourg que pour servir les intérêts de l'opération immobilière « Cœur Défense »², notamment en l'optimisant fiscalement. Il aurait été sans doute plus logique de se retourner vers l'Angleterre quant à la localisation des intérêts principaux du débiteur insolvable³. Au lieu de cela, il semblerait que la *lex rei sitae* ait pris le pas sur le critère du règlement du 29 mai 2000. Il semblerait qu'il faille y voir une pure et simple substitution de critère quant à la détermination de la juridiction compétente pour l'ouverture de la procédure de sauvegarde et, par conséquent, de la loi applicable. En réalité, cette position était celle d'ores et déjà adoptée en première instance et elle n'a pas été démentie par l'arrêt rendu par la Cour d'appel de

¹ M. MENJUCQ, « L'épilogue de l'affaire Cœur Défense sur les conditions d'ouverture de la sauvegarde », *op. cit.*, n° 14

² A. BESSE et N. MORELLI, « Introduction à la « sauvegarde bouclier » du SPV », *op. cit. et loc. cit.* En l'occurrence, il s'agissait d'un FCT, la société HOLD. L'équivalent anglo-saxon est le *Special Purpose Vehicle* de titrisation (SPV – *Securisation Vehicle*). Il s'agit d'une « entité juridique, prenant le plus souvent la forme d'une entreprise commerciale, dont l'objet social est limité à une opération spécifique, telle notamment l'acquisition ou la détention d'un actif déterminé, comme des droits sociaux ou des immeubles ». L'intérêt de recourir à un SPV était très simple : en cas de difficultés, le SPV pouvait bénéficier des auspices d'un dispositif concernant les entreprises en difficulté. Reprenant les termes des auteurs, la sauvegarde est alors utilisée tel un « bouclier ».

³ M. MENJUCQ, « L'épilogue de l'affaire Cœur Défense sur les conditions d'ouverture de la sauvegarde », *op. cit.*, n° 15 : « Plus convaincants au regard de la jurisprudence Interedil étaient les éléments de l'appelant sur la localisation à Londres du centre des intérêts principaux de la société Dame Luxembourg en raison de son appartenance au groupe Lehman Brothers dont la direction stratégique pour l'Europe était à Londres. Mais comme le relève justement la Cour de renvoi, ces éléments ne démontraient pas « l'existence d'actes de gestion objectifs et vérifiables accomplis à Londres. »

renvoi¹. En outre, il est surprenant qu'aucune des juridictions compétentes n'ait relevé que la garantie dont il était question en l'espèce était un contrat de garantie financière.

323. **Le silence gardé au sujet de la présence d'un contrat de garantie financière.** Des auteurs ont pu mettre en évidence tout l'intérêt de recourir à la demande d'une procédure de sauvegarde pour un SPV : « *L'interdiction de la mise en œuvre des sûretés est assurément l'un des effets recherchés de la "sauvegarde bouclier" sollicitée par le SPV* »². Dans le cadre de l'affaire « Cœur Défense », l'objectif est clair : l'ouverture d'une procédure de sauvegarde de la HOLD et de DAME LUXEMBOURG avait pour but d'empêcher les créanciers d'exercer l'hypothèque consentie sur l'immeuble financé et de mettre en œuvre la clause compromissaire relative au nantissement des titres de la HOLD consenti par DAME LUXEMBOURG. Il est assez étonnant de constater, encore une fois³, que la directive *Collateral* n'est pas même évoquée, il s'agit pourtant bien d'un nantissement de titres financiers ! Si telle avait été la qualification retenue, le régime dérogatoire du contrat de garantie financière qui conduit à l'exclusion des conséquences de l'ouverture d'une procédure collective aurait abouti au même résultat. Mais, dans ce cas, la solution aurait été justifiée. L'application du régime *Collateral*, qui écarte la *lex concursus* au profit de *lex rei sitae*, aurait justifié que l'on applique la loi française, dès lors que les titres étaient inscrits aux compte-titres dont une banque française était titulaire. Ainsi, la règle de conflit de lois contenue dans l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier soulève des interrogations, notamment celle de savoir pourquoi en certaines circonstances ce texte n'est pas appliqué. La difficulté existe déjà au stade de l'existence de texte. Une difficulté est celle de la concurrence entre la règle de conflit de lois de l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier et la règle matérielle retenue par la Convention de Genève sur les titres.

¹ A. BESSE et N. MORELLI, « Introduction à la « sauvegarde bouclier » du SPV », *op. cit. et loc. cit.* : « Quid du SPV dont l'objet se limite à détenir des titres d'une société française ? Le Tribunal de commerce de Paris dans l'affaire Cœur défense a, sur ce point, retenu que dès lors que l'actif financé est situé en France, que le SPV a consenti aux créanciers prêteurs une sûreté soumise au droit français (en l'occurrence, un nantissement sur des titres de la HOLD), et dont l'exécution est soumise à la compétence des juridictions françaises, son COMI [centre des intérêts principaux du débiteur] est réputé être en France, au lieu du siège de sa filiale. »

² *Ibid.*

³ H. SYNDET, « La faillite de Lehman Brothers, premiers enseignements », *op. cit. et loc. cit.* : « [...] rien sur la directive garantie financière [...] ».

Conclusion de la section II

324. L'anticipation du risque de l'opération de système exige que les obligations financières contraignant ses intermédiaires soient couvertes par une garantie efficace. La garantie de l'exécution des obligations financières doit être protégée du risque émanant d'une loi étrangère dont l'application est susceptible d'anéantir l'efficacité. L'application d'une loi étrangère au contrat de garantie financière représente un risque juridique, foyer de risque de système, pour le système financier. Ce risque juridique se manifeste par un conflit de lois. La directive *Collateral* contient une règle de conflit de lois qui désigne la loi de l'État du compte dans lequel les titres sont inscrits.

325. D'abord, l'internationalité de la situation juridique, à savoir une obligation financière couverte par un contrat de garantie financière, entraîne un risque particulier relatif à la pluralité de facteurs de rattachement potentiels. D'un côté, la désignation d'un facteur de rattachement unique par l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier constitue une étape primordiale de la protection de la garantie de l'exécution des obligations financières. Le facteur de rattachement retenu est le lieu du compte dans lequel sont inscrits les titres remis ou transférés en garantie de l'exécution des obligations financières. D'un autre côté, la règle de conflit de lois applicable au contrat de garantie financière désigne la loi de l'État dans lequel est ouvert le compte au sein duquel les titres remis ou transférés à titre de garantie sont inscrits. Par conséquent, l'application de la règle de conflit de lois se limite au contrat de garantie financière dont l'assiette est constituée de titres financiers. Si l'assiette de la garantie financière est constituée par d'autres actifs, conformément à l'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier, la loi de la Bourse est applicable.

326. Ensuite, la protection de la garantie de l'exécution des obligations financières par l'élaboration d'une règle de conflit de lois désignant la *lex rei sitae* connaît des spécificités lorsqu'une des parties est soumise à une procédure collective. D'un côté, la mise en œuvre de la règle de conflit de lois conduit à l'éviction de la *lex contractus*. D'un autre côté, on constate que la *lex fori* a le plus souvent vocation à s'appliquer. L'affaire « Cœur défense » est une illustration de l'application de la *lex fori* à une garantie qui était en réalité un contrat de garantie financière.

Conclusion du chapitre 2

327. L'encadrement du risque de système implique que le risque d'inexécution des obligations financières soit couvert par une garantie – le contrat de garantie financière – efficace. Le contrat de garantie financière doit être protégé de toute remise en cause pouvant émaner du droit interne français ou de l'application d'une loi étrangère qui constitue un risque juridique, foyer de risque systémique. En ce sens, le dispositif *Collateral*, d'une part, évince l'application des règles des procédures civiles d'exécution et des procédures collectives et, d'autre part, prévoit une règle de conflit de lois applicable au contrat de garantie financière.

328. D'abord, le dispositif *Collateral* encadre un risque juridique de droit interne en évinçant l'application du droit des procédures civiles d'exécution et du droit des procédures collectives. D'un côté, comme les effets de l'ouverture d'une procédure civile d'exécution sont susceptibles de remettre en cause l'exécution des obligations financières et l'efficacité de leur garantie, l'article L. 211-36-1-II du Code monétaire et financier organise l'éviction de ces règles spéciales. Cet article use d'une fiction juridique qu'est la rétroactivité de la date à laquelle la compensation est intervenue. Même si certains régimes spéciaux ont été omis, l'éviction opérée est satisfaisante, car elle est nécessaire pour la stabilité du système financier. D'un autre côté, comme l'application des règles des procédures collectives est susceptible de remettre en cause l'exécution des obligations financières et l'efficacité de leur garantie, l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier évince l'application de ces règles spéciales. Le dispositif *Collateral* évite, d'une part, que l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre d'un intervenant défaillant n'emporte la déchéance du terme des obligations financières et, d'autre part, de ne pouvoir compenser les dettes et créances afférentes aux obligations financières avec celles afférentes à leur garantie, mécanisme nécessaire à la liquidation d'offices. La garantie de l'exécution des obligations financières doit non seulement être protégée de l'application des règles de droit interne susceptible d'anéantir son efficacité, mais aussi de l'application d'une loi étrangère qui entraînerait des conséquences identiques.

329. Ensuite, le dispositif *Collateral* encadre un risque juridique émanant de l'application d'une loi étrangère en érigeant une règle de conflit de lois qui désigne la loi de l'État du compte dans lequel les titres sont inscrits. D'un côté, en retenant la *lex rei sitae*, elle évince le risque relatif à la pluralité de facteurs de rattachement potentiels. La protection de la garantie

de l'exécution des obligations financières est assurée par la désignation d'un facteur de rattachement unique : l'État dans lequel le compte auquel les titres remis ou transférés en garantie sont inscrits se situe. D'un autre côté, la mise en œuvre de la règle de conflit de lois prévue par le dispositif *Collateral*, lorsqu'une procédure collective est ouverte à l'encontre d'une des parties, est critiquable. L'affaire « Cœur défense » en donne un exemple topique. La *lex rei sitae* a été écartée au profit de la *lex concursus*, car la présence d'un contrat de garantie financière n'a pas été relevée par les juridictions compétentes, empêchant la mise en œuvre de la règle de conflit de lois de l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier.

Conclusion du titre I

330. L'encadrement du risque de système exige d'anticiper les risques financiers de l'opération de marché. Or, des obligations spécifiques naissent de l'opération de marché : il s'agit des obligations financières. Ainsi, l'anticipation des risques financiers de l'opération de marché implique une garantie efficace de l'exécution des obligations financières.

331. D'abord, l'anticipation des risques financiers de l'opération de marché est assurée par le traitement du risque crédit afférent grâce à la protection de l'exécution des obligations financières. Le contrat de garantie financière et le fonds de gestion de la défaillance sont des instruments juridiques au service du traitement du risque crédit afférent aux obligations financières.

332. S'agissant du contrat de garantie financière, il peut être translatif ou non de propriété. Cette distinction permet de dégager un régime commun à tout contrat de garantie financière et un régime particulier selon sa forme. Toute garantie financière lie deux entités réglementées et n'est soumise à aucune formalité s'agissant de sa constitution ou de sa réalisation. La faculté de réutilisation et l'obligation de restitution ou rétrocession des actifs remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières constituent le socle des particularités du régime de la garantie financière. L'incapacité du bénéficiaire de la garantie réutilisation de restituer ou de rétrocéder les actifs remis ou transférés en garantie a été identifiée comme un risque non traité par le dispositif *Collateral*, et pourtant d'ores et déjà survenu à l'occasion de la faillite de la banque LEHMAN BROTHERS. Par conséquent, nous proposons d'inclure dans ce dispositif une nouvelle obligation à la charge du bénéficiaire de la garantie réutilisateur : en cas de réutilisation ou d'utilisation des actifs remis ou transférés à titre de

garantie des obligations financières, le bénéficiaire réutilisateur, à compter de la date de réutilisation ou d'utilisation, doit fournir à son garant un « Collateral » équivalent, c'est-à-dire remettre ou transférer à son tour des actifs de valeur équivalente à celle de ceux qu'il a réutilisés. Il s'agit de la préconisation d'une *Collatéralisation* réciproque en cas d'utilisation ou de réutilisation des actifs remis ou transférés en garantie.

333. S'agissant du fonds de gestion de la défaillance, il est alimenté par les adhérents de la chambre de compensation, grâce à la conclusion d'un contrat de garantie financière, dont l'assiette est actualisée par l'exécution d'une obligation financière spécifique, l'obligation de rechargement. En ultime recours, le fonds de gestion de la défaillance est mobilisé pour couvrir les pertes consécutives à l'inexécution des obligations financières.

334. Ensuite, l'anticipation des risques financiers de l'opération de marché est assurée par la protection de la garantie de l'exécution des obligations financières. L'encadrement du risque de système exige une garantie efficace de l'exécution des obligations nées de l'opération de marché. Pour parvenir à cet objectif, l'efficacité du contrat de garantie financière implique qu'il ne puisse être remis en cause par l'application du droit interne ou d'une loi étrangère.

335. S'agissant du risque juridique de droit interne, le dispositif organise l'éviction de l'application des dispositions du droit des procédures civiles d'exécution et du droit des procédures collectives. D'un côté, l'article L. 211-36-1-II du Code monétaire et financier soustrait la garantie des obligations financière à l'application des règles spéciales des procédures civiles d'exécution. La rétroactivité légale de la date de compensation à la date de saisie permet de chasser les effets de l'ouverture ces procédures et évite ainsi la remise en cause de l'exécution de l'obligation garantie et sa garantie. D'un autre côté, l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier soustrait la garantie des obligations financière à l'application des règles spéciales des procédures collectives. Cette éviction permet l'absence de déchéance du terme des obligations financières malgré l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre d'un intervenant défaillant. Ainsi, malgré l'ouverture d'une procédure collective à l'encontre d'un intervenant failli, la liquidation d'office de ses positions par compensation des dettes et créances afférentes à ses obligations financières avec celles afférentes à sa garantie peut intervenir.

336. S'agissant du risque juridique émanant du droit international, l'application d'une loi étrangère est susceptible d'anéantir l'efficacité de la garantie des obligations financières. Le dispositif *Collateral* chasse ce risque par l'élaboration d'une règle de conflit de lois désignant la loi de l'État où se situe le compte pertinent, c'est-à-dire au crédit duquel sont portés les titres financiers remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières. La mise en œuvre de cette règle de conflit de lois a pu être surprenante lorsqu'une procédure collective est ouverte à l'encontre d'une des parties au contrat de garantie financière. À l'occasion de l'affaire « Cœur défense », l'application de la *lex rei sitae* a été écartée au profit de la *lex concursus*, car, bien que la garantie en présence fût un contrat de garantie financière, cette qualification n'a malgré tout pas été retenue. La mise en œuvre de la règle de conflit de lois prévue de l'article L. 211-39 du Code monétaire et financier a été écartée.

337. D'ores et déjà, cette affaire illustre les limites d'un dispositif pourtant nécessaire pour la protection du système financier. Par conséquent, si l'anticipation des risques financiers de l'opération de marché par le dispositif *Collateral* est vitale pour l'encadrement du risque de système, ce dispositif souffre néanmoins d'imperfections.

TITRE II. LES IMPERFECTIONS DU TRAITEMENT DES RISQUES DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ

338. **Plan.** L'encadrement du risque de système grâce à l'anticipation des risques financiers de l'opération de marché repose sur la garantie efficace de l'exécution des obligations financières. Rappelons que la seconde interrogation relative à l'encadrement des risques financiers de l'opération de marché par le dispositif *Collateral* est de savoir s'il est satisfaisant. En réalité, la question est afférente à l'efficacité du traitement du risque crédit proposé par la directive *Collateral*. Le constat est mitigé puisqu'il n'est pas possible de se satisfaire d'un traitement des risques, pourtant nécessaire, lui-même facteur de risques.

Un traitement nécessaire. D'un côté, la directive *Collateral* met en place un traitement du risque permettant de le réduire ou l'évincer. Le traitement offert par le dispositif *Collateral* est nécessaire (**CHAPITRE 1**).

Un traitement imparfait. D'un autre côté, il convient de déterminer si les traitements offerts par la directive *Collateral* sont ou non satisfaisants. Le traitement du risque crédit fait naître de nouveaux risques. Dès lors que la mise en œuvre du dispositif *Collateral* est facteur de risques, alors ce dispositif est imparfait. (**CHAPITRE 2**).

CHAPITRE 1. LE TRAITEMENT NÉCESSAIRE DES RISQUES DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ

339. **Plan.** Le traitement des risques de l'opération de marché est une nécessité dès lors qu'il permet de les limiter ou de les évincer. D'un côté, le transfert volontaire de la position contractuelle ou encore le système multilatéral de compensation concourent à la limitation du risque de l'opération de marché en le transférant ou en le réduisant. De l'autre côté, l'éviction des risques de l'opération de marché est assurée, de manière préventive, par la conclusion d'un contrat de garantie financière et par l'exécution des obligations financières exigibles avant le terme et, de manière curative, par la liquidation d'office des positions ouvertes par un intervenant défaillant. Ainsi, le traitement des risques de l'opération de marché est nécessaire puisqu'elle permet de les limiter (**SECTION I**) et de les évincer (**SECTION II**).

SECTION I. LA LIMITATION DU RISQUE CRÉDIT

340. **Plan.** La limitation du risque crédit est un mode de traitement du risque qui peut intervenir soit par son transfert, soit par sa réduction. La circulation du contrat afférent aux obligations financières et la compensation des obligations financières sont des mécanismes juridiques au service de la protection du système financier qui permettent de limiter le risque, sans véritablement l'évincer. D'un côté, le risque est limité parce qu'il peut être transmis à une contrepartie plus solvable. De l'autre côté, le risque est limité, car il peut être réduit grâce à l'intervention de la chambre de compensation. Ainsi, la limitation des risques afférents à l'inexécution des obligations financières repose, d'une part, sur le transfert du risque crédit (§1) et, d'autre part, sur la réduction du risque crédit (§2).

SOUS-SECTION I. LE TRANSFERT DU RISQUE CRÉDIT

341. **Plan.** Le transfert du risque crédit concourt à sa limitation, car il permet de rechercher une contrepartie cessionnaire plus solvable. Dans le cadre du dispositif *Collateral*, le transfert volontaire du risque crédit est réalisé grâce à la cession de contrat afférent aux obligations financières (§1). Cette faculté est mise en œuvre dans le cadre du système multilatéral de

compensation. En effet, le donneur d'ordres a la possibilité de transférer le risque à un tiers dès lors qu'il dispose de la possibilité de révoquer unilatéralement sa position à terme (§2).

§1. La cession de contrat afférent aux obligations financières

342. **Plan.** L'article L. 211-37 du Code monétaire et financier vise la cession de créance et la cession de contrats afférents à des obligations financières. La cession de contrat afférent à des obligations financières peut intervenir à titre principal¹ ou à titre de garantie². La transmissibilité, c'est-à-dire la circulation de l'obligation financière, est un instrument juridique au service du traitement des risques financiers nés de l'opération de marché³. D'un côté, la cession de contrat à titre principal permet de réduire les risques en le transférant à un tiers plus solvable. D'un autre côté, la cession de contrat à titre de garantie permet d'anticiper les risques puisque le contrat est un actif de l'assiette de la garantie remise ou transférée. Dans le cadre de l'étude de la réduction des risques, il s'agit d'envisager la cession de contrat à titre principal. Il s'agit d'exposer, d'une part, les conditions du transfert volontaire de contrat afférent aux obligations financières (**A**) et, d'autre part, ses effets (**B**).

A. Les conditions du transfert d'un objet du système financier

343. **Plan.** L'article L. 211-37 du Code monétaire et financier prévoit que le contrat afférent aux obligations financières est cessible. L'objectivation du contrat est une conception nécessaire à l'admission de sa circulation. Des éléments permanents persistent malgré sa cession : il s'agit de sa cause et de son objet. Par ailleurs, l'article L. 211-37 du Code monétaire et financier requiert l'accord écrit de toutes les parties à la cession de contrat afférent aux obligations financières. Par conséquent, la circulation des obligations financières est soumise à une double condition : d'une part, le maintien de l'objet du système financier (**1**) et, d'autre part, l'accord des parties à la circulation de l'objet du système financier (**2**).

¹ Art. L. 211-37 du C. mon. fin.

² Art. L. 211-38 du C. mon. fin.

³ S. PRAICHEUX et P. MOUSSERON, « ... Et le risque devient produit », *Mélanges AEBDF-France V*, Revue Banque éditions, 2008, p. 407 : « Divers instruments juridiques visent à transférer ces risques, c'est-à-dire à déplacer cette charge financière négative. »

1. Le maintien de l'objet du système financier

344. **Présentation.** La permanence de la cause et de l'objet du contrat constitue traditionnellement une des conditions d'admission de sa cession. La permanence de la cause et de l'objet du contrat permet le maintien de la force obligatoire de la source de l'obligation. De la même manière, la circulation de l'obligation financière repose sur le maintien de la cause et de l'objet du contrat afférent aux obligations financières.

345. **La permanence de la cause objective nécessaire au maintien de la force obligatoire.** La permanence de la cause du contrat afférent aux obligations financières vise la cause objective. Dans le cadre de la circulation des obligations financières, le but est d'assurer la survie du contrat afférent aux obligations financières et de ses accessoires. La cession ne doit pas modifier son contenu obligationnel. Les résistances doctrinales formulées à l'encontre des justifications du maintien de la force obligation du contrat doivent être évincées.

La cause objective du contrat. « [...] *L'essentiel, pour que le contrat survive, consiste dans la persistance de la cause, entendue objectivement, qui constitue le véritable intérêt de la cession. De ce point de vue, le contrat n'est plus seulement considéré comme un lien personnel entre deux ou plusieurs personnes, mais comme l'instrument d'une opération économique, dont le maintien se fonde sur la survie de la cause* »¹. Selon Monsieur le Professeur L. AYNÈS, la cause objective du contrat justifie et conditionne sa cession. Ici, la cause objective du contrat correspond à son utilité économique². Ainsi, la cause est, non pas la cause de l'obligation résidant dans les contreparties réciproques, mais la cause du contrat qu'il est coutume de nommer la cause subjective. Dès lors, la position de Monsieur le Professeur L. AYNÈS ne reflète pas les positions traditionnelles concernant la cause : la permanence de la cause nécessaire au maintien de la force obligatoire³ est la cause du contrat entendue

¹ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 145, p. 160 à 162

² *Ibid.*, n° 148, p. 165 : « Elle [la cause subjective du contrat] ne reflète pas, par conséquent, la distinction traditionnelle opérée entre la cause objective et abstraite de l'obligation ou la cause-contrepartie, qui permet de contrôler l'existence de celle-ci, et la cause subjective ou concrète du contrat, composée des motifs, qui permet d'en contrôler la licéité. »

³ Ch. JAMIN, « Cession de contrat et consentement du cédé », *D.*, 1995, p. 131 ; L. AYNÈS, *La cession de contrat et les opérations juridiques à trois personnes*, Préf. Ph. MALAURIE, *Economica*, 1984, n° 110, p. 85 : « Principe de la force obligatoire du contrat, la cause en est aussi la faiblesse : que le but poursuivi par le débiteur ne puisse être atteint avec son cocontractant, ou qu'il n'ait plus la possibilité d'atteindre ce but, et le contrat se trouve irrémédiablement anéanti. La cession de contrat vient pallier à cette faiblesse : elle est

objectivement. Si un tiers se trouve dans la même situation que l'une des parties et que ce dernier poursuit le même objectif, on peut penser qu'en pareil cas, la cession de contrat peut être admise. Dans cette hypothèse, la cause reste identique malgré la cession de contrat. Ainsi, le remplacement du contractant par un tiers n'altère pas le rapport contractuel initial. La thèse du maintien du contenu obligationnel est proche de celle du maintien de la cause objective. La cession de contrat a pu être également défendue en raison de la permanence de son contenu obligationnel. La différence entre l'effet obligatoire et le contenu obligationnel correspond à la distinction entre l'effet du contrat et celui de l'obligation¹. En réalité, le contenu obligationnel est assimilable à la cause objective, c'est-à-dire la cause de l'obligation résidant dans la contre-prestation. Face à ces deux thèses, des résistances doctrinales se sont manifestées.

L'éviction des résistances doctrinales. Un des arguments des opposants à l'admission de la cession de contrat se fonde sur l'absence de valeur patrimoniale du lien contractuel. Certains auteurs s'opposent à la cession du lien contractuel, car il est dépourvu de valeur patrimoniale². Cette idée a été écartée à plusieurs reprises par la doctrine³. Au-delà, la patrimonialité du lien contractuel ne fait pas débat en droit des marchés financiers. La démonstration est relativement aisée. Une option d'achat d'un titre en dessous de son cours a évidemment une valeur patrimoniale, même si cette valeur est plus sujette à caution lorsque la date d'exercice est lointaine dans le temps. En réalité, dans presque tous les cas de figure dans lesquels il reste du temps à courir, il peut exister une contrepartie susceptible de trouver un intérêt patrimonial dans la souscription d'une option. Tout comme la cause objective, la permanence de l'objet est une condition nécessaire au maintien de la force obligatoire du contrat cédé.

346. La permanence de l'objet nécessaire au maintien de la force obligatoire du contrat. Certains ont préféré considérer que la condition de la cession de contrat résidait dans la permanence de l'objet plutôt que dans celle de la cause. L'approche atypique de la cause défendue par Monsieur le Professeur L. AYNÈS a pu nourrir les critiques. Certains ont alors

nécessaire au maintien de la force obligatoire du contrat. »

¹ P. ANCEL, « Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat », *RTD civ.*, 1999, p. 771, spéc. n° 4 : « Dire que les parties sont « obligées » par le contrat (il vaudrait mieux dire qu'elles sont engagées, tenues par le contrat) ne signifie pas nécessairement, et pas seulement, qu'elles sont tenues (débitrices) d'obligations. Et, même lorsqu'elles sont tenues, le lien contractuel n'est pas entièrement absorbé par leur rapport d'obligation. »

² P. PAILLER, *op. cit.*, n° 146, p. 162

³ *Ibid.*

préférée considérer que la permanence de l'objet était la condition de la cession de contrat. Ces auteurs rattachent la cessibilité du contrat, non pas à la permanence de la cause objective du contrat, mais à celle de son objet¹. La permanence de l'objet et celle de la cause de l'instrument financier sont si proches qu'elles peuvent être confondues. La cause et l'objet de l'instrument financier, c'est-à-dire respectivement le transfert d'un risque et la réalisation d'une opération économique, se confondent dès lors que la cause est entendue comme un « *instrument de contrôle de l'utilité sociale et économique du contrat* »². Ainsi, le maintien de la cause et l'objet constituent une condition de la cessibilité du contrat financier³. Au-delà, cette approche confirme l'idée selon laquelle le contrat financier est doté d'une finalité globale cohérente⁴ au sein de laquelle l'obligation financière constitue un invariable contractuel.

347. La cession de contrat afférent aux obligations financières : un objet du système financier invariable. Que la cession de contrat repose sur la permanence de son objet ou de sa cause objective⁵, ce mécanisme juridique doit permettre d'assurer le maintien de la convention et de ses accessoires, c'est-à-dire permettre le maintien de l'objectif poursuivi⁶. La cession de contrat ne constitue qu'une modification subjective du contrat⁷. Cette approche supprime les problématiques de qualification du contrat, tantôt un lien tantôt un bien, et conduit à retenir qu'il est un moyen de réaliser une opération économique⁸. Ceci est

¹ J. GHESTIN, *Cause de l'engagement et validité du contrat*, LGDJ, 2006, n° 867, p. 558 ; A.-S. LUCAS-PUGET, *Essai sur la notion d'objet du contrat*, Thèse Nantes, 2004, Préf. M. FABRE-MAGNAN, LGDJ, Biblio. de Droit Privé, t. 441, 2005, n° 665, p. 394 : « *L'idée que la cause (même entendue objectivement) puisse être cédée ne va pas de soi, car qu'est-ce que la cause sinon un but, une raison de s'engager ?* »

² L. AYNÈS, *op. cit.*, n° 114, p. 87

³ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 148, p. 165 : « *Les deux notions se rapprochent en effet. En matière d'instruments financiers à terme, l'objet, qui consiste dans le transfert du risque de prix pour les opérateurs à terme, se confond avec l'idée de la cause objective : il remplit le même objectif qui est de transcender les finalités individuelles pour parvenir à dégager l'élément objectif constitutif de l'instrument, la réalisation d'une opération économique.* »

⁴ J. ROCHFELD, *Cause et type de contrat*, Thèse Paris I, 1997, Préf. J. Ghestin, LGDJ, Biblio. de Droit Privé, t. 311, 1999, n° 508, p. 461 : « *Dans les contrats typiques, la cause du contrat, finalité globale, s'impose naturellement au premier plan.* »

⁵ L. AYNÈS, *op. cit.*, n° 255, p. 185 : Encore que sur ce débat Monsieur le Professeur L. AYNÈS favorise la cause en ce qu'elle permet plus volontiers de manifester l'utilité du contrat et sa force obligatoire.

⁶ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 148, p. 165

⁷ L. AYNÈS, *op. cit.*, n° 120, p. 91 : « *Au contraire, lorsque la cause du contrat demeure inchangée, en dépit du remplacement de l'un des contractants, le contrat demeure, identique à lui-même, entre le contractant originaire et le nouveau contractant. Il y a seulement une modification subjective du contrat : c'est l'objet de la cession de contrat.* »

⁸ L. AYNÈS, *op. cit.*, n° 120, p. 91. Il convient d'émettre certaines réserves à l'égard de cette façon d'envisager le contrat. Il s'agit d'une vision téléologique et économique du contrat ne permettant pas de rendre compte que ce dernier peut être affecté à l'assiette de la garantie d'une obligation financière. Il n'est plus, en principe, le

parfaitement transposable au domaine des marchés financiers : le contrat est un instrument sur lequel repose une opération financière¹. La cession de contrat est alors un instrument juridique au service de la réduction des risques permettant, grâce à la cession de contrat afférent aux obligations financières, un transfert des risques à une contrepartie plus solvable. La cession du contrat afférent à l'obligation financière est possible jusqu'à l'échéance de l'opération financière, parce que l'instrument financier conserve « *son utilité économique et sociale jusqu'à l'échéance* »². La circulation de l'obligation financière par le biais de la cession de contrat afférent à celles-ci est conditionnée par la permanence de l'objet du système financier, malgré la cession, mais aussi par l'accord des parties.

2. L'accord des parties au maintien de l'objet du système financier

348. **Présentation.** L'article L. 211-37 du Code monétaire et financier subordonne la validité de la cession de contrat à l'accord écrit des parties. La doctrine a eu l'occasion de s'interroger sur l'identité des parties contraintes de fournir leur accord pour la validité de la cession de contrat afférent aux obligations financières³. Seules les parties au contrat de cession doivent y consentir, c'est-à-dire le cédant et le cessionnaire. Cela étant, la sécurité juridique impose de recueillir le consentement du cédé. La question est alors de savoir si le consentement du cédé est nécessaire à la validité de la cession de contrat et par suite à la cession de contrat afférent aux obligations financières.

349. **Le consentement du cédé : condition de validité de la cession de contrat ?** D'abord, la jurisprudence a fait du consentement du cédé une condition de validité de la cession de contrat. Puis, elle s'est montrée hésitante. Enfin, le consentement du cédé a été considéré comme une simple autorisation.

Une condition de validité. La jurisprudence a considéré que le consentement était une condition de validité de la cession de contrat. Le principe selon lequel la cession ne peut

moyen de réaliser une opération économique, mais le moyen de la garantir, sauf à considérer que le contrat de garantie financière est une condition suspensive.

¹ F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », *op. cit. et loc. cit.*, p. 661 ; E. BROUSSEAU, « L'économiste, le juriste et le contrat », *Études offertes à Jacques Ghestin : Le contrat au début du XXI^e siècle*, LGDJ, coll. Anthologie du droit, 2014, p. 153 : « *Le contrat comme substitut au marché* »

² P. PAILLER, *op. cit.*, n° 149, p. 167

³ *Ibid.*, n° 161, p. 175

intervenir sans le consentement du cédé est traditionnel¹, mais ne trouve que peu d'illustrations jurisprudentielles². La chambre commerciale de la Cour de cassation est venue rappeler ce principe, par un arrêt du 16 novembre 1994. La Cour de cassation reproche à la Cour d'appel de ne pas avoir recherché si le cessionnaire « avait eu, à son tour, la volonté de s'engager dans les mêmes termes avec les époux (cédés), dès lors qu'il n'était pas établi, ni même allégué, que ces derniers avaient consenti à ce que le cédant fût libéré de son propre engagement »³. Par conséquent, le créancier pouvait seul libérer son débiteur initial et consentir au transfert conventionnel de l'obligation⁴. D'autres arrêts ont suscité des hésitations quant au rôle du consentement du cédé.

Des hésitations. La jurisprudence a exclu la condition du consentement du cédé pour la cession de conventions ne présentant pas un caractère *intuitu personae*⁵. Cependant, un arrêt du 6 mai 1997 a remis en cause cette jurisprudence incertaine. La chambre commerciale de la Cour de cassation a considéré qu'un acheteur ne pouvait être contraint à payer les factures émises par une société substituée à son fournisseur, sans qu'il ne soit recherché si, dans le contrat conclu entre le fournisseur et l'acheteur ou ultérieurement, l'acheteur (cédé) avait donné son consentement à la substitution de cocontractant⁶. L'arrêt retient que la cession de contrat nécessite le consentement du cédé, qui peut être donné par anticipation, à savoir dès la conclusion du contrat, ou au moment de la cession. Cependant, seule l'hypothèse du consentement donné lors de la cession du contrat est admissible. En effet, sans le consentement du cédé, la cession n'a qu'un effet relatif, c'est-à-dire qu'elle ne produit d'effet qu'entre le cédant et le cessionnaire. Désormais et de manière constante, la jurisprudence

¹ Ch. JAMIN, *op. cit.*, p. 131

² J. MESTRE, « Pas de cession de dette sans l'accord du créancier », *RTD civ.*, 1994, p. 607

³ Com., 16 novembre 1993, *Bull. civ. IV*, n° 406, p. 295

⁴ J. MESTRE, « Pas de cession de dette sans l'accord du créancier », *op. cit.*, p. 608

⁵ Com., 7 janvier 1992, n° 90-14.831, *Bull. civ. IV*, n° 3, p. 3 ; *JCP*, 1992, I, 3591, n° 17, obs. Ch. JAMIN ; *D.*, 1992, p. 278, obs. L. AYNÈS ; *RTD civ.*, 1992, p. 763, obs. J. MESTRE ; *CCC*, 1992, n° 110, obs. L. LEVENEUR

⁶ Com., 6 mai 1997, nos 95-10.252 et 94-16.335, *Bull. civ. IV*, n° 118, p. 104 ; *Deffrénois* 1997, 36633, n° 976, p. 1012, obs. D. MAZEAUD ; *RTD civ.*, 1997, p. 936, obs. J. MESTRE ; *D.*, 1997, p. 588, note M. BILLIAU et Ch. JAMIN ; « Cession de contrat : nouvelles précisions sur le rôle du cédé », *D.* 1998, p. 25, note L. AYNÈS ; *D.* 1998, p. 136, obs. H. Le NABASQUE ; *CCC*, 1997, n° 146, obs. L. LEVENEUR. Solution réaffirmée par Civ. 3^{ème}, 12 décembre 2001, n° 00-15.627, *Bull. civ. III*, n° 153, p. 120 ; « La descente aux enfers de la cession de contrat », *D.*, 2002, p. 1555, note Ch. LARROUMET ; *D.*, 2002, p. 984, note M. BILLIAU, Ch. JAMIN ; *Deffrénois* 2002, 37558, n° 36, p. 775, note R. LIBCHABER et par Civ. 1^{ère}, 30 avril 2009, n° 08-11.093, *Bull. civ. I*, n° 82 ; *D.*, 2009, p. 2400, note L. ANDREU ; *JCP*, 2009, n° 27, p. 17, note J. ANSAULT ; *JCP*, 2009, n° 37, p. 55, obs. M. BILLIAU, *JCP*, 2009, n° 16, p. 574, obs. A.-S. BARTHEZ ; *Deffrénois*, 2009, p. 1289, obs. R. LIBCHABER

exige que le cédé consente à la cession de contrat¹. La question est de savoir si cette exigence correspond véritablement à l'expression du consentement du cédé ou à sa simple autorisation.

Une simple autorisation. Deux théories s'affrontent : les uns, réfractaires à l'effet translatif de la cession de contrat, considèrent que le cédé est partie au contrat de cession ; les autres, admettant la cession de contrat, envisagent le consentement du cédé comme une simple autorisation. D'abord, la doctrine moderne, hostile à la cession de contrat et s'opposant à son caractère translatif, considère que le cédé est partie au contrat de cession, opération juridique tripartite². Pour eux, il ne s'agit pas d'une opération translative, mais d'une opération créatrice d'un nouveau rapport contractuel³, exclusive de l'application de l'article 1690 du Code civil, en raison de l'objet de la cession, non pas une créance, mais une position contractuelle⁴. Ensuite, les défenseurs de la cession de contrat retiennent, quant à eux, que le consentement du cédé ne constitue qu'une simple autorisation qui tend à rendre le contrat cessible⁵. Selon Monsieur le Professeur L. AYNÈS, il n'est pas question de rendre le cédé partie à la convention, ni même de donner naissance à nouveau lien contractuel et, qu'*a fortiori*, il ne s'agit pas d'une convention tripartite⁶. Si le consentement du cédé permet la cession de contrat, il ne permet pas, en principe, de transformer le cédé en partie à la convention de cession, ni de donner naissance à un nouveau contrat entre le cédé et le cessionnaire. Ainsi, le cédé ne consent pas, mais autorise la cession de contrat. Cette autorisation par le cédé lui permet d'exercer un contrôle. Il convient de confronter ces solutions au dispositif *Collateral*.

350. L'accord des parties pour la cession de contrat afférent aux obligations financières. Il convient de présenter le rôle du consentement du cédé dans le cadre de la cession de contrat afférent aux obligations financières, avant de déterminer s'il est ou non une condition de validité.

¹ Com., 6 mai 1997, arrêt préc.

² J. FLOUR, J.-L. AUBERT, Y. FLOUR et E. SAVAUX, « La cession de contrat », *Deffrénois*, n°13-14, 2000, p. 811

³ Ch. JAMIN et M. BILLIAU, « Cession conventionnelle du contrat : la portée du consentement du cédé », *D.*, 1998, p. 145

⁴ *Ibid.*

⁵ L. AYNÈS, « Cession de contrat : nouvelles précisions sur le rôle du cédé », *D.*, 1998, p. 25

⁶ *Ibid.*

Le rôle du consentement du cédé. Le consentement du cédé peut remplir trois rôles : il peut être une condition de validité, une condition d'opposabilité ou une condition de libération du cédant. D'abord, traiter le consentement du cédé comme une condition de validité signifie que, faute de consentement de ce dernier, la cession est nulle et ne peut produire aucun effet. Ensuite, traiter le consentement du cédé comme une condition d'opposabilité de la cession signifie que son absence n'entache pas la validité de l'acte, mais le lui rend inopposable. Enfin, considérer que le consentement du cédé est une condition de libération du cédant implique que, sans lui, le cédant reste tenu à l'égard du cessionnaire. Prenons l'exemple d'un contrat financier afférent à des obligations financières. D'abord, le cédé peut être le bénéficiaire initial de l'option qu'il souhaiterait transmettre ; il s'agirait alors de sa volonté de transmettre à un tiers le bénéfice de sa position contractuelle. Ensuite, le cédé peut aussi être l'émetteur d'option. Dans ce cas, le cédant serait alors le bénéficiaire de l'option. Si pour lui être opposable, le cédé doit avoir consenti à la cession, l'absence de consentement de celui-ci ne remet pas en cause la validité de la cession ; elle n'aura d'effet qu'entre le cédant et le cessionnaire. Le cessionnaire ne peut pas réclamer l'exécution au cédé ; de même, le cédé ne peut pas demander l'exécution au cessionnaire. Si le consentement du cédé est une condition de libération du cédant, celui-ci reste tenu, à titre principal ou comme garant, faute d'accord du cédé. La question est de savoir si le consentement du cédé est une simple volonté ou une véritable autorisation.

Le consentement du cédé à la cession de contrat afférent aux obligations financières : nécessité ou inutilité ? Le consentement du cédé est une condition de validité dès lors que l'article L. 211-37 du Code monétaire et financier requiert l'accord des parties à la cession. Cela étant, le contrat de cession n'unit que le cédant et le cessionnaire ce qui justifie que le consentement du cédant n'est pas une condition de validité de la cession de contrat.

Le consentement nécessaire du cédé. L'article L. 211-37 du Code monétaire et financier requiert l'accord écrit de toutes les parties à la cession de contrat afférent aux obligations financières. Il convient d'identifier les parties en présence. Les parties visées par cette disposition sont les parties au contrat de cession, c'est-à-dire le cédant et le cessionnaire. Ainsi, le cédé n'a pas à donner son accord au contrat de cession afférent à des obligations financières, car il n'est pas partie au contrat de cession.

Le consentement inutile du cédé. Accepter que la cession de contrat produise un effet translatif revient à retenir que le contrat de cession n'unit que le cédant et le cessionnaire. Seuls le cédant et le cessionnaire consentent à la cession, le débiteur cédé ne bénéficiant que d'une information. Mais que se passerait-il si le cédé s'opposait à la cession de contrat afférent aux obligations financières entre le cédant et le cessionnaire ? Madame le Professeur P. PAILLER propose de retenir le caractère abusif du refus du débiteur cédé : si le débiteur s'engage initialement en raison de qualités objectives et si le cessionnaire présente les mêmes qualités objectives¹. Dans ce cas, le refus du débiteur cédé est alors abusif². Autrement dit, l'accord des parties visé dans l'article L. 211-37 du Code monétaire et financier ne vise que le cédant et le cessionnaire. En réalité, la cession de contrat afférent aux obligations financières peut être envisagée comme le fruit et un objet de régulation.

351. La cession de contrats afférents aux obligations financières : fruit d'une régulation et objet de régulation. L'accord des parties à la cession de contrats afférents aux obligations financières est le fruit d'une régulation, mais est aussi un objet de régulation.

La cession de contrat afférent aux obligations financières, fruit d'une régulation. La cession de contrat afférent aux obligations financières est le fruit d'une régulation, car il s'agit d'une solution adoptée par les conventions-cadres. L'accord du cédé peut être donné *ab initio*, c'est-à-dire lors de la formation du contrat initial, ou à l'occasion sa cession³. La première solution est celle retenue par les conventions-cadres. Sauf en cas de transfert universel de patrimoine, la validité de la cession de contrat est subordonnée à « l'accord préalable de l'autre partie », autrement dit l'autorisation préalable des parties à la

¹ Ph. MALAURIE, L. AYNÈS et Ph. STOEFFEL-MUNCK, *Les obligations*, 6^{ème} éd., LGDJ, coll. Droit civil, 2013, n° 790 ; Ch. JAMIN, « Cession de contrat et consentement du cédé », *op. cit.*, p. 131 : Ces auteurs considèrent que dès lors que le contrat est dépourvu d'*intuitus personae*, l'accord du cédé au contrat de cession n'est pas nécessaire.

² P. PAILLER, *op. cit.*, n° 61, p. 175 : « Si l'on devait retenir cette analyse, le débiteur serait tenu à l'égard d'un tiers qu'il n'a pas choisi, dont il serait aussi créancier ; cependant, puisqu'il s'est engagé en considération de qualités objectives financières »

³ H. LE NABASQUE, « La partie cédée doit consentir à la cession conventionnelle de contrat », *D.*, 1998, p. 136 : « Ce consentement peut être donné soit au moment de la conclusion de la convention, soit, même, ultérieurement » ; D. R. MARTIN, « Du changement de contractant », *D.*, 2001, p. 3144, spéc. p. 3146 : « Au reste, puisqu'une stipulation pour autrui peut être greffée sur tout contrat, à tout moment, par avenant, il importe peu que la stipulation de contrat pour autrui (ou clause de substitution) soit convenue dès l'origine ou au cours du contrat qu'elle concerne : il suffit que le cocontractant stable ait acquiescé à la substitution de partenaire « dans le contrat conclu avec lui ou ultérieurement ». » ; J. MESTRE, « La cession de contrat suppose le consentement du cocontractant cédé », *RTD civ.*, 1997, p. 936 : « [...] la cession du contrat à un tiers suppose l'accord du cocontractant cédé, mais ce consentement peut se trouver donné dès l'origine par une stipulation du contrat initial, qui réserve au contractant une faculté expresse de substitution. »

convention-cadre, et par suite à l'autorisation préalable et écrite du cédé partie à la convention¹. Cette autorisation préalable à toute cession est écartée en cas de transfert universel de patrimoine ou encore si la cession a vocation à mettre en échec un cas de résiliation, un cas de défaut ou encore une défaillance². Il semble assez simple de justifier une telle solution : la convention-cadre étant un préalable à l'opération de marché, il est permis d'assimiler « l'accord des parties » à la cession de contrat afférent aux obligations financières à l'accord des parties à la convention-cadre. Cet accord initial de principe avant toute cession satisfait ainsi l'objectif de rapidité et de sécurité des transactions : rapidité, parce que le principe est prévu initialement sans nécessité de conclure un avenant ; sécurité, pour éviter toute requalification rétrospective. Par conséquent, ces dispositions justifient l'idée selon laquelle l'intervention du cédé à la cession de contrat se bornerait à n'être qu'une autorisation³. Si la cession de contrat afférent aux obligations financières apparaît comme le fruit d'une régulation émanant de la pratique, elle est aussi un objet de régulation.

La cession de contrat afférent aux obligations financières, objet de régulation.

Suivant l'idée de l'émergence d'un ordre public boursier, de l'intérêt supérieur de protection du marché et ainsi de la faveur faite à validité de ses transactions⁴, la survie du contrat est l'expression de la primauté de la collectivité du système financier face aux intérêts sectoriels des opérateurs. Par là même, un mécanisme juridique devient un outil économique de

¹ ISDA Master Agreement, 2002, art. 7, « Transfert. Aucune partie ne pourra transférer le présent contrat ou tout droit ou obligation en découlant (que ce soit à titre de sûreté ou autrement), sans avoir obtenu l'autorisation préalable et écrite de l'autre partie. » ; FBF, Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers à terme, 2007, art. 11.4 : « Cession à un tiers. La Convention, toute Transaction ou l'un quelconque des droits ou obligations en découlant pour une Partie ne pourront être transférés ou cédés sans l'accord préalable de l'autre Partie. Le présent art. ne vise pas les opérations dont le régime est fixé par la loi ou le règlement en entraînant une valide transmission universelle de patrimoine (notamment en cas de fusion ou de scission) pour lesquelles l'accord préalable et écrit de l'autre Partie ne sera pas nécessaire. »

² Art. L. 440-9 du C. mon. fin. ; Art. 4.5.2.4 (v) et 4.5.2.5 des règles de la compensation édictées par LCH.Cleartnet SA et art. 516-15 du RG AMF

³ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 164, p. 179 et 180 : « L'exigence d'une telle autorisation est exclue dans le cas où la cession opère par le biais d'une transmission universelle de patrimoine, mais également, selon la convention-cadre rédigée par l'International Swaps and derivatives Association, dans le cas où la cession est destinée à faire échec à la résiliation du contrat en cause, ce qui correspond à la fonction traditionnelle de la cession de contrat, destinée à favoriser sa survie. Dans cette hypothèse, le débiteur cédé ne peut refuser la cession, si les conditions de celles-ci ne sont pas insurmontables pour lui. Cette sanction montre bien que le consentement joue bien le rôle d'une autorisation ; le cédé ne peut paralyser de manière discrétionnaire la cession si celle-ci permet le sauvetage du contrat. »

⁴ F. DRUMMOND, « Le contrat comme instrument financier », *op. cit.*, p. 663 : « Cette mutation traduirait une évolution profonde de la nature des relations du marché et une rupture de leur équilibre : l'instrumentalisation du contrat confirmerait après le développement de l'ordre public économique et financier la prééminence des règles de marché. » ; F. PELTIER, *Marchés financiers et droit commun*, *op. cit.*, n° 279 et suiv.

régulation¹, car la cession de contrat permet de lutter contre les défaillances. Le droit est ainsi un droit servant la protection des marchés², entités appartenant au système financier. Finalement, le peu importe le débiteur de l'obligation financière, l'essentiel étant que l'obligation financière soit exécutée. Dans cette perspective, la faveur doit être faite à la survie du contrat afférent à l'obligation financière, envisagée comme un mécanisme de prévention des défaillances. Au sujet de la cession de contrat afférent aux obligations financières, le droit des marchés financiers peut-il être vecteur d'un apport au droit commun ?

352. Prospective : étanchéité ou porosité du droit civil aux solutions légalement établies en droit financier ? Un arrêt de la Cour de cassation du 12 décembre 2001 vient partiellement confirmer la solution dégagée en 1997³, à la différence du fondement juridique. En 2001, la Cour préfère se fonder sur l'article 1275 du Code civil pour affirmer que « *la seule acceptation par le créancier de la substitution d'un nouveau débiteur au premier, même si elle n'est assortie d'aucune réserve, n'implique pas en l'absence de déclaration expresse, qu'il ait entendu décharger le débiteur originaire de sa dette* »⁴. Cet arrêt s'oppose à l'effet translatif de la cession de contrat, car il n'est pas cédé. Au contraire, cet arrêt épouse la théorie extinctive de la cession de contrat⁵. Finalement, cet arrêt illustre, d'une part, la dénaturation de ce que constitue véritablement la cession de contrat et, d'autre part, affecte à celle-ci une fonction qui lui est par nature étrangère, à savoir une fonction de garantie fournie

¹ M.-A. FRISON-ROCHE, « La régulation, objet d'une branche de droit », *LPA*, 3 juin 2002, p. 3 : « *Dans le même temps, des doutes sur l'existence d'un droit de régulation, on peut en avoir, et par deux sources. Tout d'abord, le terme de « régulations » a un tel succès, se glisse aujourd'hui dans tant de travaux, est appelé à la rescousse de tant d'affirmations de toutes sortes qu'il finit par renvoyer à rien d'autre de plus précis que la modernité.* » ; M.-A. FRISON-ROCHE, « Définition du droit de la régulation économique », *D.*, 2004, p. 126, spéc. p. 128-127 : « *On peut avancer alors que la régulation intervient comme une sorte d'appareillage propre à un secteur, intégré dans celui-ci, - dont la réglementation n'est qu'un des outils – qui entrelace règles générales, décisions particulières, sanctions, règlements des conflits, et qui inclut généralement la création d'un régulateur indépendant.* » ;

² M.-A. FRISON-ROCHE, « Esquisse d'une sociologie du droit boursier », *L'Année sociologique*, n° 49, 1999, spéc. n° 2, p. 459 : « *Ainsi, à l'intérieur comme à l'extérieur, le droit apparaît comme un outil servant. Le droit boursier est la pointe avancée de ce phénomène puisqu'il prétend se fonder dans les mécanismes du marché financier, dont il sert l'efficacité, en reprenant à son compte, les ambitions – et le vocabulaire – de transparence et de sécurité.* »

³ Com., 6 mai 1997, arrêt préc.

⁴ Civ. 3^{ème}, 12 décembre 2001, arrêt préc.

⁵ M. BILLIAU, « La cession conventionnelle de contrat est soumise au régime de la délégation de l'article 1275 du Code civil », *D.*, 2002, p. 984, spéc. n° 4 et suiv. : « *Autrement dit, en refusant de le libérer, la troisième chambre civile opte pour une conception non translatrice de la cession conventionnelle de contrat, ce dont il est possible de déduire plusieurs conséquences.* » ; « *La troisième, peut-être la plus importante, est que le contrat qui lie le cessionnaire et le cédé est nécessairement nouveau, même si son objet et sa cause sont strictement identiques à ceux de l'ancien. La cession conventionnelle de contrat procède ainsi par une adjonction au profit du cédé d'un second contrat, dont le contenu est identique à celui qui obligeait le cédant envers lui.* »

résidant dans une dualité de débiteurs pour le cessionnaire¹. En l'état du droit positif, il existe une contradiction entre les solutions de droit commun et les dispositions relatives aux contrats afférents aux obligations financières. La question est alors de savoir si le droit commun sera ou non réceptif aux solutions dégagées en matière financière. Madame le Professeur M.-A. FRISON-ROCHE considère que le droit des marchés financiers est susceptible d'exercer une certaine influence sur le droit commun : « *Enfin, à l'intérieur même du droit de la régulation, les branches classiques du droit viennent s'appliquer, mais aussi se régénérer. Par exemple, la théorie générale processuelle a trouvé une nouvelle énergie lorsqu'il s'agit de dégager des modes équitables de fonctionnement des autorités de régulation. Ainsi, le droit des secteurs régulés est tout à la fois spécial, contaminant et promoteur de branches plus générales* »². Le droit commun de la cession de contrat se régènera-t-il à la lumière de l'article L. 211-37 du Code monétaire et financier ? La permanence de l'objet du système financier ainsi que l'accord des parties sont les conditions de la cession de contrat afférent aux obligations financières. Il convient désormais d'en présenter les effets.

B. Les effets du transfert volontaire d'un objet du système financier

353. **Plan.** Le transfert volontaire du contrat afférent aux obligations financières permet la transmission d'un objet du système financier : les obligations financières. Ce contrat est cédé avec ses accessoires en raison de l'effet translatif (1). La cession de contrat afférent aux obligations financières emporte des conséquences à l'égard de la notion de contrat et d'obligation. Il convient ainsi de présenter les implications de l'effet translatif à l'égard de l'objet cédé (2).

1. L'effet translatif

354. **Le rejet de l'effet novation de la cession de contrat afférent aux obligations financières.** La permanence de l'objet du système financier malgré la cession de contrat y afférent exclut la novation. L'effet novatoire est en contradiction avec l'effet recherché par la cession de contrat afférent aux obligations financières, car il est incompatible, dangereux et incohérent avec l'impératif de protection des marchés.

¹ Civ. 3^{ème}, 12 décembre 2001, arrêt préc.

² M.-A. FRISON-ROCHE, « La régulation, objet d'une branche de droit », *op. cit.* et *loc. cit.*

L'effet novatoire est incompatible avec l'impératif de protection des marchés.

L'effet novatoire de la cession de contrat afférent aux obligations financières est incompatible avec les objectifs poursuivis par la directive *Collateral*. À première vue, la novation ne présente pas un intérêt particulier, car elle entraîne l'extinction du rapport primitif et de ses accessoires. L'effet novatoire attaché à la cession d'un contrat afférent à des obligations financières entraînerait l'extinction du contrat de garantie financière. Il n'est pas concevable de penser qu'un dispositif mis en place pour la prévention et l'éradication du risque de système puisse, par l'effet de la cession de contrat, anéantir une garantie.

L'effet novatoire est dangereux. Selon Monsieur le Professeur L. AYNÈS, attribuer un effet novatoire à la cession de contrat ou encore retenir la création d'un nouveau lien de droit entre le cessionnaire et le cédé serait une situation « *dangereuse et contestable* »¹. L'effet novatoire présente deux dangers : le premier réside dans la disparition des sûretés, le second dans le sacrifice de la volonté des parties.

Premier danger : la disparition des sûretés. Le danger réside dans la disparition des sûretés constituées au profit ou par le cédé, antérieurement à la cession². En outre, le contrat de cession est opposable aux garants qui ne « *ne peuvent être « sacrifiés » sans raison valable* »³.

Second danger : la volonté des parties sacrifiée. L'effet novatoire contredit la volonté des parties en s'opposant à la continuité du contrat cédé. En écartant l'effet translatif, on considère alors que tout « *consentement serait nécessairement contractuel* »⁴. Cependant, l'auteur s'oppose rigoureusement à cette idée et retient que « *tout consentement n'est donc pas l'expression d'une volonté créatrice, pour celui qui le donne, de droit ou d'obligations* »⁵. La cession novatoire empêche une libération systématique du cédant, à défaut de stipulation

¹ L. AYNÈS, « Cession de contrat : nouvelles précisions sur le rôle du cédé », *op. cit.*, p. 25

² J. GHESTIN, J. MESTRE, E. PUTMAN et M. BILLIAU, *Droit commun des sûretés réelles*, LGDJ, coll. Traité, 1996, n° 371, p. 335-336 ; Ph. MALAURIE et L. AYNÈS, *Cours de droit civil, Les sûretés, La publicité foncière*, 8^{ème} éd., Cujas, 1997, n° 273 : « *la considération du débiteur est, au contraire, importante : sa solvabilité, notamment, dépend de l'issue du recours de la caution. Aussi, l'obligation de règlement ne survit-elle pas à un changement de débiteur* »

³ M. BILLIAU, « Le point sur la cession conventionnelle de contrat », *op. cit.*, n° 54, p. 46

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*

expresse¹. Monsieur le Professeur L. AYNÈS propose, pour éviter « *ces complications extrêmes* »², de retenir que le contrat est transmis, sans effet novatoire, c'est-à-dire sans création d'obligation nouvelle.

L'effet novatoire est incohérent avec la volonté de transmettre. Novation et transmission sont incompatibles : comment transmettre ce qui n'est plus ? En réalité, celui qui souhaite transmettre ne peut nover. Si la cession de contrat emporte la création d'un nouveau contrat, la transmission de position contractuelle³ est impossible. La cession d'un contrat financier avant l'échéance correspond à la transmission d'un aléa affectant la position ouverte sur le marché. En ce sens, la novation s'oppose à la réduction du risque. L'effet novatoire empêche le traitement du risque en raison de l'extinction des accessoires, autrement dit des garanties. Or, la garantie est une anticipation du risque d'inexécution de l'obligation. Il n'y a pas de nouveau contrat qui succède au premier, c'est le contrat lui-même qui est transmis. La cession de contrat afférent aux obligations financières emporte ainsi un effet translatif.

355. Les justifications de l'effet translatif de la cession de contrat afférent aux obligations financières. La reconnaissance de la cession translatrice de contrat afférent aux obligations financières est justifiée, d'une part, par l'absence de transposition des conditions de la cession de créance de droit commun et, d'autre part, par l'absence de création d'un nouveau contrat et le nécessaire maintien des accessoires.

Rejet de l'application de l'article 1690 du Code civil à la cession de contrat afférent aux obligations financières : le rejet de la conception dualiste. Si en matière financière comme en matière civile, la cession de créance est soumise, pour son opposabilité à des formalités, tel n'est pas le cas de la cession de contrat⁴. La cession de contrat n'est pas

¹ Com., 12 décembre 1995, n° 93-14.438, *Bull. civ. IV*, n° 294, p. 271. La Cour de cassation a retenu au sujet de la délégation que « *la seule acceptation par le créancier de la substitution d'un nouveau débiteur au premier, même si elle n'est assortie d'aucune réserve, n'implique pas, en l'absence de déclaration expresse, qu'il ait entendu décharger le débiteur originaire de sa dette.* ». Adde J. MESTRE, « La délégation parfaite suppose une claire décharge du débiteur originaire par le délégataire », *RTD civ.*, 1996, p. 617 ; D. MAZEAUD, « L'acceptation par le créancier de la substitution d'un nouveau débiteur, même assortie d'aucune réserve, n'implique pas, en l'absence de déclaration expresse, qu'il ait entendu décharger le débiteur originaire de sa dette », *D.*, 1996, p. 333

² *Ibid.*

³ M. BILLIAU, « Le point sur la cession conventionnelle de contrat », *op. cit.*, p. 46

⁴ L'art. L. 211-37 du C. mon. fin. subordonne l'opposabilité de la cession de créances afférentes aux obligations financières aux tiers à la simple notification de la cession au débiteur. La réforme de 2005, non contredite par l'ordonnance du 30 janvier 2009, réajuste la solution applicable aux obligations financières par rapport au droit

soumise aux formalités de l'article 1690 du Code civil. Ceci marque le rejet de la conception dualiste de la cession de contrat et l'accueil de sa conception unitaire.

La cession de contrat n'est pas soumise aux exigences de l'article 1690 du Code civil. La transposition des exigences contenues dans l'article 1690 du Code civil à la cession de contrat afférent aux obligations financières aurait abouti à la consécration de la vision dualiste du contrat, c'est la cession de la somme d'une créance et d'une dette. Le refus de transposer l'article 1690 du Code civil à la cession de contrat afférent aux obligations financières atteste d'une conception unitaire du contrat, rendant possible sa circulation et impliquant la reconnaissance de son effet translatif.

Le rejet de la conception dualiste et l'accueil de la conception unitaire de la cession de contrat. Le législateur prend position en matière financière : il rejette la vision dualiste en ne soumettant pas la cession de contrat afférent aux obligations financières aux exigences de l'article 1690 du Code civil. Ne pas appliquer l'article 1690 du Code civil à la cession de contrat revient, d'une part, à rejeter la vision dualiste du contrat et, d'autre part, à consacrer la conception unitaire et translative du mécanisme.

Le maintien des sûretés. L'effet translatif de la cession de contrat permet le maintien des accessoires, notamment des sûretés. Prenons un exemple illustrant l'utilité du maintien des accessoires : il peut s'agir d'un *put* ou d'un *call* dont le prix d'exercice est identique aux titres détenus. Tel est l'exemple de la couverture des titres la société « A », valant 100 par un *put* et un *call* de même prix d'exercice à 100. Un gage d'instrument financier sur ces titres est donné en garantie à la banque contrepartie. Les titres sont ensuite cédés et le cessionnaire entend céder concomitamment le bénéfice de cette couverture composée d'instruments financiers à terme corrélatifs. En ce cas, il paraît logique de maintenir la garantie au profit de la banque dans la mesure où celle-ci recevra livraison à terme des titres pour valeur initiale de 100, même si *in fine* ils ne valent plus que 10. L'effet translatif attaché à la cession de contrat afférent aux obligations permet le maintien des sûretés. Au-delà, la reconnaissance de l'effet translatif permet de s'interroger au sujet des implications de l'effet translatif.

commun, la formalité d'opposabilité étant très proche de celle prescrite par l'art. 1690 du C. civ. Néanmoins, des regrets sont peut-être à exprimer (P. PAILLER, *op. cit.*, n^{os} 162 et suiv., p. 176 et suiv.)

2. Les implications de l'effet translatif

356. **Présentation.** Il convient de présenter les implications de l'effet translatif attaché à la cession de contrat afférent aux obligations financières. D'une part, la finalité globale de l'opération économique supplante la personne qui en assure l'exécution. L'*intuitus personae* est alors écarté. Au-delà, l'*intuitus personae* n'exerce aucune espèce d'influence sur la cessibilité du contrat. L'*intuitus personae* est alors remplacé par l'*intuitus pecuniae*. Les concepts et notions traditionnels sont bouleversés. Par conséquent, les implications de la reconnaissance de l'effet translatif de la cession de contrat afférent aux obligations financières se manifestent d'une part, à l'égard de la personne du cocontractant (a) et, d'autre part, à l'égard de l'objet cédé (b).

357. **Première implication : le rejet de l'*intuitus personae*.** La conception classique ou subjective envisage le contrat comme un lien unissant deux ou plusieurs personnes ; alors que la conception objective considère que le contrat est un bien susceptible d'être cédé, comme tout autre élément du patrimoine. Si le contrat est envisagé comme un bien, il possède alors une valeur. Le contrat ne vaut que les obligations qu'il contient, c'est-à-dire le lien personnel qu'il crée. Autrement dit, « *la dette ne vaut que ce que le débiteur vaut* ». Dès lors, l'obligation contractuelle est teintée d'*intuitus personae*. L'*intuitus personae* est alors un obstacle à la cession de contrat qui peut avoir été conclu en raison du patrimoine du cocontractant¹. Mais en retenant une conception objective de l'*intuitus personae*, il devient un risque : « *le risque se conçoit alors comme l'éventualité d'un événement lié à l'opération et remettant en cause la finalité de cette opération.* »². La faveur étant donnée à la finalité contractuelle, notamment à la réalisation de l'opération économique, les personnes cocontractantes d'égales qualités deviennent alors fongibles entre elles³. Si « *l'intuitus personae ne joue pas un rôle déterminant dans la controverse relative à la cession de*

¹ M. CONTAMINE-RAYNAUD, *L'intuitus personae dans les contrats*, Thèse Paris II, 1974, n° 147, p. 204 : « *il est impossible de distinguer de façon absolue personne et patrimoine, le second n'étant que la représentation de la première.* » ; P. PAILLER, *op. cit.*, n° 149, p. 167 : « *En effet, si l'instrument financier à terme n'est pas conclu en raison des qualités subjectives de la personne, mais en considération de la solvabilité de cette dernière, dans les contrats à exécution successive la considération du patrimoine est en principe intuitu personae.* »

² D. KRAJESKI, « *L'intuitus personae et la cession de contrat* », *D.*, 2001, p. 1345

³ *Ibid.*

contrat », cela augmente la capacité de cession¹, s'agit-il encore véritablement de l'*intuitus personae* ; n'est-il pas plutôt question de l'*intuitus pecuniae* ? Pour ce qui est des obligations financières, l'*intuitus personae* n'intervient qu'indirectement : la qualité de la personne est appréhendée au travers des règles prudentielles auxquelles elle est soumise. La fongibilité des cocontractants est justifiée par leur soumission à des règles prudentielles. La première implication de l'effet translatif attaché à la cession de contrat afférent aux obligations financières est le rejet de l'*intuitus personae*, le second, quant à lui, est relatif à l'objet cédé : le contrat.

358. **Seconde implication : l'objectivation du contrat.** En droit des marchés financiers, la position contractuelle a une valeur. Le contrat n'est plus un lien, mais un bien cessible. La notion traditionnelle est alors dépassée et rénovée par la matière boursière.

Le contrat afférent aux obligations financières est un bien. L'étude du dispositif *Collateral* permet d'apporter un éclairage concernant la nature du contrat afférent aux obligations financières. Puisqu'il est cessible, ce contrat n'est plus un lien, mais un bien. La question de la qualification du contrat est à nouveau ouverte par le dispositif *Collateral*. Le contrat ne peut se résumer aux faces passives ou actives des obligations qu'il crée. En réalité, le contrat afférent aux obligations financières est un bien : il a une valeur patrimoniale et circule. La notion traditionnelle de contrat est aujourd'hui dépassée, il ne s'agit plus seulement d'un lien interpersonnel ; au contraire, le contrat peut être considéré « *comme une entité contractuelle, ensemble de droits, d'obligations et d'autres prérogatives [...] susceptible de se détacher de la personne des cocontractants ou de l'un d'eux, et d'être considéré de manière autonome, pour sa valeur économique, patrimoniale* »². La transmission du contrat n'est envisageable que si celle-ci porte sur le contrat lui-même, et non sur les obligations qu'il contient³. La valeur patrimoniale du contrat¹ a pu aboutir à une

¹ E. BAYER, « La propriété du contrat », *LPA*, 1^{er} mars 2006, p. 6 : « Partant, dès lors que le contrat conclu intuitu personae peut être amené à présenter une dimension objective, ce constat accroît d'autant la faculté de céder. »

² C. THIBIERGE-GUELFUCCI, « Libres propos sur la transformation du droit des contrats », *RTD civ.* 1997, p. 357, spéc. n° 8, p. 364. *Contra* : L. AYNÈS, *op. cit.*, n° 86, p. 71 ; Ch. LARROUMET, *Les opérations juridiques à trois personnes en droit privé*, Thèse Bordeaux, 1968, n° 87, p. 172 : « S'il est vrai que l'obligation s'est détachée de la personnalité des titulaires dans un rapport de droit pour se rattacher davantage au patrimoine et devenir, par la même, de plus en plus une valeur économique, soit positive, soit négative, selon qu'il s'agit d'une créance ou d'une dette, nous croyons, cependant, qu'il n'est pas juste de prétendre qu'elle s'est dépersonnalisée au point de pouvoir être considérée uniquement comme un élément du patrimoine. Elle est, avant tout, un lien entre deux individus, ou si l'on préfère, deux patrimoines ».

³ M. BILLIAU, « Le point sur la cession conventionnelle de contrat », *op. cit.*, p. 46

réification de celui-ci autorisant ainsi sa transmission. Une seconde conséquence doit être présentée dans le cadre de l'objectivation du contrat : la matière boursière rénove la notion.

La notion de contrat est renouvelée. La rénovation de la notion de contrat intervient sous l'impulsion du droit économique. Si la notion traditionnelle de contrat est dépassée à de multiples égards, celle-ci est aussi une « *catégorie impuissante en droit économique* »². En droit des marchés financiers³, tout comme plus largement en droit économique, la mise en œuvre du syllogisme juridique se révèle beaucoup plus ardue, en raison, notamment, du pragmatisme qui anime la matière⁴. Par ailleurs, le réalisme et le pragmatisme poussent à l'érosion des solutions traditionnelles de droit civil⁵. Le contrat, selon l'acception juridique, est ainsi subordonné au réalisme économique⁶, ce qui conduit inéluctablement à considérer que le contrat est un instrument économique ou encore un fait économique. Dans ce cadre, il n'est pas étonnant que le législateur européen conforte la tendance ainsi dégagée en évacuant tout formalisme en ce qui concerne le contrat de garantie financière, pour ne s'attacher qu'au régime juridique des effets que celui-ci produit sur le marché⁷. Ainsi, le contrat afférent aux obligations financières s'inscrit dans cette tendance plus large ce qui justifie que le législateur français fasse de la cession de contrat un principe dans le domaine. Cette tendance permet également de comprendre l'option choisie par le législateur français : le législateur ne vise

¹ L. AYNÈS, *op. cit.*, n° 74, p. 64 : « A l'opposé, il existe une conception unitaire de la cession de contrat ; le contrat est une « chose incorporelle », susceptible d'être aliénée comme n'importe quel élément du patrimoine, en vertu d'un acte de disposition unique. »

² Y. GUENZOU, *La notion d'accord en droit privé*, Thèse Cergy-Pontoise, 2007, Préf. C. HANNOUN, LGDJ, Biblio. de Droit privé, t. 502, 2009, n° 49 et suiv., p. 52 et suiv.

³ M.-A. FRISON ROCHE, « Esquisse d'une sociologie du droit boursier », *op. cit.*, n° 2, p. 457 et 458 : « Ce droit boursier mérite une approche sociologique en ce qu'il exprime dans ses contours les plus nets la constitution de ce que l'on appelle, d'une manière d'ailleurs controversée, le « droit économique », établissant un nouveau rapport entre le droit et son objet économique et social. »

⁴ Y. GUENZOU, *op. cit.*, n° 49, p. 53 : « En droit du marché, la technique juridique revêt en effet une coloration particulière : le rapport en la règle de droit et l'application à l'espèce semble considérablement plus tenu que dans un syllogisme ordinaire. L'on peut expliquer une telle proximité entre le droit et le fait par le pragmatisme certain de la matière. [...] Dès lors, le droit économique peut être perçu comme un droit qui échappe quelque peu aux civilistes, tant les réalités concrètes, dévoilées progressivement par la jurisprudence, vont faire office de référence : c'est dans le fait économique que le droit économique amorce son raisonnement. »

⁵ M.-A. FRISON ROCHE, « Esquisse d'une sociologie du droit boursier », *op. cit.*, n° 2, p. 457 et 458 : « Cela est particulièrement dénoncé par le droit public que le droit économique détruirait, en ce qu'il soumettrait l'État en méconnaissant sa spécificité ; c'est aussi vrai pour le droit boursier qui abîmerait le droit des sociétés mais aussi le droit civil. »

⁶ Y. GUENZOU, *op. cit.*, n° 60, p. 61 : « A la restriction imposée par le droit des contrats, le droit de la concurrence et le droit boursier ont préféré englober le maximum de situations, quitte à bannir toute forme de solennité, aussi implicites soient-elles : seul le contexte dans lequel le contrat est situé provoquera la réaction de l'ordre juridique. »

⁷ *Ibid.*, n° 62, p. 62 : « L'aspect téléologique de la règle de droit économique atteint ici son paroxysme : l'effet sur le marché est la seule raison d'être d'un tel droit. »

que les obligations financières pour permettre de déterminer les contrats cessibles. Ceci n'est pas étonnant pour autant qu'il s'inscrit dans cette propension plus large qui anime tout le droit économique : ce n'est pas tant le contrat qui intéresse l'opérateur et par suite le législateur, mais les effets qu'il produit sur le marché. Pour l'opérateur économique, ce n'est pas le contrat afférent aux obligations financières qui est déterminant, mais l'obligation financière elle-même. En d'autres termes, le point cardinal est l'effet de l'obligation qui démontre la place prépondérante de l'action sur l'acte¹. L'approche économique se traduisant par la réification du contrat n'est pas conforme à la vision traditionnelle et unitaire. La rénovation de la notion se manifeste par la pression qu'exerce l'économie sur le droit. Dans une certaine mesure, le consensualisme est rejeté, car il n'est plus un principe de formation systématique du contrat financier. Traditionnellement, le transfert de propriété s'opère *solo consensu*. L'opération de marché est caractérisée par l'absence de consensualisme, c'est-à-dire l'« *inexistence d'une rencontre de volontés au sens étymologique* »².

359. Synthèse. Objectivation, fongibilité, effet translatif : la valeur de la position contractuelle. L'effet translatif permet le maintien des garanties. Il s'agit d'une conséquence de l'objectivation de l'obligation financière. L'obligation financière n'est pas un lien entre deux personnes, mais un objet du patrimoine disposant d'une valeur.

Effet translatif et maintien des garanties. La prévention du risque de défaillance, objectif de la directive *Collateral*, impose d'attribuer à la cession de contrat afférent aux obligations financières un effet translatif. L'effet translatif de la cession de contrat permet la transmission des accessoires, c'est-à-dire des garanties. Le maintien des garanties est un effet protecteur des marchés. La protection des marchés est en somme toutes les façons pour parvenir à l'anticipation, la réduction ou encore l'éviction du risque crédit qui, en se propageant, se mue en un risque de système. Les solutions sont dictées en contemplation de cet impératif.

L'objectivation. L'objectivation de l'obligation financière est permise, car elle n'est plus un lien entre deux personnes, mais une valeur économique qui se manifeste par un solde. La valeur de la position contractuelle permet de dépasser le clivage des faces active et passive

¹ N. RONTCHEVSKY, *L'effet de l'obligation : essai sur la distinction entre l'objet et l'effet de l'obligation*, Thèse Paris II, 1998, *Economica*, 1999, n° 634, p. 334

² A.-C. MULLER, *op. cit.*, n°s 44 et suiv., p. 46 et suiv.

de l'obligation, en la réduisant à la différence résultant de la soustraction de l'une à l'autre. La face passive de l'obligation n'est plus un frein à la cession de l'instrument qui en est la source : le contrat.

La valeur. La valeur est le vecteur de réalisation de l'objectivation de l'obligation : des cocontractants de solvabilité égale assurée par leur soumission respective à des règles prudentielles rendent fongibles entre elles les positions contractuelles qu'ils détiennent. Sauf à confondre l'*intuitus personae* et l'*intuitus pecuniae*, la subjectivité avec l'objectivité ou encore d'insérer de l'objectivité des qualités financières dans la subjectivité de la personne du cocontractant, il est difficilement compréhensible de ne pas assimiler la cession de contrat à la substituabilité de débiteurs d'égale solvabilité¹. Ce ne sont pas les personnes qui intéressent le droit des marchés financiers, mais leur patrimoine, reflet de leur solvabilité. L'*intuitus pecuniae* est la manière la plus réaliste qui permet de révéler l'élément impulsif et déterminant du consentement à l'opération financière. Ainsi, la subjectivité n'est pas de nature à révéler le particularisme de la matière boursière. La protection du système financier par celle des marchés supplante l'*intuitus pecuniae* de l'opérateur. L'intérêt du marché surplombe non seulement l'*intuitus personae*, mais l'*intuitus pecuniae*. L'intérêt supérieur réside dans la protection des marchés et par suite du système financier. La réduction du risque crédit intervient par une technique translative et volontaire du contrat afférent aux obligations financières, mais aussi en raison de l'intervention du système de compensation multilatérale.

§2. La révocation unilatérale de la position à terme

360. **Présentation.** L'interposition de la chambre de compensation assure la liquidité des contrats financiers, notamment en permettant de révoquer unilatéralement la position ouverte sur un marché. La révocation unilatérale permise par l'interposition de la chambre de compensation est un mode de transfert des risques de l'opération de marché. La liquidité est permise parce qu'il s'agit d'une opération à terme, négociée sur un marché réglementé ou parce que les positions sont compensées par une chambre de compensation. En d'autres termes, la liquidité ne se conçoit qu'en raison de l'intervention de la chambre de compensation. La liquidité des conventions relatives aux obligations financières est assurée

¹ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 61, p. 175. *Contra* : 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) », *op. cit.*, p. 1519

par la contrepartie centrale du marché qui apparie les ordres et résulte d'une opération identique, mais de sens inverse : une contre-opération.

361. **La liquidité subordonnée à l'intervention de la chambre compensation.** La compensation des obligations financières présente certaines particularités lorsqu'il s'agit d'obligations financières relatives à des opérations sur contrats financiers enregistrées. L'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation rend liquide la position ouverte.

L'enregistrement. L'enregistrement est effectué dans les comptes de l'intermédiaire, ainsi que dans ceux de la chambre de compensation¹. L'affectation d'un contrat financier chez les adhérents correspond à « *l'opération par laquelle les adhérents enregistrent dans son propre système les opérations réalisées pour compte propre d'une part, et pour compte de tiers d'autre part* »². Il est essentiel que l'affectation dans le système de l'adhérent soit identique à celle qu'il déclare dans le système central de *LCH.Clearnet SA*. L'enregistrement par la chambre de compensation des transactions afférentes à des instruments financiers s'effectue au sein d'un « compte de position » ouvert par l'adhérent. Les « comptes de position » regroupent le « *total des positions clients, teneurs de marché et maison sur un produit donné (par contrat, échéance, série d'option), après compensation, par échéance sur les contrats fermes et par série sur les contrats d'options, des positions de sens inverse prises par un même donneur d'ordres* »³. Les positions de sens inverse peuvent être compensées par l'adhérent, si et seulement si, elles ont pour origine un même donneur d'ordres. Pour les transactions des membres non adhérents, elles sont transférées par la technique de « l'allocation »⁴. Cette technique peut être définie comme « *l'opération par laquelle une négociation réalisée au nom d'un membre de marché (l'allouant) est transférée à l'un autre membre (allocataires) après l'acceptation expresse de l'adhérent compensateur de l'allocataire* »⁵. Enfin, chaque compte de position correspond à un compte compensation permettant d'effectuer le calcul du dépôt de garantie qui doit être appelé par la chambre de compensation. L'opération comptable, la contre-opération par la prise de position identique, mais de sens inverse, permet la liquidité des positions ouvertes.

¹ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.*, n° 598-1, p. 541

² *Ibid.*

³ *Ibid.*

⁴ Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, V. « allocation »

⁵ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.*, n° 598-1, p. 542

La liquidité. La compensation des obligations financières présente certaines particularités lorsqu'il s'agit d'obligations financières relatives à des opérations sur contrats financiers. La liquidité est le principe économique qui permet la circulation des contrats financiers. La liquidité est la possibilité à la disposition de l'opérateur pour s'extraire rapidement du marché en trouvant une contrepartie¹, c'est-à-dire un opérateur possédant une position de même nature, mais de sens inverse. La liquidité nécessite que les contrats financiers soient fongibles entre eux. La fongibilité des contrats financiers est assurée par la standardisation². Cette fongibilité a pu pousser certains auteurs à utiliser la notion de négociabilité. Or, « *le droit financier n'a pas créé un contrat négociable* »³. Simplement, l'interposition de la chambre de compensation permet de conclure une contre-opération, c'est-à-dire une opération identique, mais de sens inverse, permettant de révoquer unilatéralement l'engagement à terme et de transférer le risque à une autre contrepartie.

362. **Le transfert des risques par la révocation unilatérale de l'engagement à terme.** Le titulaire d'une position ouverte sur un marché dispose de la possibilité de révoquer son engagement, notamment parce que l'évolution du cours lui est défavorable. Il peut révoquer son engagement, c'est-à-dire se dégager de ses obligations financières nées d'un contrat financier à terme ferme ou d'un contrat d'option. La cession de contrat afférent aux obligations financières⁴ ou la compensation extinctive des conventions relatives aux obligations financières⁵ correspondent à l'organisation de la cession de contrat du droit financier. Cela étant, le recours à la cession de contrat est critiquable, car un contrat financier n'est pas négociable. Cela explique que l'ordonnance de transposition de la directive *Collateral* fasse la distinction entre la cession de contrat afférent aux obligations financières et

¹ B. SOUSI-ROUBI, *op. cit.*, V° Liquidité : « *Qualité attachée un instrument financier ou à tout produit financier négocié sur un marché réglementé ou de gré à gré lorsque les offres et les demandes portant sur cet instrument ou produit financier trouvent rapidement leur contrepartie à un cours ne présentant pas un écart anormal par rapport au dernier cours de transaction.* » ; D. OHL, *op. cit.*, n° 17, p. 16 définit la liquidité comme « *l'aptitude à trouver rapidement une contrepartie à ceux qui souhaitaient désinvestir, sans que cette opération provoque un écart anormalement élevé de cours ou, à plus forte raison, un blocage du marché.* », P. PAILLER, *op. cit.*, n° 171, p. 185, « *La liquidité se définit comme la faculté offerte à un opérateur de trouver à tout moment une contrepartie lui permettant de sortir du marché.* »

² Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op.cit.*, n° 31, p. 33 : La standardisation peut s'entendre comme « *une condition de liquidité du marché, définie comme la possibilité d'entrer et de sortir d'un marché à un prix raisonnable, elle affecte les contrats à terme et les contrats d'option dont le contenu est prédéterminé par les entreprises de marché : les donneurs d'ordre n'ont aucune liberté à cet égard, sauf en matière de prix. Cette standardisation peut permettre d'opposer les marchés réglementés aux marchés non réglementés où des instruments sur mesure sont élaborés en fonction des besoins des investisseurs.* »

³ F. DRUMMOND, « *Le contrat comme instrument financier* », *op. cit.*, p. 669

⁴ Art. L. 211-37 du C. mon. fin.

⁵ Art. L. 211-36-1 du C. mon. fin.

la compensation des conventions relatives aux obligations financières. La transmissibilité des conventions relatives à des obligations financières nées d'une opération de marché s'opère par compensation. L'intervention de la chambre de compensation offre la possibilité à un intervenant qui a souscrit un contrat en tant qu'acheteur, d'en souscrire un autre identique en sens inverse, c'est-à-dire portant sur le même nombre de lot, la même échéance, mais en qualité de vendeur¹. L'exercice de cette faculté permet d'opérer un transfert des risques afférents à l'inexécution des obligations financières.

363. **Le transfert des risques confronté aux sphères de négociation.** L'impératif de réduction des risques concerne tant les opérations négociées sur un marché réglementé que les opérations conclues de gré à gré compensées par une contrepartie centrale. Cela étant, l'instrument de transfert des risques est différent selon la sphère de négociation.

L'impératif commun aux sphères de négociation : le transfert des risques. La réduction des risques concerne tant les marchés réglementés que les opérations conclues de gré à gré. La réduction des risques est un point commun entre les sphères de négociation révélée par le régime juridique des obligations financières. Le régime des obligations financières apparaît comme un régime unitaire et fédérateur traitant tant des instruments financiers négociés sur un marché réglementé, que des opérations conclues de gré à gré. La notion d'obligation financière permet, par son objectivation, de faire de l'intérêt économique final une priorité. Cette approche se fonde sur la nécessaire efficacité financière en surmontant, puis en écartant les difficultés concernant le « véhicule » support juridique de l'opération économique, pour se concentrer sur « l'essentiel financier » – le combien – reflété juridiquement par une obligation de payer ou de livrer qu'est l'obligation financière. Si l'on est tenté pour les besoins de la clarté de l'exposé de forcer le trait sur cette distinction, en réalité, économiquement, ces deux sphères ne sont pas étanches l'une envers l'autre. C'est pourquoi un risque affectant un marché réglementé peut se propager à la sphère contractuelle du pur gré à gré, parce qu'elle fonctionne par référence économique au cours. C'est la raison pour laquelle il convient de se réjouir de la réduction des risques par le mécanisme de la cession de contrat, car elle concerne la réduction des risques les opérations conclues de gré à gré.

¹ F. DRUMMOND, *op. cit.*, p. 670

La distinction de l'instrument relatif à la mise en œuvre de l'impératif de réduction des risques. Le législateur a pris soin de distinguer le contrat afférent aux obligations financières des conventions relatives aux obligations financières. Cette distinction reflète celle existant entre les marchés réglementés et les opérations conclues de gré à gré. Lorsque le législateur vise la cession de contrat ou de créance afférente aux obligations financières, il s'agit d'un contrat qui s'est formé par l'expression deux volontés, critère parfaitement absent sur les marchés réglementés. Ainsi la cession de contrat ou de créance afférente aux obligations financières concerne les opérations conclues de gré à gré. À l'inverse, parce que les consentements de détenteurs de position d'un instrument financier, spécifiquement d'un contrat financier, ne se sont jamais rencontrés, il n'est pas possible de parler rigoureusement d'un contrat. Sur un marché réglementé, ces contrats financiers sont en réalité des engagements unilatéraux non négociables qui circulent par la conclusion d'une opération parfaitement identique à la position initiale, mais de sens inverse. Cette faculté de se dégager à tout moment de sa position n'est envisageable qu'en raison de l'interposition de la chambre de compensation. La circulation des conventions relatives aux obligations financières sur un marché réglementé résulte de la compensation opérée par la chambre des positions identiques, mais de sens inverse d'un même intervenant. Par conséquent, le régime des obligations financières, parce qu'il traite des obligations et non de sa source, permet de traiter de la circulation des contrats et conventions afférents aux obligations financières, c'est-à-dire tant de la cessibilité que de la liquidité. La révocation unilatérale de la position à terme constitue un moyen lié au mécanisme de compensation multilatérale pour parvenir au transfert des risques.

Conclusion de la sous-section I

364. Le dispositif *Collateral* est un dispositif nécessaire, car il permet de traiter le risque d'inexécution des obligations financières, le risque crédit, en limitant par le transfert volontaire de la position contractuelle. La cession de contrat afférent aux obligations financières et la faculté de révoquer unilatéralement une position ouverte sur un marché permettent de limiter le risque crédit en le transférant.

365. D'une part, la cession de contrat afférent aux obligations financières permet la circulation du risque d'inexécution de l'obligation financière. Elle est soumise à deux conditions : d'une part, le maintien des caractéristiques de l'objet du système financier

transféré et, d'autre part, l'accord des parties. D'une part, le maintien des caractéristiques de l'objet du système financier cédé exige le maintien de l'objet et de la cause de l'obligation financière. D'autre part, les parties, le cédant et le cessionnaire, au contrat doivent consentir à la cession du contrat afférent aux obligations financières. Ce n'est que dans ces conditions que la force obligatoire peut être maintenue et que la cession peut être translatrice. L'effet translatif attaché à la cession de contrat afférent aux obligations financières permet le maintien des garanties consenties. Par ailleurs, le contrat afférent aux obligations financières est un bien en raison de la valeur patrimoniale de la position contractuelle. Le droit économique a transformé la notion traditionnelle de contrat en faisant de lui un instrument économique au service des opérateurs financiers.

366. D'autre part, la faculté ouverte à l'intermédiaire du système financier de révoquer unilatéralement sa position est une autre technique translatrice volontaire qui permet de limiter le risque crédit en le transférant. La limitation du risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières repose sur le système de compensation multilatérale, car il permet de mettre en œuvre la révocation unilatérale offerte à un intermédiaire financier, par la conclusion d'une opération identique, mais de sens inverse. L'exercice de cette faculté lui permet de ne plus être exposé au risque en le transférant à un autre. La limitation du risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières n'est pas le seul traitement offert par le dispositif *Collateral*. L'utilité du dispositif se justifie également par la réduction du risque crédit.

SOUS-SECTION II. LA RÉDUCTION DU RISQUE CRÉDIT

367. **Plan.** La réduction des risques est liée à l'intervention d'une contrepartie centrale. L'intervention de la chambre de compensation permet de réduire les risques. D'un côté, l'intervention de la chambre de compensation pour la compensation des positions relatives à une opération de marché se fonde sur la convention d'adhésion liant la chambre à l'adhérent compensateur. De l'autre, l'intervention de la chambre de compensation pour une opération conclue de gré à gré repose sur la volonté des parties ou sur l'obligation qui leur est faite d'y recourir qui se manifeste par la conclusion d'une convention. L'intervention de la chambre de compensation est réductrice des risques qu'il s'agisse d'une opération de marché (§1) ou d'une opération conclue de gré à gré compensée par une contrepartie centrale (§2).

§1. La finalité réductrice des risques afférents à une opération de marché de l'intervention de la contrepartie centrale

368. **Présentation : la compensation multilatérale de la contrepartie centrale du marché.** La compensation sur un marché peut être définie comme « *l'opération qui consiste à établir des soldes nets en instruments financiers et en numéraire, dus entre les membres du marché* »¹. Il s'agit d'une compensation multilatérale distincte de la compensation issue de l'article 1289 du Code civil. La fonction essentielle de la chambre de compensation est d'assurer « *le calcul des soldes nets d'instruments financiers et de numéraire dus quotidiennement entre les membres du marché au titre des opérations réalisées* »². Elle assure la surveillance des positions, l'appel de marges et la liquidation d'office des positions. Elle est chargée d'effectuer « *le règlement des espèces et la livraison des titres sur la base de soldes nets, après compensation des flux entre les différents membres du marché dont elle a la charge* »³. Son rôle consiste à enregistrer les transactions qu'elle devra, par la suite, compenser et à surveiller les engagements et les positions des adhérents. Les obligations financières sont compensées par une chambre de compensation⁴.

369. **Une compensation de risque.** L'intervention de la chambre de compensation est réductrice des risques de l'opération de marché enregistrée qui donne naissance aux obligations financières. C'est une technique comptable opérant par différence : il s'agit de la réduction à la plus petite somme due entre deux débiteurs réciproques. Par ailleurs, le système de compensation multilatérale est réducteur des risques, car il a une fonction liquidative, élusive des risques. La compensation peut être une compensation de paiement ou/et de risque. Alors que la compensation de paiement « *vise à simplifier le règlement d'opérations réciproques entre deux ou plusieurs parties* »⁵, la compensation de risque, quant à elle, « *permet à l'une des parties ayant procédé à une compensation de paiement de se prémunir contre le risque de défaillance de son cocontractant* »⁶. Il s'agit ainsi d'un mécanisme permettant de réduire les risques en raison des fonctions assignées au système de compensation multilatérale.

¹ F. AUCKENTHALER, *op. cit.*, n° 942, p. 354

² *Ibid.*, n° 752, p. 280

³ *Ibid.*, n° 756, p. 281

⁴ Art. L. 211-36 et L. 211-36-I du C. mon. fin.

⁵ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.*, n°587, p. 529

⁶ *Ibid.*

370. **Les fonctions comptable et liquidative du système de compensation multilatérale.**

Le système de compensation multilatérale a deux fonctions, une fonction comptable et une fonction liquidative, permettant la réduction des risques.

Première fonction : une fonction comptable réductrice des risques. La compensation, déchargée de sa signification juridique, est une soustraction. La chambre de compensation met en balance les soldes des comptes de chaque adhérent compensateur. Il s'agit d'un calcul : « *De prime abord, les opérations qui consistent à additionner tout ce que chacun doit recevoir, d'une part, et tout qu'il doit verser (livrer) d'autre part, puis à soustraire les sommes (ou quantités) globales résultants de ces deux additions, se présentent comme une opération arithmétique, purement comptables* »¹.

Seconde fonction : une fonction liquidative réductrice des risques de la compensation : l'apurement par l'affectation de l'actif au passif. En général, l'opération de liquidation est employée de manière autonome. En réalité, la liquidation se désarticule en deux autres étapes. Liquidier, c'est, d'une part, déterminer un solde et, d'autre part, régler ce solde. En effet, la liquidation désigne « *l'opération par laquelle on apure, règle et solde des comptes après en avoir déterminé le montant de manière définitive* »². La liquidation correspond à l'apurement du passif par l'affectation de l'actif. La compensation liquidative opérée par la chambre est une liquidation, car elle est un mode simplifié de règlement ou de livraison qui implique de déterminer un solde, c'est-à-dire d'effectuer un calcul. Le dénouement n'est pas à ce stade achevé puisqu'il convient encore pour le débiteur de régler le solde, c'est-à-dire d'exécuter l'obligation financière. L'intervention de la chambre de compensation a pour finalité de réduire les risques de l'opération de marché. Pour une opération financière conclue de gré à gré, les parties peuvent prévoir de recourir à une contrepartie centrale pour compenser leurs positions, ou plus récemment y être contraintes. De la même manière, l'intervention de la contrepartie centrale a pour finalité de réduire les risques.

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 368, p. 171

² Voc. Jur. Cornu, V° « liquidation »

§2. La finalité réductrice des risques d'une opération conclue de gré à gré et compensée par une contrepartie centrale

371. **Présentation.** La compensation des opérations conclues de gré à gré par une contrepartie centrale découle de la volonté des parties ou encore d'une obligation légale. Dans ces deux cas, le recours à une contrepartie centrale est conventionnellement organisé par une convention-cadre.

372. **Les mécanismes conventionnels réducteurs de risques : compensation et « super-compensation » conventionnelles.** À côté de la compensation bilatérale classique, le *Netting*, existe une « super compensation » conventionnelle : le *Global Netting*.

Le *Netting* ou la compensation bilatérale en application d'une seule convention-cadre : *Master Agreement*. Le *Netting* est « le mécanisme qui permet le calcul d'une créance unique, correspondant au solde net de l'ensemble des créances réciproques entre deux parties issues d'opérations sur instruments financiers régies par le règlement général du Conseil des marchés financiers ou par une convention-cadre et cela, nonobstant les dispositions du droit des procédures collectives »¹. Ainsi, le *Netting* « peut être entendu comme l'opération qui permet, après résiliation des opérations en cours, de dégager le solde de créances et de dettes résultant de transactions entre deux ou plusieurs contreparties, puis de les compenser »². Le *Payment Netting* est défini par l'ISDA comme le mécanisme visant à établir un solde unique des dettes exigibles et venant à échéance le même jour, dans une même devise³. Il s'agit de la « compensation légale, mais non d'ordre public, du Code civil, c'est-à-dire la réduction à leur différence de deux obligations réciproques de paiements libellés dans la même devise et venant à échéance le même jour »⁴. Le *Netting* est assimilable à une compensation légale bilatérale. Une fois que les positions ouvertes ont été liquidées, le solde de résiliation de chacune de parties est déterminé. C'est à ce moment que la compensation peut s'opérer. L'évaluation a permis de déterminer les dettes et créances réciproques, liquides, fongibles et exigibles. L'article 1290 du Code civil trouve donc à s'appliquer, sans besoin de le stipuler au

¹ F. AUCKENTHALER, « Le global netting : l'art. 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

² H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, « Marchés financiers : le défi de la transposition DSI », *op. cit.*, p. 83

³ ISDA, « *Payment netting reduces payments due on the same date and in the same currency to a single net payment* » ; www.isda.org, n°29

⁴ A. CAILLEMER DU FERRAGE, « *Close-out netting et faillites internationales* », *op. cit.*, spéc. n° 10

sein de la convention-cadre¹. La compensation bilatérale répond aux conditions de l'article 1289 du Code civil et permet au créancier d'être payé par préférence², ce en quoi certains auteurs parlent de quasi-sûreté. La compensation et des dettes et créances existantes entre les parties est réductrice des risques de l'opération financière, car les parties peuvent être liées par d'autres conventions-cadres et d'autres dettes réciproques peuvent exister entre elles. Dans ce cas, un *Master Master Agreement* peut être conclu afin de dégager un solde unique.

La « super compensation » : le *Master Master Agreement* optionnel pour dégager le solde unique. Il convient de définir le *Global Netting* avant d'envisager ses conditions de mise en œuvre.

Global Netting : pluralité de soldes, pluralité de risques. La compensation multilatérale ou le *Global Netting* vise la compensation des soldes intermédiaires dégagés en application de différentes conventions-cadres. Il s'agit de la compensation des dettes et créances du principal avec celles de l'accessoire, autrement dit de la compensation entre le solde net de compensation et l'obligation de restitution. La résiliation-compensation peut concerner plusieurs conventions-cadres. Dans ce cas, plusieurs soldes de compensation existent. L'existence d'une pluralité de solde accroît le risque de contrepartie. Le *Global Netting* permet de compenser les soldes dégagés en application de différentes conventions-cadres³. Il présente de nombreux avantages, car il permet de réduire le nombre de règlements interbancaires, de limiter le risque de contrepartie et, en particulier, de limiter « *le risque réciproque des parties au montant du solde net, et non à la somme de leurs engagements*

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 467, p. 230

² G. DUBOC, *La compensation et le droit des tiers*, Thèse Nice, 1987, Préf. J.-L. Mouralis, LGDJ, Biblio. de Droit privé, t. 202, 1989 ; R. MENDEGRIS, *La nature juridique de la compensation*, Thèse Grenoble, 1967, Préf. P. Catala LGDJ, Biblio. de Droit privé, t. 62, 1989 ; H. NICHET, *Du jeu de la compensation dans les rapports des créanciers et des débiteurs*, Thèse Montpellier, 1934 ; N.-C. NDOKO, « Les mystères de la compensation », *RTD civ.*, 1991, p. 661

³ Art. 29 de la loi du 15 mai 2001 disposait « *S'il existe deux conventions-cadres ou plus entre les parties, celles-ci – pour autant que ces parties soient des établissements de crédit, une entreprise d'investissement, une institution visée à l'art. L. 518-1 ou un établissement non résident ayant un statut comparable – peuvent les lier entre elles en sorte que les soldes résultant de la compensation qui viendrait à être effectuée pour chaque convention-cadre conformément à l'al. précédent fassent à leur tour l'objet d'une compensation entre eux* » ; in F. AUCKENTHALER, « Le global netting : l'art. L. 431-7 du Code monétaire et financier modifié par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques », *op. cit.*, p. 1669

récioproques »¹. Ces avantages ne sont envisageables que si ces conventions-cadres sont liées entre elles.

Global Netting : mise en œuvre subordonnée à l'existence d'un cas de défaut. Les conventions de globalisation ou les conventions-chapeau, autrement dénommées *Master Master Agreements* ont pour objet « *d'organiser la compensation des soldes de résiliation issus de plusieurs conventions-cadres en cas de survenance d'un cas de résiliation anticipée* »². La convention de globalisation et de compensation³ n'a vocation à s'appliquer qu'en présence d'un cas de défaut, autrement dit en présence d'une défaillance contractuelle ou encore d'un cas d'insolvabilité. La compensation des différents soldes dégagés en application de plusieurs conventions-cadres, par la mise en œuvre d'un *Master Master Agreement*, est subordonnée à l'existence d'un cas de défaut. Mais rien n'exclut qu'une telle convention-chapeau puisse être conclue pour ménager la simplification des paiements. La liberté contractuelle n'exclut pas qu'une convention-chapeau puisse être conclue, sans que sa mise en œuvre ne soit subordonnée à l'existence d'un cas de défaut. Cela étant, les conventions-cadres chapeau constituent un instrument curatif en présence d'un cas de défaut. Il ne s'agit plus d'un mode normal de dénouement des opérations, mais d'un mode de dénouement forcé. La compensation permet de réduire les risques, non plus simplement en raison de son propre système, mais en raison de la faculté de révocation unilatérale qu'elle offre. Le *Global Netting* est une prévision contractuelle qui doit être mise en œuvre en présence d'un cas de défaut. La mise en œuvre de cette « super compensation » correspond alors à un mode de gestion des risques par leur éviction entrant dans le cadre du traitement des risques par leur éviction.

Conclusion de la sous-section II

373. Le traitement des risques afférents à l'inexécution des obligations financières est une nécessité, car elle permet de limiter le risque crédit en le réduisant. Le traitement nécessaire des risques de l'opération de marché repose sur la réduction du risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières qui s'appuie sur le système de compensation multilatérale. Le rôle réducteur des risques de la contrepartie centrale est justifié par ses

¹ *Ibid.*

² A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 470, p. 232

³ Convention de globalisation et de compensation FBF, 2 mai 2002

fonctions comptable et liquidative et concerne tant les opérations négociées sur un marché réglementé que celles conclues de gré à gré et compensées par une contrepartie centrale.

Conclusion de la section I

374. Le traitement des risques afférents à l'inexécution des obligations financières est une nécessité, car elle permet de limiter le risque crédit. La limitation du risque crédit repose, d'une part, sur un mécanisme de transfert du risque et, d'autre part, sur un mécanisme réducteur du risque.

375. D'abord, le traitement nécessaire des risques de l'opération de marché repose sur la limitation du risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières. La limitation du risque crédit est possible grâce aux techniques translatives et volontaires de risque qui se manifeste soit par la cession de contrat afférent aux obligations financières, soit par l'exercice de la faculté de révoquer unilatéralement la position. L'exercice de cette faculté est mis en œuvre par la conclusion d'une opération identique, mais de sens inverse. Le risque circule par la cession volontaire d'une des sources de l'obligation financière. Cette technique repose sur l'approche objective de l'obligation financière permettant d'attribuer une valeur à la position contractuelle.

376. Ensuite, le traitement nécessaire des risques de l'opération de marché repose sur la réduction du risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières. La réduction du risque crédit s'appuie sur le système de compensation multilatérale. Le rôle réducteur du risque crédit, relatif à l'inexécution des obligations financières, de la chambre de compensation est justifié par ses fonctions comptable et liquidative et concerne tant les opérations négociées sur un marché réglementé que celles conclues de gré à gré et compensées par une contrepartie centrale.

SECTION II. L'ÉVICTION DU RISQUE CRÉDIT

377. **Plan.** Le nécessaire traitement des risques implique tantôt une éviction préventive du risque, tantôt une éviction curative du risque. D'abord, l'éviction préventive du risque est une nécessité pour accéder et se maintenir sur le marché (**SOUS-SECTION I**). Comme le marché

doit être protégé et comme le marché est lui-même source de risques¹, alors il ne faut pas adjoindre au risque de marché un autre risque qui émane des intervenants, le risque de contrepartie. L'opérateur peut alors accéder et se maintenir sur le marché parce son risque de défaillance est temporairement évincé. Si malgré tout, cet opérateur est défaillant, alors il doit être évincé définitivement. Par conséquent, pour éviter la propagation du risque crédit, le risque survenu doit être définitivement évincé (**SOUS-SECTION II**).

SOUS-SECTION I. L'ÉVICTION PRÉVENTIVE DU RISQUE CRÉDIT

378. **Plan.** L'éviction préventive du risque crédit est un traitement nécessaire des risques de l'opération de marché. Pour que la transaction à terme puisse devenir une opération à terme, l'enregistrement auprès de la chambre est nécessaire et subordonné à la fourniture de la couverture. Autrement dit, une position à terme ne saurait être ouverte sur un marché sans être couverte par un contrat de garantie financière. D'abord, le contrat de garantie financière constitue ainsi l'instrument juridique nécessaire au traitement préventif des risques de l'opération de marché (§1). Consécutivement à l'enregistrement de la transaction à terme par la chambre de compensation, l'opérateur doit s'acquitter quotidiennement des marges, autrement dit exécuter une obligation financière. Ensuite, l'exécution des obligations financières que sont les marges permet une éviction préventive, car quotidienne, des risques de l'opération de marché. (§2).

§1. L'éviction préventive du risque crédit permise par la garantie financière

379. **Plan.** Le dépôt initial de garantie est un contrat de garantie financière. Ce contrat de garantie financière est l'instrument juridique au service de l'éviction temporaire du risque crédit (A). Il convient de replacer le contrat de garantie financière dans une perspective plus large : il a vocation à couvrir le risque d'inexécution des obligations financières nées d'une opération de finance de marché. En ce sens, nous démontrons que la conclusion de cette garantie présente un intérêt fonctionnel pour les marchés (B).

¹ A.-C. MULLER, « Aléa et marchés financiers », *op. cit.*, p. 75 : « L'aléa boursier peut se définir comme l'incertitude sur le cours d'un actif financier.[...] Il est classique d'énoncer que l'aléa n'a pas d'existence en dehors du champ contractuel. Les marchés financiers fournissent une parfaite illustration de ce principe puisque les investisseurs ne peuvent se plaindre de l'aléa boursier. »

A. L'instrument juridique

380. **Présentation.** Depuis la loi de séparation et de régulation des activités bancaires¹, le dépôt initial de garantie fourni en exécution de l'obligation de couverture est un contrat de garantie financière². Il convient de présenter l'obligation de couverture, c'est-à-dire sa définition, sa source et son objet, avant de discuter de sa nature et sa fonction.

381. **L'obligation de couverture.** La présentation de l'obligation de couverture invite à fournir une définition, à identifier sa source et à présenter son objet.

Définition. Généralement, lorsqu'on emploie l'expression « obligation de couverture », on vise indistinctement le dépôt initial de garantie, mais aussi le versement périodique qu'il implique, à savoir les marges correspondant à l'écart de cours³. La couverture entendue ici vise strictement le dépôt initial de garantie. Ce dépôt initial de garantie est défini comme 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* »⁴.

Les sources de l'obligation de couverture. Sur les marchés réglementés ou organisés dont les opérations sont compensées par une chambre de compensation, la couverture fait l'objet de dispositions légales et réglementaires. L'ancien article L. 440-7 alinéa 1 du Code monétaire et financier prévoit que « *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 ces adhérents auprès d'une telle chambre en couverture ou*

¹ Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, *JO*, n° 0173, 27 juillet 2013, p. 12530

² Art. L. 440-7 du C. mon. fin.

³ Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, V° « couverture » ; P. PAILLER, *op. cit.*, n° 34, p. 376 : « *L'obligation de couverture est composée de deux éléments : un dépôt initial de garantie, auquel s'ajoutent des versements périodiques, les marges, calculées à partir de l'écart qui se crée quotidiennement entre deux cours.* » ; A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 351, p. 219 : « *En plus des obligations de règlement et de livraison, l'opération à terme donne naissance à une obligation préliminaire, l'obligation de constituer un dépôt de garantie, ainsi qu'une obligation liminaire, celle de régler les marges. Toutes deux sont liées au fait que l'opération à terme s'inscrit par définition dans la durée et que le cours des actifs sous-jacents peut subir d'importantes variations entre la date de négociation et la date de dénouement de la position, ce qui augmente le risque de défaillance des intervenants. Ces obligations sont généralement englobées sous l'appellation de couverture.* »

⁴ Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, V° « dépôt de garantie »

garantie des positions prises sur des instruments financiers prennent la forme d'une garantie financière prévue à l'article L. 211-38 ou de toute autre forme prévue par les règles de fonctionnement. ». La couverture est appelée par les adhérents compensateurs auprès des membres négociateurs¹. L'obligation de couverture peut parfois être qualifiée d'obligation réglementaire de couverture². Néanmoins, rien n'empêche de contractualiser une obligation réglementaire, c'est-à-dire de mettre à la charge de l'adhérent compensateur, par le biais d'une stipulation contractuelle, l'obligation d'appeler la couverture³.

Objet de l'obligation de couverture. L'obligation de couverture correspond à des dépôts effectués en pleine propriété, le plus souvent d'actifs, d'espèces ou de titres, dans un premier temps, en garantie d'une position prise sur un marché d'instruments financiers, dans un second temps, aux fins de règlement du solde débiteur établi lors de la liquidation d'office des positions ou de toute somme due⁴. C'est un préalable essentiel⁵. Pour ce qui est du *quantum*, la couverture fournie doit être au moins égale à 20 % des positions candidates à l'enregistrement⁶. Il s'agit d'un pourcentage minimum qui est susceptible d'être supérieur en raison de la position et de l'actif remis en couverture, notamment eu égard à sa liquidité. La sécurité des marchés et la prévention du risque de défaillance des intervenants peuvent justifier que la chambre exige un dépôt supplémentaire, notamment si l'actif transféré à titre de garantie s'est dévalué⁷. L'aliénation fiduciaire est en soi une garantie supérieure, dès lors qu'en cas de défaillance les dépôts effectués à titre de garantie sont acquis à hauteur de la créance détenue sur le constituant. La nature de l'obligation de couverture a été débattue. Cela étant, la loi de séparation et de régulation des activités bancaires⁸ est intervenue pour clore le débat.

¹ Art. 4.2.0.1 et Art. 4.2.0.6 al. 1 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearent SA* et art. 541-23 du RG AMF

² P. PAILLER, *op. cit.*, n^{os} 357 et suiv., p. 416 et suiv.

³ *Ibid.*

⁴ Art. L. 440-7 du C. mon. fin.

⁵ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n^o 631, p. 279 : « Cette couverture, remise préalablement à la transmission de l'ordre sur le marché, est qualifiée de « dépôt de garantie ». » ; A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n^o 351, p. 219 : « En plus des obligations de règlement et de livraison, l'opération à terme donne naissance à une obligation préliminaire, l'obligation de constituer un dépôt de garantie [...] »

⁶ Art. 516-4 al. 2 du RG AMF

⁷ Art. 4.2.0.4 et 4.2.0.6 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearent SA* et art. 515-16 du RG AMF. Plus spécialement pour l'OSRD, art. 516-10 du RG AMF

⁸ Loi n^o 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, préc.

382. **La nature du dépôt initial de garantie.** La doctrine, de manière assez unanime, qualifie le dépôt initial de garantie¹, de remise d'une sûreté boursière² plus spécifiquement de propriété-sûreté³, de transfert en pleine propriété à titre de garantie⁴. Il s'agit en réalité d'une aliénation fiduciaire⁵. La loi de séparation et de régulation des activités bancaires a mis un terme à ces discussions en retenant que le dépôt initial de garantie est un contrat de garantie financière. Le caractère temporaire du transfert de propriété est un mécanisme emprunté aux sûretés : la fiducie. En cas de défaillance, le transfert de propriété est consolidé. À l'inverse, si les obligations garanties ont été correctement exécutées, le bénéficiaire de la garantie est tenu de restituer les actifs transférés. Ainsi, le dépôt initial de garantie est un contrat de garantie financière⁶ ; il convient d'en présenter la fonction.

383. **La fonction de l'obligation de couverture.** Dès lors que les dettes et créances de l'obligation garantie et de la garantie se compensent entre elles, la question est alors de savoir si le dépôt initial de garantie opère ou non un paiement anticipé de l'obligation garantie. Il convient d'exclure la fonction de paiement anticipé par le dépôt initial de garantie de l'obligation garantie. Le dépôt initial de garantie envisagé comme un paiement anticipé est une approche qui est désormais exclue⁷.

L'exclusion d'un paiement anticipé par la remise ou le transfert du dépôt initial de garantie. Il n'est pas possible de concevoir le dépôt de garantie initial comme un paiement anticipé pour plusieurs raisons. D'abord, il convient de rejeter l'assimilation du dépôt de garantie initial à un paiement anticipé parce que le prestataire de services d'investissement est toujours tenu, en principe, de le restituer⁸. La remise ou le transfert des actifs constituant l'assiette du dépôt initial de garantie est effectuée à titre temporaire. Ce transfert de propriété n'est définitif qu'en cas de défaillance du constituant. Ensuite, il convient de rejeter les

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 120, p. 109 : « La nature de garantie reconnue à la couverture permet également de soutenir que la couverture constitue une condition de validité de l'engagement à terme. » ;

² S. PRAICHEUX, *op. cit.*, n° 456, p. 295

³ *Ibid.*, n°s 346 et suiv., p. 226 et suiv., spéc. n° 349, p. 230

⁴ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 660, p. 293

⁵ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n°s 721 et suiv., p. 499 et suiv. ; T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 902, p. 707 ; D. ROBINE, *op. cit.*, n°s 588 et suiv., p. 332 et suiv. ; H. de VAUPLANE, « La couverture des opérations de bourse : une sûreté hybride », RDBB, nov.-déc. 1998, p. 197, spéc. p. 201 ; S. AGBAYISSAH, « Le transfert de propriété à titre de garantie sur les marchés réglementés », *JCP E*, 1996, n° 603, p. 472 ; A. GAUDEMET, *Les dérivés*, n°s 353 et suiv., p. 171 et suiv. ; A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 360, p. 225

⁶ Art. L. 440-7 du C. mon. fin.

⁷ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 370, p. 412

⁸ L. AYNÈS, P. CROCQ, *op. cit.*, n° 505, p. 212 ; I. RIASSETTO, *op. cit.*, n°s 603 et suiv., p. 423 et suiv.

arguments en faveur de cette qualification selon laquelle la naissance de la dette serait affectée d'une condition suspensive ce qui implique que la dette soit née au jour du versement, c'est-à-dire au jour de la production de l'ordre sur le marché. Or, en l'absence de contrepartie, la dette ne peut pas être née¹. Le dépôt de garantie n'est pas un paiement anticipé de manière générale, idée confortée par l'étude du régime du contrat de garantie financière.

L'exclusion d'un paiement anticipé par la remise ou le transfert du dépôt initial de garantie étayée par la directive *Collateral*. Le dépôt initial de garantie est un contrat de garantie financière. D'abord, dans le cadre du contrat de garantie financière, pèse sur le bénéficiaire une obligation de restitution dans deux cas : l'exécution des obligations financières sans réutilisation par le bénéficiaire et en cas de réutilisation par le bénéficiaire. En l'absence d'exercice du droit *re-use*, le contrat de garantie financière est devenu sans objet, dès lors que les obligations financières ont été exécutées. L'accessoire suit le sort du principal. Si le droit de *re-use* a été exercé par le bénéficiaire, il doit restituer des biens ou droits équivalents au le garant. Le transfert de propriété des actifs remis en garantie n'est définitif qu'en cas de défaillance. Ensuite, il convient de rejeter la théorie selon laquelle le dépôt initial de garantie est un paiement anticipé, car il n'y a de dette qu'envers la chambre de compensation en application de la thèse de l'existence de deux contrats symétriques de sens inverse envers la chambre. Au stade de la formation, aucun appariement n'est intervenu et aucune contrepartie n'a été encore été déterminée par la chambre. Au stade de l'exécution, le raisonnement s'inverse en raison de la compensation des dettes créances afférentes aux obligations financières et au contrat de garantie financière². Au stade de la formation de l'opération, le dépôt initial de garantie n'est pas un paiement anticipé, mais une aliénation-fiduciaire. Il convient de présenter les finalités de l'éviction temporaire du risque crédit par la garantie des obligations financières.

B. Les finalités

384. **Plan.** L'éviction temporaire du risque crédit est permise par la garantie des obligations financières. La finalité globale est la protection du système financier. D'une part, la protection du système financier implique de préserver les marchés des conséquences de la défaillance des opérateurs et, d'autre part, de sélectionner les intervenants. La première finalité poursuivie

¹ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 634, p. 446

² *Supra* n° 149

est de prévenir le risque de défaillance de l'opérateur et d'éviter que la survenance de ce risque ne se propage et se mue en risque de système (1). La seconde finalité poursuivie est de protéger l'accès au marché (2).

1. La prévention du risque de défaillance

385. **Présentation.** La couverture s'inscrit dans un mécanisme collectif de protection du système financier. À compter de l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation, celle-ci est tenue de garantir la bonne fin des opérations. La couverture peut être envisagée comme une contre-garantie de la garantie de bonne fin. Cela signifie que le contrat de garantie financière est une contre-garantie de la garantie de bonne fin. Chacune de ces garanties a pour finalité de protéger le système financier du risque de défaillance des intervenants de marché.

386. **Prévention de la défaillance des intervenants permise par le contrat de garantie financière.** L'obligation de fournir la couverture est justifiée par le risque de défaillance des intervenants¹ : la chambre se prémunit de la défaillance de ses adhérents compensateurs qui, eux à leur tour, se prémunissent contre la défaillance de leur client. Ce dépôt de garantie effectué vise à couvrir le règlement du solde débiteur constaté lors de la liquidation d'office des positions et toute autre somme due soit au prestataire, à l'adhérent, ou à la chambre elle-même². Le contrat de garantie financière peut être conçu comme une contre-garantie de la garantie de bonne fin des opérations consentie par la chambre. De la même manière, garantie et contre-garantie poursuivent une finalité protectrice commune.

387. **Prévention de la défaillance des intervenants permise par la contre-garantie de la garantie de bonne fin.** La finalité protectrice de la couverture justifie l'une des qualifications retenues. La couverture peut être envisagée comme une contre-garantie de la garantie de bonne fin due par la chambre de compensation. La contre-garantie a pour objet de protéger le garant contre le risque d'insolvabilité du débiteur, ce qui veut dire que la couverture a pour objet de protéger la chambre de l'insolvabilité de son adhérent compensateur et ainsi de suite jusqu'au donneur d'ordres.

¹ I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 537, p. 381

² Art. L. 440-7 du C. mon. fin.

La garantie de bonne fin ni juxtaposée, ni superposée, ni adossée, ni subordonnée à la garantie financière. Le particularisme de la couverture est qu'il ne s'agit ni d'une contre-garantie juxtaposée, ni superposée, ni adossée, ni subordonnée.

Premièrement, la juxtaposition ne permet pas de rendre compte du lien entre la couverture et la bonne fin dès lors qu'elle « *ne se présente pas sur la même ligne que la garantie émise en couverture du contrat principal, mais intervient dans un second temps par rapport à celle-ci* »¹, raison pour laquelle on l'appelle garantie de second rang.

Deuxièmement, la superposition ne caractérise pas la situation non plus : en pareil cas, il s'agit « *d'une combinaison de garanties juxtaposées, la seconde garantie n'étant pas émise pour couvrir la même dette que le premier cautionnement, mais pour garantir l'engagement accessoire pris par la première caution* »². Le cautionnement est exclu puisque le dépôt initial de garantie est un contrat de garantie financière qui est une garantie réelle.

Troisièmement, la couverture n'est pas non plus adossée puisque, « *dans ce montage, la banque chargée d'émettre la garantie de bonne exécution pour le compte du vendeur au profit du sous-acquéreur reste totalement étranger à la garantie que ce vendeur pourrait lui-même recevoir de son propre fournisseur, dont il ne peut se couvrir contre les risques attachés à son propre engagement* »³.

Quatrièmement, la garantie subordonnée est une locution réservée au contrat de sous-traitance internationale⁴. Ces qualifications ne sont pas à même de révéler le lien entre la couverture et la bonne fin.

Le lien structurel entre la garantie financière et la garantie de bonne fin. En réalité, le lien entre la couverture et la garantie de bonne fin est structurellement, mais pas juridiquement, conditionnel⁵. La couverture conditionne la bonne fin dès lors que la

¹ C. HOUIN-BRESSAND, *op. cit.*, n° 21, p. 26

² *Ibid.*, n° 46, p. 43

³ *Ibid.*, n° 53, p. 50

⁴ C. HOUIN-BRESSAND, *op. cit.*, n° 60, p. 55

⁵ Bien évidemment, il ne s'agit pas de la condition suspensive au sens du droit commun mais d'une condition structurelle, c'est-à-dire liée aux mécanismes de marché. V. sur ce point P. PAILLER, *op. cit.*, n° 354 p. 395 : « *L'obligation de couverture ne constitue pas une condition suspensive de l'engagement : l'existence et*

couverture est envisagée comme une condition d'enregistrement de la transaction et que la bonne fin est consécutive à cet enregistrement. Ces deux garanties ne sont pas consubstantielles¹. En effet, garantie de bonne fin et couverture sont liées structurellement ce qui aboutit à conditionner indirectement la première à la seconde, autrement dit la conclusion d'un contrat de garantie financière, c'est-à-dire la fourniture du dépôt initial de garantie est une condition de la garantie de bonne fin de la chambre de compensation. L'éviction temporaire du risque crédit permise par la garantie des obligations financières a pour but de protéger le marché du risque de défaillance de ses intervenants, mais aussi de protéger le marché en conditionnant son accès à la conclusion de la garantie financière.

2. La protection de l'accès au marché

388. **Présentation.** Nous démontrons que la conclusion d'un contrat de garantie financière a pour finalité de protéger le marché en sélectionnant les intervenants qui y ont accès. D'abord, la fourniture de la couverture, c'est-à-dire la conclusion du contrat de garantie financière est une condition de passation de l'ordre et d'enregistrement de la transaction. Ensuite, nous soutenons que la conclusion de ce contrat de garantie financière est une condition d'existence de l'opération de marché. Cette thèse est justifiée par la sanction du défaut d'appel de la couverture et par le dispositif *Collateral*. Enfin, nous présentons les conséquences ainsi que l'intérêt de la qualification de la couverture telle une condition d'existence de l'opération de marché.

389. **La couverture : une condition de passation de l'ordre et d'enregistrement de la transaction.** Si la fourniture de la couverture conditionne la passation de l'ordre et l'enregistrement de la transaction, elle conditionne alors l'opération de marché dès lors qu'elle est versée successivement.

Condition de passation de l'ordre. L'article 516-15 du règlement général de l'AMF prévoit que « *le prestataire de services d'investissement qui reçoit un ordre destiné à être*

l'exigibilité des créances de livraison et de paiement ne dépendent pas de l'exécution de l'obligation de couverture ; au contraire, l'absence de réalisation de cette condition provoque la liquidation des créances. »

¹ *Ibid.*, n° 348, p. 387 : « *Si la garantie de bonne fin, garantie supplétive et subsidiaire sur les marchés à terme, est en pratique une contre-garantie par les versements en couverture, ces derniers ne sont pas réductibles à ce rôle de contre-garantie. Garantie de bonne fin et obligation de couverture ne sont pas consubstantielles : en réalité, l'obligation de couverture est structurellement indissociable de l'engagement à terme, peu importe que la garantie de bonne fin existe ou non. »*

exécuté sur un marché réglementé d'instruments financiers à terme ne peut accepter cet ordre que s'il obtient du donneur d'ordre la constitution d'une couverture, soit dans ses livres, soit dans les livres du teneur de compte conservateur s'il n'assume pas lui-même cette fonction ». Cela signifie que le prestataire de services d'investissements est, non seulement, tenu d'appeler la couverture, mais que ce dépôt de garantie est également une condition « d'acceptation de l'ordre ». La couverture est ainsi exigée entre le donneur d'ordres¹ et le membre de marché.

Condition de l'enregistrement de la transaction à terme. Au stade de l'enregistrement, la couverture doit être appelée par l'adhérent compensateur². Si la question ne fait aujourd'hui plus aucun doute, elle a pu alimenter les débats doctrinaux³. Plusieurs arguments plaident à la faveur d'une condition de validité constituée par la fourniture de la couverture antérieurement à l'enregistrement. Avant l'enregistrement, si la couverture n'est pas fournie, la passation de l'ordre n'est pas envisageable ; après l'enregistrement, si la couverture n'est pas maintenue, les positions sont liquidées d'office. La couverture est ainsi « le prix à payer » pour avoir accès au marché à terme⁴.

Une garantie versée successivement. La couverture est exigée successivement : entre le donneur d'ordres et le membre de marché, entre le membre de marché et l'adhérent compensateur et entre l'adhérent compensateur et la chambre. Dès lors que l'engagement à terme présente un risque particulier, notamment lié à l'écoulement du temps⁵, chacun des intermédiaires à qui l'exécution pourra être demandée est tenu de verser la couverture. Si la couverture est une condition de passation de l'ordre et d'enregistrement de la transaction, il convient de déterminer la nature de cette condition. La couverture est une condition d'existence de l'opération de marché.

¹ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n^{os} 627 et suiv., p. 277 et suiv., spéc. n^{os} 627 et 629, p. 277 et 278 : « Lors de la création des marchés à terme, l'obligation de couverture ne pesait que sur les donneurs d'ordre, c'est-à-dire les opérateurs. [...] La couverture doit être exigée à l'occasion de toute opération sur instrument financier à terme (par le prestataire qui a reçu l'ordre ou l'adhérent compensateur) ou à l'occasion des opérations de règlement ou livraison différé (par le prestataire qui a reçu l'ordre. Ces opérations sont celles qui présentent un risque de dénouement. »

² *Ibid.*, n^o 630, p. 278 : « Depuis leur apparition au milieu des années quatre-vingt, les adhérents compensateurs supportent eux aussi une obligation de couverture. Les chambres de compensation calculent et appellent les sommes (ou titres) qu'ils doivent verser en couverture ou garantie de leurs engagements ou positions. »

³ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n^{os} 116 et suiv. p. 101 et suiv.

⁴ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n^o 118, p. 107 : « Par prix à payer, il faut comprendre que la couverture représente en quelque sorte le coût d'entrée sur le marché [...] »

⁵ I. NAJJAR, « La « couverture » du marché à terme », *D.*, 1993, p. 45

390. **La couverture : une condition d'existence de l'opération de marché.** Certains ont pu réfuter la thèse selon laquelle l'obligation de couverture est une condition de validité de l'opération de marché, préférant parler d'« obligation essentielle ». Mais le régime des obligations financières réanime la théorie de la couverture envisagée comme une condition de validité de la transaction puis de l'opération de marché. Au-delà, la couverture se révèle être une condition d'existence de la transaction puis de l'opération de marché.

Le rejet de l'analyse écartant la qualification de condition de validité. Certains ont pu déduire de l'absence de sanction, en l'occurrence la nullité, que la fourniture de la couverture n'est pas une condition de validité à proprement dite, mais une obligation essentielle ou encore primordiale de l'engagement à terme¹. D'autres, considérant que la couverture la protection et la sécurité du marché², érigent la règle en règle d'intérêt général dont la sanction serait la nullité absolue³, application stricte du droit commun, lui conférant ainsi un caractère obligatoire en raison de sa qualification de condition de validité⁴. Les justifications du rejet de la qualification de condition de validité sont admissibles : absence de consécration textuelle de la sanction, inopportunité de la sanction, rapidité et ampleurs des transactions, leur interdépendance, remise en cause dangereuse, intérêt du marché...⁵ La sanction qui consiste en l'anéantissement rétroactif implique que le contrat se soit formé ; cela signifie que les opposants à la qualification de condition de validité considèrent implicitement que le « contrat » est formé. Or, les textes concernant tant la passation de l'ordre que l'enregistrement de la transaction démentent cette thèse. Au contraire, ils font de la fourniture de la couverture une condition de passation de l'ordre ou encore d'enregistrement de la transaction⁶. Autrement dit, sans la couverture, l'ordre ne saurait être accepté par le membre de marché et la transaction ne saurait être enregistrée par la chambre. Comment anéantir rétroactivement l'inexistant ?

¹ P. PAILLER, *op. cit.* n^{os} 351 et suiv., p. 392 et suiv.

² A.-C. MULLER, n^{os} 121 et suiv., p. 109 et suiv.

³ *Ibid.*, n^o 122, p. 110 ; L. RUET, « La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse », *Bull. Joly Bourse*, 2000, n^o 109, p. 521, spéc. n^o 15, p. 529 et 530

⁴ S. PRAICHEUX, *op. cit.*, n^o 462, p. 300 et n^o 465, p. 303 : L'auteur qualifie l'obligation de couverture comme obligatoire et essentielle ; A.-C. MULLER, *op. cit.*, n^o 122, p. 110 et n^o 118, p. 107 : l'auteur considère que la couverture est obligatoire et une condition de validité de l'ordre de bourse ainsi que de l'engagement à terme.

⁵ P. PAILLER, *op. cit.*, n^o 350, p. 391 : « La sanction de la nullité n'est cependant pas consacrée par les textes et n'apparaît pas très opportune sur les marchés à terme : les négociations s'y caractérisent par leur rapidité et leur ampleur, ainsi que leur interdépendance, ce qui rend dangereuse leur remise en cause. »

⁶ Art. 516-15 du RG AMF et art. 4.2.0.1, 4.2.0.3 et 4.5.3.1 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA

Présentation de la qualification défendue : une condition d'existence de la transaction puis de l'opération de marché. En application du droit commun, un contrat qui n'a pu se former ne peut pas être annulé et ne donnera lieu, tout au plus, qu'à des restitutions réciproques en raison du constat judiciaire de son inexistence¹. Ainsi, le défaut de couverture entraîne, non pas la nullité, mais de simples restitutions réciproques car le « contrat » n'a pas pu se former puisque l'ordre ne sera jamais devenu une transaction et la transaction ne sera jamais devenue une opération de marché. La nature de la sanction impose la qualification de la règle. Si l'ordre a été accepté par le membre de marché et que la transaction a été enregistrée par la chambre², cela ne donnerait lieu qu'à des restitutions réciproques mises en œuvre par le mécanisme de débouclage de l'opération consistant en la liquidation d'office des positions ouvertes, mais non couvertes, non exclusive de la recherche de responsabilité du prestataire. La thèse de la qualification de la couverture en condition d'existence de l'opération de marché est par ailleurs justifiable.

391. **Les justifications de la qualification de la couverture comme une condition d'existence de l'opération de marché.** La couverture est une condition d'existence de l'opération de marché. Cette thèse se justifie par les conséquences du défaut d'appel de couverture et par le contenu du dispositif *Collateral*.

Première justification : le défaut d'appel de couverture est un manquement contractuel et disciplinaire. Le défaut d'appel de la couverture est un manquement disciplinaire³ et contractuel. Un revirement de jurisprudence spectaculaire est intervenu à son sujet. Se cantonnant à considérer que la couverture ne visait que la protection du marché et de ses intermédiaires, le donneur d'ordres ne pouvait pas rechercher la responsabilité

¹ Notamment en raison d'une erreur-obstacle

² Cas d'école

³ Déc. AMF, 27 mai 2004, SAN-2004-07, www.amf-france.org : « Sur les manquements relatifs aux ordres SRD, en infraction aux dispositions des articles 4-1-35 et 4-1-35-1 du règlement général du CMF, considérant qu'il résulte des éléments du dossier que les règles relatives à la couverture des ordres SRD régis par les dispositions de la Décision CMF n° 2000-04, elle-même prise en application du règlement général du CMF n'ont pas été respectées ; qu'en effet, selon ces textes, la couverture exigée des clients est calculée en pourcentage des positions et doit être égale à 20 %, s'il s'agit d'espèces, 25 % s'il s'agit d'obligations et 40 % pour les titres de capital admis à la négociation sur un marché réglementé ; que la couverture doit être 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 [...]. Considérant qu'en agissant de la sorte, la Banque X a contrevenu aux prescriptions des art. 4-1-35 et 4-1-35-1 du règlement général du CMF, sans pouvoir s'exonérer de sa responsabilité en invoquant le caractère spécifique de sa clientèle [...] » ; V° *Banque & Droit*, juill.-août 2004, n° 96, p. 36, note H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE

contractuelle de son intermédiaire. La jurisprudence préférerait condamner sur le terrain de manquement au devoir de mise en garde¹. Des balbutiements de revirement avaient pu être observés au sujet de la recherche de la responsabilité du prestataire sur le fondement de l'article 1147 du Code civil distinct du défaut de mise en garde². Il était acquis auparavant que l'obligation de couverture concourait à la protection de ses intermédiaires et par suite du marché lui-même. Le principe est désormais fixé par la jurisprudence : le défaut d'appel de couverture est une faute disciplinaire et contractuelle³. Ce fameux arrêt de 2008 procède effectivement en deux temps. D'une part, la Cour retient qu'aux termes l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier « *le prestataire de services d'investissement est tenu d'exercer son activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de ses clients et de l'intégrité du marché, ainsi que de se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de son activité de manière à promouvoir au mieux les intérêts de son client et l'intégrité du marché* »⁴. D'autre part, au visa de l'article 1147 du Code et consécutivement à ses obligations disciplinaires, « *qu'il est tenu de réparer les conséquences dommageables de l'inexécution de ces obligations* »⁵. Ainsi, si le défaut d'appel de couverture est une inexécution contractuelle fautive, cela signifie d'une part qu'il s'agit

¹ Com., 5 novembre 1991, n° 89-18.005, *Bull.* 1991, IV, n° 327 ; *RTD com.*, 1992, p. 436, obs. M. CABRILLAC ; *RJDA*, 1992, n° 68 ; *Bull. Joly Bourse*, 1993, p. 292, note F. PELTIER ; *Banque*, juin 1993, p. 97, obs. J.-L. GUILLOT

² L'arrêt BORJA a pu être envisagé comme une tentative de revirement car la Cour souligne que « *l'obligation mise à la charge d'un intermédiaire de constitution d'une couverture financière des opérations sur les marchés à terme, qui n'a pas seulement pour but de protéger celui-ci contre l'insolvabilité du client mais aussi de limiter les opérations spéculatives réalisées à découvert* » (Com., 14 janvier 2003, n° 99-20.872, inédit ; *Bull. Joly Bourse*, 2003, §44, p. 254, note L. RUET ; *Banque & Droit*, mars-avr. 2003, n° 88, p. 33, note H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE ; *RTD com.*, 2003, p. 541, note M. STORCK ; *LPA*, 5 août 2003, n° 155, p. 13, note D. ROBINE ; *Dr. sociétés*, 2004, comm. n° 13, p. 30, note Th. BONNEAU.). Les espoirs fondés sur l'arrêt BORJA ont rapidement été écartés par les arrêts VANTROU et SEPEAU, la Cour rappelant la solution traditionnellement admise rappelant « *que l'obligation de couverture des opérations sur le marché à règlement mensuel étant édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché et non dans celui du donneur d'ordre* » (Com., 8 juillet 2003, n° 00-18.141, *Bull. civ. IV* n° 118, p. 137 ; *D.* 2003, p. 2095, note V. AVENA-ROBARDET ; *Bull. Joly Bourse*, 2003, §75, p. 591, note L. RUET ; *Banque & Droit*, sept.-oct.2003, n° 91, p. 48, note H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE ; *JCP E*, 2003, 1589, p. 1818, note Ph. GOUTAY ; *JCP G*, 2003, II, 10174, note A. GAUBERTI ; *Dr. sociétés*, 2004, comm. n° 13, note Th. BONNEAU ; Com., 8 juillet 2003, n° 01-17.710, inédit ; *Bull. Joly Bourse*, 2003, § 76, p. 595, note L. RUET ; *Dr. sociétés* 2004, comm. n° 13, note Th. BONNEAU). En 2006, la Cour écarte la responsabilité des prestataires, en matière d'OSRD, mais se fonde sur les articles 1147 du C. civ. et L. 533-4 du C. mon. fin. (Com., 31 janvier 2006, n° 04-18.920, *Bull. civ. IV* n° 19, p. 20 ; *Dr. sociétés*, 2006, comm. 94, note Th. BONNEAU ; *Adde* M.-P. BEVIERE, « Quelques propos sur la couverture, l'information et le conseil en matière d'opérations financières », *RLDA*, juill. 2006, n° 374, p. 43 ; E. CHARLERY, « L'incertitude du régime juridique de la couverture d'engagements financiers », *RLDA*, déc. 2006, n° 629, p. 33)

³ Com., 26 février 2008, n° 07-10.761, *Bull. civ. IV* n° 42 ; *D.* 2008, p. 778, note X. DELPECH ; *D.* 2008, p. 1231, note R. SALOMON ; *Banque & Droit*, mars-avr. 2008, n° 118, p. 24, note H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. DE SAINT-MARS et J.-P. BORNET ; *RDBF*, n° 3, mai-juin 2008 ; comm. n° 91, p. 51, note A.-C. MULLER ; *RTD com.*, 2008, p. 371, note M. STORCK ; *Bull. Joly Bourse*, 2008, §18, p. 164, note P. GOUTAY et C. SAUDO

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*

d'une obligation contractuelle et, d'autre part, que le contrat est formé antérieurement au constat de l'inexécution fautive. Si bien que si le contrat existe, la thèse de l'inexistence est anéantie. Pour rejeter ce coup d'arrêt à la thèse de la condition d'existence, il convient alors d'envisager les limites de la solution.

L'inexécution contractuelle fautive : rejet d'un contre-argument à la thèse de la condition d'existence. Plusieurs raisons permettent ainsi de ne pas considérer cet arrêt comme un argument déterminant permettant de rejeter la thèse en vertu de laquelle la couverture serait une condition d'existence de l'opération à terme.

➤ La première raison : la qualité de non professionnel du donneur d'ordres. La première raison tient au fait que cette solution se trouve cantonner à la qualité de non professionnel du donneur d'ordres, empêchant de révéler le caractère absolu de la règle. Les limites de la portée d'une telle décision sont consécutives à la référence faite aux règles de bonne conduite¹. Depuis la transposition de la directive MIF, la sectorisation de la clientèle invite à déterminer la connaissance du risque du client ainsi que son degré d'appétence et d'aversion au risque dicte l'intensité de l'obligation d'information due par le professionnel². Très précisément, l'article L. 533-16 du Code monétaire et financier établit la distinction entre un client professionnel et un client non professionnel, comme le fit l'arrêt BUON en son temps au sujet de la mise en garde. C'est d'ailleurs pour ces mêmes raisons que Monsieur le Professeur Th. BONNEAU a pu proposer au sujet d'un arrêt antérieur de limiter ce revirement au client profane³. Si la solution de 2008 semble plus générale et conduit à écarter la distinction professionnelle/non professionnelle, le fondement reposant notamment sur les règles de bonne conduite ramène nécessairement la discussion vers cette distinction fondamentale⁴. Ainsi la faute contractuelle serait le corollaire de la qualité des parties ; c'est-à-dire que le juge semble considérer que l'obligation d'appeler la couverture est d'une telle importance en présence d'un non professionnel qu'il convient de la faire entrer dans le

¹ A.-C. Muller, note sous Com., 26 février. 2008, *RDBF*, n° 3, mai-juin 2008, comm. 91

² Art. L. 533-16 du C. mon. fin.

³ Com., 31 janvier 2006 ; arrêt préc.

⁴ Com., 26 février. 2008, n° 07-10.761, arrêt préc., *RDBF*, n° 3, mai 2008, comm. 91, note A.-C. MULLER : « L'arrêt du 26 février 2008 contient une vérité élémentaire, les professionnels des marchés sont tenus d'exécuter les obligations qui sont les leurs et l'inexécution de celles-ci constitue une faute. Mais la référence aux obligations de bonne conduite inquiète, car elle suggère que l'appel de couverture ne représente une véritable obligation qu'à l'égard d'un client non professionnel. »

périmètre contractuel et sanctionner le défaut d'appel de couverture au visa de l'article 1147 du Code civil

➤ La deuxième raison : les logiques du droit de la responsabilité civile. La deuxième raison tient au fait que l'objectif est d'indemniser la partie lésée et que le juge épouse les logiques généreuses et bienveillantes du droit de la responsabilité. Pour indemniser en recherchant la responsabilité d'un auteur, il faut bien souvent déterminer un responsable. Mettre en branle l'article 1147 du Code civil, c'est faire entrer l'obligation d'appel de couverture dans le périmètre contractuel¹ ; tout comme cela put être le cas du devoir de mise en garde intégré judiciairement dans le périmètre du contrat de crédit. La qualification à rebours de faute contractuelle permet de pointer la stricte inexécution contractuelle fautive envers le donneur d'ordres, bien au-delà de la simple faute disciplinaire. Cette décision est opportune, car protectrice des intérêts du donneur d'ordres, et permet de réparer le préjudice subi qui fut dans un premier temps la perte de chance puis plus récemment l'intégralité du solde débiteur ouvert au nom du donneur d'ordres². Le choix du visa – 1147 du Code civil – ainsi que la détermination récente du préjudice subi permettent à ce jour au donneur d'ordres d'être indemnisé à la hauteur de la totalité des pertes subies en raison des positions à terme ouvertes, mais non couvertes³.

¹ Com., 22 mai 2012, n° 11-17.936, *Bull. civ. IV*, n° 105 ; *RDBF*, n° 4, juill. 2012, comm. 132, note A.-C. MULLER : « *La Cour de cassation, et notamment dans le célèbre arrêt Buon, avait alors recours à la notion d'obligation d'information pour « contourner » le caractère exclusivement professionnel de la couverture et permettre au donneur d'ordres de considérer que le professionnel ne l'avait pas mis en garde sur les risques des marchés à terme.* » Comp. Com. 22 mars 2011, n° 10-13.727, *Bull. civ. IV*, n° 48 ; *D.*, 2011, p. 1010, obs. X. DELPECH ; *D.*, 2011, p. 1600, note H. CAUSSE ; *RTD com.*, 2011, p. 382, obs. M. STORCK

² Com., 22 mai 2012, arrêt préc. : « *Vu l'art. 1147 du C. civ. ; Attendu que pour condamner M. X... à payer à la caisse une certaine somme, l'arrêt retient, après avoir relevé que la caisse s'était abstenue d'exiger la fourniture d'une couverture des positions de son client pendant que les règles du marché l'obligeaient à le faire, que, tout comme le manquement à l'obligation d'information, le défaut d'appel de couverture a causé à M. X... la perte d'une chance de ne pas initier d'opérations sur le marché à terme et d'échapper au risque de pertes inhérent au placement de fonds sur le marché boursier ; Attendu qu'en statuant ainsi, alors que la caisse devait répondre de l'aggravation du solde débiteur du compte causé par cette faute, la cour d'appel a violé le texte susvisé [...] »*

³ Com., 22 mai 2012, arrêt préc. ; Com., 4 février 2014, n° 13-10.630, *Bull. civ. IV*, n° 28 ; *RDBF* n° 2, mars 2014, comm. 72, note A.-C. MULLER. Cet arrêt illustre la position actuelle de la jurisprudence au sujet de l'étendue du préjudice subi par le donneur d'ordres. L'étendue du préjudice subi par le donneur d'ordres dépend de la nature du manquement du prestataire de service d'investissement. En l'occurrence, en cas de manquement par un prestataire de services d'investissement à ses obligations d'information, de mise en garde et de conseil, il ne peut être condamné à indemniser un préjudice égal à l'intégralité des pertes subies par le donneur d'ordres. Ainsi, il convient de distinguer selon la nature du manquement du professionnel. D'un côté, si le professionnel manque à ses obligations d'information, de mise en garde et de conseil et prive le donneur d'ordres d'une chance de mieux investir ses deniers, il ne peut pas être condamné à indemniser un préjudice égal à l'intégralité des pertes subies. De l'autre, si le professionnel, dans son rôle d'intermédiaire de marché, manque à ses obligations d'appeler la couverture ou de liquider d'office les positions, il est, dans ce cas, à l'origine des pertes subies et doit

➤ La troisième raison : les qualifications distinctes, mais un résultat équivalent. La dernière raison tient au fait que les qualifications possibles présentent un résultat équivalent (indemnisation sur le fondement de la responsabilité contractuelle ou restitutions réciproques en raison de la nullité ou de l'inexistence de l'opération). L'article 1147 du Code civil apparaît ainsi comme un instrument de politique juridique. Ceci dit, ce fondement ne permet pas de révéler parfaitement ce qu'est l'obligation de couverture. En effet, l'obligation de couverture est une prescription réglementaire. C'est une obligation de nature réglementaire qui implique pour le prestataire de services d'investissement, dans le respect des prescriptions réglementaires, de délivrer au donneur d'ordres une information et, plus précisément, l'éclairer sur les risques pris sur le marché à terme. L'approche est ainsi un duel entre les intérêts du marché et ceux du donneur d'ordres. Mais ce raisonnement binaire est-il juste ? Non, il ne semble pas dès lors qu'un lien conséquentialiste unit appel de couverture et intérêt du donneur d'ordres et du marché. En d'autres termes, c'est parce que le prestataire de services d'investissement n'a pas respecté ses obligations réglementaires que le donneur d'ordres se trouve par conséquent affecté. Un donneur d'ordres affecté affecte le marché. Dans ce cadre, l'appel de couverture envisagée comme une condition de validité, voire une condition d'existence, de l'opération à terme permet de s'écarter de cette approche binaire opportunément heureuse pour les intérêts du donneur d'ordres, mais théoriquement étroite. La thèse de la qualification de la couverture telle une condition d'existence de l'opération de marché est en outre confortée par le dispositif *Collateral*.

Seconde justification : la qualification de la couverture telle une condition d'existence de l'opération de marché confortée par le régime des obligations financières. La thèse selon laquelle la couverture serait une condition de validité de la transaction puis de l'opération est réactualisée par l'étude de la directive *Collateral*. Mais l'étude de la directive permet d'aller au-delà de la condition de validité ; elle permet de qualifier la couverture de condition d'existence de la transaction puis de l'opération.

Une condition de validité : opportunité et cohérence d'une qualification antérieurement à la directive *Collateral*. La qualification de condition de validité de l'opération de marché à terme de l'obligation de couverture a été proposée, mais n'a

être condamné à indemniser le donneur d'ordres de la totalité des pertes subies.

malheureusement pas été retenue¹. Au-delà de la validité, l'existence de l'opération de marché peut être remise en cause si l'appel de couverture fait défaut. Concernant la qualification de l'appel de couverture telle une condition de validité de l'opération de marché à terme, son manquement est sanctionné par la nullité. Les restitutions réciproques consécutives sont mécaniquement exécutées par la mise en œuvre de la liquidation d'office des positions ouvertes, mais non couvertes. Il n'y a rien d'aberrant ni d'incohérent dans le fait de tirer les conséquences de la liquidation d'office des positions qui n'est autre que le moyen, dans une sphère collective, caractérisée par la multilatéralité, de permettre les restitutions réciproques consécutives à la violation d'une disposition réglementaire. Prévoir le mécanisme permettant d'assurer et de calculer le *quantum* des restitutions réciproques, c'est faire de l'obligation de couverture une condition de validité de l'opération à terme. À l'époque de ces propositions doctrinales, le contrat de garantie financière n'existait pas. La directive *Collateral* ravive le débat, permet d'aller plus loin dans la qualification de l'obligation de couverture et d'y voir une condition de l'existence même de l'opération à terme.

Une condition d'existence : opportunité et cohérence postérieurement à la directive *Collateral*. Traditionnellement, la garantie est un accessoire du contrat principal et le régime juridique est construit à partir de ce postulat. Mais dans le domaine des marchés financiers, spécifiquement au sujet du contrat de garantie financière, ce postulat ne vaut pas. Ce postulat ne vaut pas pour plusieurs raisons. D'abord, la directive *Collateral* fournit un régime dérogatoire à la garantie, cela signifie que le point d'ancrage de la réflexion est l'accessoire et non le principal. Cette approche spécifique implique une détermination fonctionnelle du principal, conditionnelle de l'application du régime dérogatoire attribué à l'accessoire. La notion contrat de garantie financière domine celle d'obligation financière, tout comme l'exécution domine la personne qui exécute. Ensuite, puisque les articles L. 211-36 et suivants du Code monétaire et financier ne le précisent pas, lorsqu'il s'agit d'opérations à terme impliquant l'enregistrement de la transaction par une chambre de compensation, l'interposition de la chambre inverse le rapport chronologique principal/accessoire et, même au-delà, conduit à considérer que la première obligation à la charge du donneur d'ordres est la fourniture de l'accessoire qui lui-même donnera lieu à l'exécution du principal. Moins abstraitement, la première obligation faite au donneur d'ordres est de fournir la couverture des positions qu'ils comptent ouvrir et, qu'en raison de l'écoulement du temps entre

¹ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 122, p. 110 ; L. RUET, « La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse », *op. cit.*, p. 529 et 530

l'enregistrement de la transaction et l'échéance du terme de l'opération, de régler quotidiennement les marges. Rapportée aux qualifications juridiques spécifiques à la directive *Collateral*, la première obligation du donneur d'ordres est de conclure un contrat de garantie financière puis, postérieurement à l'enregistrement, de régler quotidiennement les obligations financières. Enfin, et là est la spécificité du texte européen, le contrat de garantie financière est la condition d'existence de l'obligation financière. Même si la transposition française n'est pas aussi explicite que sa source européenne, l'idée est identique lorsque l'on admet qu'« à titre de garantie des obligations financières présentes ou futures mentionnées [...], 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, 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 »¹. Le contrat de garantie financière est une condition d'existence de l'obligation financière. Par conséquent, le contrat de garantie financière est une condition d'existence de l'opération de finance de marché à terme. Il convient de présenter les conséquences de la thèse que nous défendons.

392. **Les conséquences : l'inexistence préjudiciable de l'opération de marché à terme.**

La couverture est une condition d'existence de l'opération de marché à terme. Par ailleurs, l'appel de couverture par le professionnel est une obligation contractuelle. Le défaut d'appel de couverture engage la responsabilité contractuelle du prestataire de services d'investissement², encore fallait-il s'accorder sur l'étendue du préjudice réparable. Récemment, la Cour de cassation est venue apporter une réponse à cette question³ : le préjudice est relatif à une « *perte d'une chance de ne pas initier d'opérations sur le marché à terme et d'échapper au risque de pertes inhérent au placement de fonds sur le marché boursier* » qui en l'occurrence se manifeste par « *l'aggravation du solde débiteur du compte causé par cette faute* ». Concrètement, cette solution aboutit « *à faire supporter à l'intermédiaire l'intégralité des pertes subies en raison des opérations à terme non couvertes* »⁴. La solution est heureuse et opportune, parce qu'elle permet l'indemnisation du

¹ Art. L. 211-38-I du C. mon. fin.

² Com., 26 février 2008, n° 07-10.761, arrêt préc.

³ Com., 22 mai 2012, n° 11-17.936, arrêt préc.

⁴ A.-C. MULLER, note sous Com., 22 mai 2012, *RDBF*, n° 4, juill. 2012, comm. 132

donneur d'ordres, de prendre en considération l'exposition du donneur d'ordres aux risques du marché, de mettre les professionnels face à leur responsabilité, de tirer toutes les conséquences du rôle du prestataire de services d'investissement, c'est-à-dire de ne pas se limiter à la seule réception et transmission de l'ordre et, au contraire, de constituer un véritable filtre¹. Cependant, si heureuse est cette solution, certaines limites apparaissent. D'une part, on ne saurait assimiler l'aggravation du solde débiteur du compte causé par le défaut d'appel de couverture à la parfaite totalité des conséquences financières d'une opération ouverte non couverte². D'autre part, dire que le défaut d'appel de couverture est une faute contractuelle de nature engager la responsabilité du prestataire de services d'investissement est sans conséquence à l'égard de l'existence du principal et de ses accessoires³. Cette limite se dédouble en deux autres. La première, si la faute contractuelle relative au défaut d'appel de couverture est reconnue corolairement à sa sanction réglementaire ; à savoir la liquidation d'office des positions ouvertes non couvertes, cela ne vise pas les accessoires du principal tels que les frais de tenue de compte ou encore les différentes sommes forfaitaires afférentes à l'opération. La seconde, si la faute contractuelle constituée par le défaut d'appel de couverture ne fait plus débat, la décision rendue concernant l'étendue du préjudice réparable ne traite pas du sort des accessoires, notamment la garantie, accessoire ou non, et de ses accessoires propres (frais divers). Il convient de présenter les intérêts de la thèse de l'inexistence de l'opération de marché à terme en l'absence d'appel de couverture par le professionnel.

393. Intérêts de la thèse de l'inexistence de l'opération à terme en raison du défaut d'appel de couverture par le prestataire de services d'investissement. La thèse de la condition d'existence de l'opération à terme subordonnée à l'appel de couverture présente plusieurs intérêts. D'abord, elle permet de neutraliser une solution qui conduit à écarter une

¹ *Ibid.*, « Le critère de l'exposition au risque du marché par la faute de l'intermédiaire présente l'avantage de mettre les professionnels face à leurs responsabilités. L'obligation de couverture doit permettre au donneur d'ordres de savoir que, comme au casino, pour jouer sur les marchés financiers, il faut disposer d'un minimum de fonds à avancer. C'est aux professionnels, dont l'intermédiation, faut-il le rappeler, est obligatoire, de veiller au rappel de l'exigence de couverture. Cette décision de la chambre commerciale vient utilement souligner que le rôle du professionnel n'est pas que de transmettre et de laisser faire. Si l'exception de jeu ne peut plus être invoquée sur les marchés à terme par le donneur d'ordres pour échapper à ses engagements depuis longtemps, le professionnel, quant à lui, doit jouer son rôle, celui de filtre, pour les ordres non couverts, pour les ordres aberrants. Il en va de la sécurité du marché, ce qui justifie la rigueur à l'égard des intermédiaires. »

² note A.-C. MULLER, *RDBF*, n° 4, juill. 2012, comm. 132 : « Si le professionnel avait satisfait à son obligation, le donneur d'ordre n'aurait pas été exposé au risque du marché, i.e. la totalité des pertes subies par le donneur d'ordre. Ici la Cour estime que le banquier « doit répondre de l'aggravation du solde débiteur » ce qui ne correspond pas à la totalité des pertes subies. »

³ Ch. JUILLET, *Les accessoires de la créance*, Thèse Paris II, 2007, Préf. Ch. Larroumet, Defrénois, t. 37, 2009

thèse illogique qui mène à l'anéantissement d'un contrat qui n'existe pas. Ensuite, cette thèse présente un résultat équivalent. Enfin, elle vise à protéger les intérêts des donneurs d'ordres et du marché.

Premier intérêt : écarter l'impossible anéantissement de l'inexistant. D'abord, la thèse de la condition d'existence s'inscrit en parfaite cohérence avec dispositif *Collateral*. Il est assez délicat de justifier à cet égard que le défaut d'appel de couverture – inexistence du contrat de garantie financière – ne soit appréhendé que sur le terrain de l'inexécution contractuelle fautive. Si l'on pousse le raisonnement, cela devient même une hérésie : si une faute contractuelle existe, c'est qu'un contrat valablement formé a pu donner naissance à des obligations. Or tel n'est pas le cas dans le cadre du régime du contrat de garantie financière. Comment tirer les conséquences juridiques de l'inexistant ?

Second intérêt : le résultat équivalent permis par des restitutions réciproques. Ensuite, la thèse de l'inexistence parvient à appréhender les pertes tout entières subies en raison du défaut d'appel de couverture par le prestataire de services d'investissement. Si en l'état du droit positif, le préjudice réparable du donneur d'ordres confronté à un défaut d'appel de couverture de son prestataire de services d'investissement se cantonne à « *l'aggravation du solde débiteur du compte causé par cette faute* », la thèse de l'inexistence permettrait d'obtenir toutes les restitutions consécutives au constat de l'inexistence de la couverture, notamment ses accessoires.

Troisième intérêt : maintien de la protection des intérêts des donneurs d'ordre et du marché. Enfin, la thèse de l'inexistence, mais cela valait aussi pour celle de la condition de validité, permettrait de prendre en considération ce double aspect que revêt l'obligation de couverture, tout en écartant le débat sur sa qualification d'obligation d'information¹. En effet, retenir l'inexistence de l'opération à terme en raison du défaut d'appel de couverture

¹ C'est désormais chose faite depuis l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 22 mai 2012 (arrêt préc.). Madame le Professeur A.-C. MULLER écrit à ce propos : « *L'obligation de couverture souffre, et cette décision viendrait en marquer la fin, de son assimilation à une forme d'obligation d'information. Comme en témoigne la formulation de l'arrêt, pour octroyer des dommages et intérêts au donneur d'ordres, la cour d'appel estime que « tout comme le manquement à l'obligation d'information, le défaut d'appel de couverture a causé (au donneur d'ordres) la perte d'une chance de ne pas initier d'opérations sur le marché à terme et d'échapper au risque de pertes inhérent au placement de fonds sur le marché boursier* ». Mais les dommages et intérêts octroyés au client viennent seulement en déduction de son solde débiteur, qui reste, par conséquent, en partie à sa charge. » (A.-C. MULLER, note sous Com., 22 mai 2012, *op. cit.*)

permettrait de préserver les intérêts du marché, mais également ceux du donneur d'ordres, ce qui éviterait l'écueil de la recherche des intérêts protégés.

394. **Synthèse.** Cela conduit à se demander si une faute réglementaire de l'une des parties ne devient pas une faute contractuelle envers l'autre partie non professionnelle : toute faute réglementaire n'est-elle pas contractuelle envers son contractant non professionnel ? Cela plaide bien évidemment en la faveur de la qualification de la couverture en condition d'existence de l'ordre, de la transaction puis de l'opération. L'absence de couverture serait ainsi traitée telle une erreur-obstacle qui empêcherait le « contrat » de se former. Si l'on ne peut qualifier la couverture de condition de validité de l'opération à terme, en raison du dispositif *Collateral*, il convient de retenir qu'il s'agit d'une condition d'existence de l'opération à terme. Le risque crédit est évincé préventivement grâce à la conclusion d'un contrat de garantie financière, le dépôt initial de garantie. Ce premier volet de l'éviction préventive du risque crédit est complété par l'exécution de certaines obligations financières jusqu'au terme de l'opération : les marges. Ainsi, l'exécution des obligations financières permet l'éviction préventive du risque crédit.

§2. L'éviction préventive du risque crédit permise par l'exécution des obligations financières

395. **L'obligation financière de régler quotidiennement les marges.** L'obligation de régler quotidiennement les marges est une obligation financière qui permet une éviction temporaire et régulière (quotidienne) du risque crédit. L'obligation de régler les marges est une obligation financière pendant la période d'exécution de l'opération à terme.

L'obligation de régler les marges. Les marges sont définies par les règles de la compensation comme 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* »¹. L'obligation de régler quotidiennement les marges est consécutive à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. Le *quantum* de l'obligation est calculé à partir des positions nettes

¹ Règles de la compensation édictées par LCH.Clearnet SA, V° « marge »

de l'intervenant, autrement dit le calcul prend en compte toutes les positions ouvertes par l'intervenant auprès de la chambre. Il s'agit d'une obligation de somme d'argent appelée par la chambre de compensation quotidiennement à la charge de l'intervenant¹. Cette obligation concerne toutes opérations à terme² et permet une éviction quotidienne du risque crédit.

Une éviction préventive du risque crédit. Le risque réside dans l'inexécution du donneur d'ordres en raison des pertes réalisées à l'échéance. Ainsi, les marges tendent à exclure ce risque en permettant l'actualisation quotidienne du cours de l'actif sous-jacent et en demandant le règlement de la différence. Cette différence correspond à la soustraction entre le cours auquel l'ordre a été exécuté et le cours de compensation du jour suivant et ainsi de suite jusqu'à l'échéance. Le cours de compensation est un « *prix de référence, utilisé quotidiennement pour le calcul des marges et pour la valorisation des positions ouvertes* »³. Ces mouvements de fonds font l'objet d'une écriture en compte. À cet égard, les règles de la compensation précisent qu'un compte de couverture est ouvert par *LCH.Clearnet SA*, au nom de l'adhérent compensateur⁴, au sein duquel la chambre débite les marges négatives et crédite les marges positives⁵. Comme les marges sont des obligations financières qu'il convient de régler quotidiennement, alors elles appartiennent à la phase d'exécution de l'opération à terme.

Les marges concernent la phase d'exécution. Si certains en doutent⁶, d'autres l'affirment⁷ : les marges ne constituent pas une garantie. Les marges ne peuvent se confondre avec le dépôt initial de garantie, même si tous les deux présentent la même fonction de garantie en raison de l'existence d'un risque de prix. Contrairement au dépôt initial de

¹ Art. 4.2.0.1 règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA* et art. 541-23 du RG AMF

² A.-C. ROUAUD, *op. cit.*, n° 361, p. 226 : « Elle pèse sur tous les détenteurs d'une position ouverte, à l'exception d'une position acheteuse sur un « contrat d'option ». S'agissant d'un contrat à terme ferme, l'obligation de règlement des marges pèse alternativement sur l'acheteur et sur le vendeur, en fonction de l'évolution du cours. Si le cours de compensation baisse, l'acheteur est débiteur d'une marge négative, qui sera versée au vendeur, créancier d'une marge positive. En ce qui concerne les contrats d'options, en raison de la dissymétrie des situations de l'acheteur et du vendeur, seul ce dernier est tenu de régler des marges. En effet, l'acheteur de l'option est dans la situation du bénéficiaire d'une promesse unilatérale de vente (option d'achat) ou d'achat (option de vente). Par conséquent, si l'évolution du cours du sous-jacent ne lui est pas favorable, il lui suffit de ne pas exercer l'option et de limiter sa perte au montant de la prime. Le risque de perte qu'il encourt étant ainsi limité et son montant connu de lui dès le départ, il n'est pas nécessaire de l'astreindre au versement des marges. »

³ Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, V° « cours de compensation »

⁴ Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, V° « compte de couverture »

⁵ Art. P 2.2.3 des règles de marché non harmonisées Euronext concernant l'OSRD

⁶ A.-C. ROUAULT, *op. cit.*, n° 370, p. 232

⁷ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 373, p. 414

garantie, elles concernent l'exécution de l'opération de marché et permettent à l'intervenant de se maintenir sur le marché.

396. **L'exécution des obligations financières afférentes aux marges est condition de maintien de la position ouverte.** La sanction de l'inexécution de l'obligation de régler les marges permet d'affirmer que le règlement des marges permet de maintenir la position ouverte sur un marché.

La sanction de l'inexécution de l'obligation de régler les marges. L'inexécution de l'obligation de règlement des marges : un cas de défaillance contractuelle sanctionnée par la liquidation d'office des positions. Le défaut de versement des marges est un cas de défaillance contractuelle¹ qui est sanctionné par la liquidation d'office des positions. Un cas de défaillance contractuelle est la situation dans laquelle l'adhérent compensateur semble, est sur le point d'être ou est incapable d'exécuter les obligations prévues par les règles de la compensation². Or le défaut de versement des marges est un cas de défaillance contractuelle³. La chambre de compensation peut envisager différentes solutions face à un cas de défaillance contractuelle en raison du défaut de régler des marges⁴. Si aucun accord n'est pas trouvé dans un délai raisonnable, une série de solutions peuvent être envisagées : la plus grave est la liquidation d'office des positions⁵. En d'autres termes, si aucune solution n'a pu être trouvée dans un délai raisonnable, l'opérateur est obligé de quitter le marché. Techniquement, son départ contraint du marché se manifeste par la passation d'une opération identique, mais de sens inverse « *afin de limiter les pertes encourues au jour de l'inexécution de l'obligation de règlement des marges, exactement comme dans l'hypothèse d'une résiliation anticipée* »⁶.

L'exécution de l'obligation de régler les marges : la condition de maintien de l'ouverture de la position à terme. L'inexécution de l'obligation de règlement quotidienne des marges conduit à la liquidation d'office des positions ouvertes sur un marché. Il s'agit de la sanction de l'inexécution de l'obligation de régler quotidiennement les marges. Il est alors

¹ Le cas de défaillance contractuelle est distinct du cas d'insolvabilité. Le cas de défaillance contractuelle n'entraîne pas nécessairement un cas d'insolvabilité mais un cas d'insolvabilité implique une défaillance contractuelle. Sur cette distinction, Art. 4.5.1.2 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

² Art. 4.5.2.4 1° des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

³ Art. 4.5.2.4 2° des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁴ Art. 4.5.2.2 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁵ Art. 4.5.2.4 3° règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁶ A.-C. MULLER, *op. cit.*, n° 398, p. 322

loisible de déduire de la nature de la sanction de l'inexécution de l'obligation sa qualification ; le règlement quotidien des marges est une condition de maintien de la position ouverte sur un marché : « *La rigueur qui caractérise l'obligation de règlement des marges confère à cette dernière la prééminence sur les obligations du contrat à terme. Le versement des marges conditionne le maintien de la position ouverte. À l'inverse, l'existence d'une position ouverte soumet l'opérateur à cette obligation, en corrélation lointaine avec les engagements qu'il a souscrits* »¹.

Conclusion de la sous-section I

397. L'éviction préventive du risque crédit est nécessaire au traitement des risques de l'opération de marché. L'exécution des obligations découlant des mesures ayant pour objet de traiter les risques de l'opération de marché dans la mesure où elles permettent à l'intermédiaire financier d'accéder et de se maintenir sur le marché, respectivement en concluant un contrat de garantie financière, c'est-à-dire en fournissant le dépôt initial de garantie et en exécutant des obligations financières spécifiques à l'opération à terme enregistrée, exigibles pendant la période s'écoulant de l'enregistrement à l'échéance, c'est-à-dire en réglant quotidiennement les marges.

398. D'abord, l'exécution des obligations concourant à l'éviction préventive du risque crédit permet d'accéder au marché. En effet, le dépôt initial de garantie dû au titre de l'obligation de couverture est un contrat de garantie financière. Or, la fourniture du dépôt initial de garantie est une condition d'enregistrement de la transaction. Par conséquent, la conclusion d'un contrat de garantie financière permet d'accéder au marché par l'enregistrement de la transaction. Au-delà, la conclusion d'un contrat de garantie est une condition d'existence de l'opération.

399. Ensuite, l'exécution des obligations concourant à l'éviction préventive du risque crédit permet de se maintenir sur le marché. En effet, le risque de variation de cours a donné lieu à une obligation particulière, à la charge du donneur d'ordres : il s'agit de l'obligation de régler quotidiennement les marges. Cette obligation qui chasse quotidiennement le risque de variation de cours est une obligation financière. L'inexécution de l'obligation de régler les marges est sanctionnée par la liquidation d'office des positions. Concrètement, l'inexécution

¹ *Ibid.*

de cette obligation conduit à chasser du marché l'opérateur défaillant, car son inexécution est facteur d'un risque crédit, lui-même facteur d'un risque de système. Par conséquent, l'obligation de régler les marges est une obligation financière dont l'exécution permet l'éviction préventive du risque de variation de cours¹. Le maintien sur le marché du détenteur de la position à terme est subordonné à l'exécution de cette obligation spécifique.

400. L'éviction préventive du risque crédit afférent aux obligations financières est une condition d'accès et de maintien sur le marché. Par ailleurs, l'éviction curative du risque crédit survenu est, quant à lui, une stricte nécessité pour éviter sa propagation et qu'il ne se mue en risque de système.

SOUS-SECTION II. L'ÉVICTION CURATIVE DU RISQUE CRÉDIT

401. **Plan.** Le traitement curatif du risque survenu est strictement nécessaire. Au-delà, il exige un traitement urgent et radical avant qu'il ne se propage et ne devienne un risque de système.

Le risque survenu. Le risque est survenu visé le cas d'un manquement à l'exécution des obligations financières par un intervenant. Il s'agit d'un cas de défaillance, ou encore d'un cas de défaut. Le constat de l'inexécution est la condition de mise œuvre des mesures de traitement curatif du risque survenu. La défaillance d'un intervenant doit être traitée rapidement et efficacement afin que la survenance du risque de contrepartie ne devienne pas risque de système. Il faut protéger les marchés et le système financier. L'éviction curative du risque crédit implique celle l'opérateur défaillant. La défaillance de l'intervenant correspond le moment de la survenance du risque (§1).

Le traitement du risque survenu. L'éviction de l'opérateur défaillant repose sur un mécanisme de résiliation des positions ouvertes par compensation. La compensation sur les marchés financiers est la traduction française de mécanismes initialement britanniques, tels le

¹ P. PAILLER, « De nouvelles règles pour les chambres de compensation », *op. cit.*, spéc. n° 10 : « Ces appels de marge, déterminés par comparaison du cours du jour et cour de la veille, correspondent à l'évolution du risque : si l'évolution du risque est favorable au donneur d'ordres, celui-ci reçoit des marges (il s'agit d'appels de marges négatifs) ; au contraire, si l'évolution du risque lui est défavorable, il devra verser les marges (il s'agit de marges positives). Ces sommes traduisent, tout au long de la vie de l'instrument financier, l'évolution du prix du contrat financier. »

Set Off, le *Settlement*, le *Netting*, le *Clearing*¹ ou encore le *Payment Netting*². Le *Set Off* est l'opération de compensation respectueuse des principes traditionnels de droit civil exprimés aux articles 1289 et suivants du Code civil. Le *Settlement* est « l'opération de liquidation, entre un membre d'une chambre de compensation et cette dernière, consécutive à une négociation en bourse [...] »³. Le *Clearing* est « un mécanisme d'enregistrement des positions, de calcul et de liquidations des positions respectives de chaque partie à une négociation par l'intermédiaire d'un organisme ad hoc »⁴. Ainsi, le *Settlement Netting* peut être assimilé à la compensation de paiement⁵. Le *Netting* est notamment défini par deux éminents auteurs ; il « peut être entendu comme l'opération qui permet, après résiliation des opérations en cours, de dégager le solde de créances et de dettes résultant de transactions entre deux ou plusieurs contreparties, puis de les compenser »⁶. Le *Payment Netting* est défini par l'ISDA comme le mécanisme visant à établir un solde unique des dettes exigibles et venant à échéance le même jour, dans une même devise⁷. Il s'agit de la « compensation légale, mais non d'ordre public, du Code civil, c'est-à-dire la réduction à leur différence de deux obligations réciproques de paiements libellés dans la même devise et venant à échéance le même jour »⁸. Cette définition doctrinale est quasi identique à celle de l'ISDA. Le *Close-out Netting* ou compensation provoquée, ou encore de risque⁹ est la forme de *Netting* la plus connue¹⁰ qui fait l'objet de plusieurs dispositions, dans le cadre de la réglementation des contrats de garantie financière¹¹. La technique du *Close-out Netting* est celle exprimée à travers le mécanisme de résiliation-compensation qui permet à un intermédiaire ou à un opérateur d'anéantir les positions ouvertes par une personne défaillante, afin de limiter le risque à un montant net¹². Le créancier d'un intervenant défaillant peut résilier l'ensemble des opérations entre les parties et compenser les dettes et les créances qui y sont afférentes. Plus synthétiquement, le *Close-out Netting* est la combinaison entre la résiliation anticipée et

¹ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, « Marchés financiers : le défi de la transposition DSI », *op. cit.*, p. 83

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 12, p. 9

³ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, « Marchés financiers : le défi de la transposition DSI », *op. cit. et loc. cit.*

⁴ *Ibid.*

⁵ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.*, n° 587, p. 529

⁶ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, « Marchés financiers : le défi de la transposition DSI », *op. cit. et loc. cit.*

⁷ ISDA, « *Payment netting reduces payments due on the same date and in the same currency to a single net payment* », *op. cit.*

⁸ A. CAILLEMER DU FERRAGE, « Close-out netting et faillites internationales », *op. cit.*, spéc. n° 10

⁹ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.*, n° 587, p. 529

¹⁰ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 12, p. 9

¹¹ A. CAILLEMER DU FERRAGE, « Close-out netting et faillites internationales » *op. cit.*, spéc. n° 1

¹² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 12, p. 9

l'évaluation¹ aboutissant à l'établissement d'un solde net. La compensation multilatérale est distincte de la compensation visée à l'article 1289 et suivants du Code civil. Le dispositif *Collateral* prévoit, d'une part, que les dettes et créances afférentes aux obligations financières se compensent entre elles et, d'autre part, que ces dernières se compensent avec les dettes et créances afférentes au contrat de garantie financière. Il s'agit de présenter les traitements curatifs du risque survenu (§2).

§1. Le risque survenu

402. **Plan.** La confrontation de l'article L. 211-36-1-I du Code monétaire et financier et de la définition du « fait entraînant l'exécution » de la garantie financière donnée par l'article 2.1.1) de la directive *Collateral* conduit à s'interroger sur la notion de défaillance (A). Le constat de la défaillance est une condition nécessaire à la mise en œuvre des mécanismes d'éviction de l'opérateur défaillant. Les conventions-cadres envisagent la défaillance comme un « cas de défaut » regroupant tant l'inexécution contractuelle que l'insolvabilité (B).

A. La défaillance

403. **La défaillance.** La défaillance correspond à l'inexécution d'une obligation financière, quelle qu'en soit la cause². Elle ne fait pas l'objet d'une définition générale au sein du Code monétaire et financier³. Une liste des cas de défaillance peut être dressée. Un éclairage est néanmoins fourni par le règlement général de l'AMF et invite à ses référer aux règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*.

Les cas de défaillance. Un auteur a pu fournir une liste non exhaustive des cas de défaillance : « *la non-livraison ou le non-paiement dans le délai imparti de toute somme ou instruments financiers ou actif dû à LCH.Clearnet SA au titre des positions ouvertes enregistrées au nom de l'adhérent compensateur ; [le] défaut de versement des dépôts de garantie, marges, fonds complémentaires et autres couvertures appelées par LCH.Clearnet*

¹ A. CAILLEMER DU FERRAGE, A. CAILLEMER DU FERRAGE, « Close-out netting et faillites internationales », *op. cit.*, spéc. n° 10

² B. SOUSI-ROUBI, *op. cit.*, V° « défaillance » : la défaillance peut être définie comme le non-paiement à l'échéance

³ S. NEUVILLE, « Chambres de compensation : conventions d'adhésions et sous-conventions », *Bull. Joly Bourse*, 2008, p. 74, spéc. n° 17

SA ou la contribution au fonds de garantie de la compensation dans les délais impartis ; la cessation de paiement, [le] redressement judiciaire, [le] règlement administratif, la liquidation amiable ou toutes autres procédures similaires ; la non-livraison ou le non-règlement suite à l'échec d'une procédure de rachat ou de revente »¹. Les cas de défaillance visent tant l'inexécution contractuelle que l'insolvabilité selon le règlement général de l'AMF et les règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*.

La défaillance au sein du règlement général de l'AMF. L'article 541-24 du règlement général de l'AMF fait directement référence aux règles de la compensation établies par *LCH.Clearnet SA* : « [...] 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 [...] »². Le règlement général de l'AMF fait référence aux cas de défaillances contractuelles ou à l'insolvabilité de l'adhérent compensateur. Il convient alors de se retourner vers les règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*.

La défaillance au sein des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*. Selon ces règles, le cas de défaillance vise indistinctement la défaillance contractuelle et l'insolvabilité³. La défaillance contractuelle est caractérisée par la situation dans laquelle l'adhérent compensateur ne peut plus, ou semble ne plus pouvoir, être capable de remplir ses obligations prévues par les règles de la compensation⁴. Quant au cas d'insolvabilité, il s'agit de la situation dans laquelle l'adhérent compensateur est soumis à une procédure d'insolvabilité ou semble susceptible de l'être, eu égard aux informations publiques disponibles⁵. La notion de défaillance est une notion essentielle dès lors qu'elle conditionne la mise en œuvre de la liquidation d'office des positions. Au sein de la directive *Collateral*, le cas de défaillance cède sa place à la notion d'« événement entraînant l'exécution » du contrat de garantie financière défini comme un cas de défaillance.

¹ *Ibid.*, V. art. 1.3.3.8 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

² *Ibid.*

³ Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, V° « cas de défaillance » :

⁴ Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, V° « cas de défaillance contractuelle »

⁵ Règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, V° « cas d'insolvabilité »

404. **La défaillance confrontée à la directive *Collateral*.** La défaillance n'est pas strictement définie par la directive *Collateral*. Elle n'est envisagée qu'à travers « l'événement entraînant l'exécution » du contrat de garantie financière. Or, cet événement est défini comme « *une défaillance ou tout événement similaire convenu entre les parties, dont la survenance, en vertu du contrat de garantie financière ou en application de la loi, habilite le preneur de la garantie à réaliser ou s'approprier la garantie financière ou déclenche une compensation avec déchéance du terme* ». Le cas de défaillance peut être convenu par les parties ce qui revient à traiter la défaillance, outre les dispositions d'ordre public relatives aux procédures collectives, comme un cas de défaut contractuel, c'est-à-dire une inexécution contractuelle. Le Code monétaire et financier, le règlement général de l'AMF ou encore les règles de la compensation visent tant la défaillance contractuelle que l'insolvabilité. En outre, les conventions-cadres, quant à elles, la désignent comme « un cas de défaut ».

B. Le cas de défaut

405. **La défaillance conventionnelle : le cas de défaut.** Les conventions-cadres désignent la défaillance comme un « cas de défaut ». Par exemple, la convention-cadre FBF relative aux instruments financiers envisage le « cas de défaut » comme équivalent de la défaillance. Le cas de défaut se subdivise en trois types d'inexécution : le défaut de paiement ou de livraison, le défaut de constitution ou de restitution de marge ou de sûreté et les autres inexécutions¹. Lorsque « *la partie ne s'exécute pas, à la date d'exigibilité quelconque de ses obligations de paiement ou de livraison au titre de la Convention et n'y a pas remédié dans un délai de trois jours ouvrés suivant la date à laquelle la notification du défaut de paiement ou de livraison lui a été adressée* »² : il s'agit d'un cas de défaut de paiement ou de livraison. Il s'agit d'un cas de défaut de constitution ou de restitution de marge ou de sûreté lorsque « *la partie manque à son obligation de constituer ou de restituer, à la date prévue, la marge ou la sûreté devant être constituée ou restituée par elle* »³. Ces deux premiers cas de défaut correspondent à la défaillance contractuelle envisagée par les règles de la compensation de *LCH.Clearnet*

¹ Art. 6 de la Convention-cadre européenne FBF relative aux opérations sur instruments financiers, *Euromaster Agreement*, mai 2004 (*Master Master Agreement*) ; Art. 7 de la Convention FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme, 2007 (*Master Agreement*)

² Art. 6.1.a.i de la Convention-cadre européenne FBF relative aux opérations sur instruments financiers, *Euromaster Agreement*, mai 2004 (*Master Master Agreement*) ; Art. 7 de la Convention FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme, 2007 (*Master Agreement*)

³ Art. 6.1.a.ii de la Convention-cadre européenne FBF relative aux opérations sur instruments financiers, *Euromaster Agreement*, mai 2004 (*Master Master Agreement*)

SA. L'insolvabilité est classée parmi les autres inexécutions notamment par l'*Euromaster Agreement*¹. Il convient de confronter le cas de défaut à la défaillance telle qu'elle est envisagée et traitée par le dispositif *Collateral*.

406. **La défaillance aux articles L. 211-36-1-II *in fine* et L. 211-40 du Code monétaire et financier.** Le Code monétaire et financier vise deux cas de défaillance assimilables aux cas d'insolvabilité. D'une part, il s'agit des procédures civiles d'exécution, car elles sont susceptibles de déclencher la résiliation, l'évaluation et la compensation des dettes et créances relatives aux obligations financières² et au contrat de garantie financière et, d'autre part, les procédures collectives judiciaires ou amiables ouvertes sur le fondement des dispositions du livre VI du Code de commerce, ou celles régissant toutes procédures judiciaires ou amiables équivalentes ouvertes sur le fondement de droits étrangers. Par conséquent, les procédures civiles d'exécution et les procédures collectives sont à la fois un fait générateur de la résiliation-compensation des positions ouvertes, mais également l'objet de dispositions neutralisantes des règles de droit commun. Par ailleurs, l'article L. 211-36-1-I du Code monétaire et financier vise le mécanisme de résiliation-compensation en raison d'une défaillance contractuelle. La survenance d'une défaillance, d'un cas de défaut ou encore d'un fait entraînant l'exécution du contrat de garantie financière implique un traitement du risque survenu qui a vocation à évincer du marché l'opérateur défaillant.

§2. Le traitement curatif du risque survenu

407. **Présentation.** La compensation de risque des dettes et créances afférentes aux obligations financières et au contrat de garantie financière est un traitement curatif du risque survenu. L'article L. 211-36-1 du Code monétaire et financier prévoit que les dettes et créances afférentes aux obligations financières sont compensables. En outre, l'article L. 211-38-I alinéa 2 du Code monétaire et financier précise que les dettes et créances afférentes aux obligations financières et celles afférentes au contrat de garantie financière se compensent entre elles. Cette compensation peut être une compensation de paiement et de risque³.

¹ Art. 6.1.a.viii de la Convention-cadre européenne FBF relative aux opérations sur instruments financiers, *Euromaster Agreement*, mai 2004 (*Master Master Agreement*)

² Art. L. 211-36-1-II du C. mon. fin.

³ H. de VAUPLANE et J.-P. BORNET, *op. cit.*, 2001, n° 587, p. 529

Une compensation de paiement. La compensation de paiement « vise à simplifier le règlement d'opérations réciproques entre deux ou plusieurs parties »¹. Le dispositif *Collateral* met en place une compensation de paiement au stade de l'exécution de l'opération : il s'agit d'un mode normal de dénouement des opérations. Par ailleurs, le régime des obligations financières présente également les traits caractéristiques d'une compensation de risque.

Une compensation de risque. La compensation de risque « permet à l'une des parties ayant procédé à une compensation de paiement de se prémunir contre le risque de défaillance de son cocontractant »². Elle est l'instrument juridique au service du dénouement forcé des opérations. La liquidation d'office des positions ouvertes se manifeste par une prise de position identique en tous points, mais de sens inverse³. La contre-opération en constitue le support comptable de l'opération. Il s'agit du mécanisme de résiliation anticipée⁴ sanctionnant le défaut contractuel de couverture ou de l'insolvabilité⁵. Cela n'est pas une nouveauté issue de la directive *Collateral*⁶. Seule la compensation de risque est concernée au titre du traitement curatif du risque survenu.

408. **Plan.** Le traitement curatif du risque survenu repose sur la résiliation par compensation, qui a but d'évincer l'intervenant défaillant en dénouant d'office les positions ouvertes sur un marché. Le traitement curatif du risque survenu se fonde soit sur les règles de la compensation édictées par *LCH.Clearent SA (A)*, soit sur les règles contenues dans les conventions-cadres (**B**).

¹ *Ibid.*

² *Ibid.*

³ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 931, p. 720 et 721 ; M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 1001, p. 430

⁴ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 1001, p. 430

⁵ Art. 8 de l'instruction IV.5-2 *LCH.Clearent SA*, Procédures de liquidation et de transfert en cas de défaillance d'un adhérent compensateur, www.lchclearnet.com

⁶ L'ancien art. L. 431-7 du C. mon. fin., antérieur à l'ordonnance de 2005, prévoyait déjà que « les dettes et créances relatives à ces remises ou sûretés et celles afférentes auxdites obligations sont alors compensables conformément au premier et deuxième al. (de cette disposition) ». Auparavant, le *Close-out Netting* ne concernait que « les créances afférentes à toute opération sur instruments financiers » (P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », *op. cit.*, n° 12). Il est d'ailleurs anecdotique de retrouver l'expression d'« obligations financières » dans un ouvrage datant de 1987 au sujet de la liquidation ou du transfert d'office des positions : « Un membre compensateur se trouvant dans l'incapacité d'assumer ses obligations financières liées aux positions qu'il pourrait détenir pour sa clientèle déclencherait un mécanisme de protection financière dans les maillons seraient les suivants : transfert chez un autre membre compensateur ou simple liquidation d'office des positions [...] » (C. LUBOCHINSKY et D. MARTEAU, *Les marchés à terme d'instruments financiers*, 2^{ème} éd. MATIF de Paris, Eska, 1987, p. 85)

A. Les règles de la compensation

409. **Plan.** La liquidation d'office permet d'anéantir les positions ouvertes par un intervenant défaillant. Il s'agit du mode de traitement du risque survenu proposé par les règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*. Il convient de répondre à deux questions pour présenter ce mécanisme curatif : qui a le pouvoir de traiter le risque survenu ? Comment traiter le risque survenu ? Certaines entités sont titulaires de ce pouvoir de liquider d'office les positions (1). En effet, ces entités disposent du pouvoir de déclencher la résiliation anticipée des positions ouvertes qui n'est autre qu'une déchéance conventionnelle du terme des obligations financières (2).

1. Les acteurs de la liquidation d'office des positions

410. **Présentation.** La mission de la chambre de compensation est d'assurer la surveillance des positions¹, d'appeler les marges² et d'effectuer une liquidation d'office des positions³ en cas de défaillance contractuelle ou d'insolvabilité. Le pouvoir de liquider d'office les positions est intimement lié au pouvoir d'appeler de couverture ou d'exiger le règlement des marges. La liquidation d'office est la sanction de l'inexécution de ces obligations. Il convient, en outre, de confronter les entités titulaires de ces pouvoirs au champ d'application *rationae personae* de la directive *Collateral*.

411. **Titulaires du pouvoir de liquider d'office les positions ouvertes par un intervenant défaillant.** Le *Close-out Netting* est mis en œuvre par la contrepartie centrale⁴. La mise en œuvre du *Close-out Netting* nécessite l'intervention de la chambre de compensation. La chambre de compensation et ses adhérents compensateurs sont titulaires du pouvoir de liquider d'office les positions ouvertes par un intervenant défaillant ou insolvable.

¹ Art. L. 541-22 du RG AMF

² Art. L. 541-23 du RG AMF

³ Art. L. 440-1 du C. mon. fin. ; L. 541-23 du RG AMF ; Art. 4.1.0.6 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁴ D. ROBINE, *op. cit.*, n°450, p. 246

La chambre de compensation. La chambre a pour mission de liquider d'office les positions d'un intervenant défaillant¹, depuis la loi de modernisation des activités financières². La chambre de compensation peut procéder à liquidation d'office partielle ou totale des engagements ou positions pour compte propre de l'adhérent défaillant qui n'a pas respecté ses obligations relatives aux règlements des opérations de marché, aux couvertures ou garanties³. En effet, elle peut procéder à la liquidation d'office des positions si l'adhérent compensateur ne répond pas à l'appel de couverture ou ne règle pas les marges. La liquidation d'office des positions permet d'exclure un intervenant défaillant et assure la protection du système financier de la propagation du risque de contrepartie. La chambre de compensation n'est pas la seule titulaire de ce pouvoir, les adhérents compensateurs et les prestataires de services d'investissement en sont aussi titulaires.

Les adhérents compensateurs et les prestataires de services d'investissement. Outre la chambre de compensation, d'autres entités peuvent être titulaires du pouvoir de liquider d'office les positions d'un intervenant défaillant. En effet, les adhérents disposent de cette faculté⁴ ; ils sont en charge de tenir et dénouer les opérations enregistrées auprès de la chambre⁵. L'activité des adhérents compensateurs est un service d'investissement⁶. En réalité, la faculté de liquider d'office les positions ouvertes par un intervenant défaillant est une mesure préventive du risque de système et curative du risque crédit survenu. Les entités titulaires du pouvoir de liquider d'office les positions d'un intervenant défaillant sont les entités réglementées visées au sein du dispositif *Collateral*.

412. **Des entités réglementées titulaires du pouvoir de liquider d'office les positions de l'intervenant défaillant.** La chambre de compensation ainsi que les adhérents compensateurs entrent dans le champ d'application *rationae personae* de la directive *Collateral* ; ils sont tous deux des entités réglementées au sens de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier. En effet, la transposition de la directive du 6 juin 2002 par l'ordonnance du 24 février 2005 innove parce qu'elle fait expressément référence aux chambres de compensation. Le dispositif

¹ Art. L. 440-1 du C. mon. fin. ; art. L. 541-23 du RG AMF ; art. 4.1.0.6 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearenet SA

² Art. 47-I de loi du 2 juillet 1996, loi préc.

³ Art. 541-24 du RG AMF

⁴ Art. 541-27 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearenet SA

⁵ A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L. COQUELET, Th. GRANIER, D. PORACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *op. cit.*, n° 976, p. 584

⁶ *Ibid.*

Collateral a permis, en outre, d'apporter un éclaircissement spécifique à l'activité de *Prime Brokerage*. Initialement, l'objectif repris par l'ordonnance était l'élargissement de la faculté de *Global Netting* ; le champ d'application vise désormais les entreprises d'assurances, les OPVCM et les sociétés de gestion¹. Les *Prime Brokers* sont des acteurs de la gestion alternative. Le *Prime Brokerage* est « un ensemble de services intégrés proposés par les grandes banques d'investissement qui visent à offrir aux sociétés de gestions de fonds alternatifs un guichet unique par lequel leur sont fournies des prestations comprenant, en tout ou partie des services d'exécution d'ordres (« Brokerage »), de tenue de compte conservation ainsi que des services de règlement-livraison et de compensation des transactions »². Le dispositif *Collateral* permet une compensation universelle entre entités réglementées dont font partie les *Prime Brokers*.

413. **Synthèse.** Le pouvoir de liquider d'office les positions ouvertes par un intervenant défaillant ou insolvable est le corollaire de l'obligation d'appeler la couverture et de l'obligation d'exiger quotidiennement le règlement quotidien des marges. La liquidation d'office des positions constitue la sanction du défaut de règlement de la couverture et des marges. La compensation-résiliation qui est le moyen de mettre en œuvre la liquidation d'office est, d'une part, une sanction de l'inexécution de l'obligation de verser la couverture, soit de l'obligation de souscrire un contrat de garantie financière et, d'autre part, une sanction de l'inexécution de l'obligation de régler les marges, soit des obligations financières après l'enregistrement de la transaction, mais avant le dénouement de l'opération. La confrontation du régime des obligations financières aux règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*, quant aux titulaires du pouvoir de liquider d'office les positions ouvertes par un intervenant défaillant, permet de démontrer que si la liquidation d'office est une sanction de l'obligation de verser la couverture et de régler quotidiennement les marges, elle est également une sanction de l'absence de souscription d'un contrat de garantie financière et de l'inexécution des obligations financières consécutives à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. Ces entités ont le pouvoir de liquider d'office les positions d'un intervenant défaillant.

¹ M.-E. TERRET, « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *op. cit.*, n° 137, p. 37

² J. L'HOMME et C. CAFFARD, « Garanties financières et gestion collective », *op. cit.*, p. 96

2. La liquidation d'office des positions ouvertes

414. **Présentation du mécanisme de résiliation-compensation.** Le mécanisme de résiliation-compensation ou de résiliation par compensation¹ est aussi dénommé par son anglicisme, le *Close-out Netting*. Il s'agit du mécanisme qui permet de liquider d'office les positions ouvertes par un opérateur défaillant. La liquidation d'office des positions par compensation, puis la résiliation correspond à la mise en œuvre de trois étapes successives, à savoir la résiliation des contrats en cours, leur évaluation et la compensation des obligations qui en résultent². La mise en œuvre de ce mécanisme est subordonnée à plusieurs conditions. D'une part, l'intervention d'une chambre de compensation est requise pour traiter la défaillance de l'intervenant. D'autre part, la position de l'intervenant défaillant doit être ouverte, c'est à dire non encore dénouée. En somme, la mise en œuvre de la liquidation d'office des positions ouvertes non encore dénouées par un intervenant défaillant repose sur le système de compensation multilatérale.

Première condition : l'intervention de la chambre de compensation. La compensation multilatérale « est l'apanage des marchés dotés d'une chambre de compensation »³. Or, la chambre de compensation compense les opérations formées sur les marchés réglementés ou sur les systèmes multilatéraux de négociation simples ou organisés, respectivement pris en charge par l'entreprise de marché ou une entreprise d'investissement. Il est faux d'affirmer que les opérations de gré à gré se passent de chambre de compensation : le contrat financier peut être formé entre les parties, parfaite expression de la liberté contractuelle dépourvue de l'aspect standardisé des conventions-cadres, mais celles-ci

¹ Le *Close-out Netting* ou la liquidation d'office n'est pas assimilable à une résiliation de droit commun. La résiliation est définie comme une « résolution non rétroactive, nom que prend la résolution [...] dans les contrats successifs qui exclut la rétroactivité. [C'est également le] nom donné à la dissolution du contrat par acte volontaire – comme la révocation mais sans rétroactivité – soit à l'initiative d'une seule partie, notamment dans les contrats à durée indéterminée (résiliation unilatérale), soit sur l'accord des deux parties (résiliation conventionnelle) » (V. Voc. Jur. CORNU, V° « résiliation », p. 768) L'adhésion de l'adhérent compensateur peut être interprétée comme une soumission volontaire aux règles de la compensation établies par *LCH.Clearent SA*. En ce sens, les règles de la compensation sont intégrées dans le périmètre contractuel de son adhésion. La résiliation contenue dans la procédure de *Close-out Netting*, peut être envisagée comme une résiliation conventionnelle, auquel l'adhérent compensateur aurait souscrit dès son adhésion à la chambre de compensation. Cependant, la liquidation d'office des positions n'est pas le fruit de la décision du preneur de position, cocontractant, mais celui de l'intermédiaire chargé d'appeler la couverture (M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 637, p. 283). En effet, l'entité qui détient le pouvoir de résilier n'est pas le créancier de l'obligation. La chambre de compensation ou l'adhérent compensateur ne sont pas créanciers de la position ouverte, mais sont chargés d'appeler la couverture relative à la position prise par le donneur d'ordres.

² A. GAUDEMET, *op. cit.*, n°s 461 et suiv., p. 227 et suiv.

³ D. ROBINE, *op. cit.*, n° 446, p. 244

peuvent décider que la compensation des dettes et créances afférentes au contrat conclu entre-elles sera assurée par la chambre¹. En ce sens, la résiliation-compensation vise les opérations conclues sur un marché réglementé et les opérations conclues de gré à gré, dès lors que l'opération est enregistrée par une chambre de compensation et fait l'objet d'un appel de couverture périodique². La mise en œuvre de la résiliation-compensation est subordonnée à l'enregistrement de l'opération par une chambre de compensation reconnue et un appel de marge périodique. Aussi, le *Close-out Netting* concerne tant les opérations négociées sur un marché que celles conclues de gré à gré pour lesquelles les parties peuvent convenir que leur compensation sera effectuée par la chambre et ce notamment, en application d'une convention-cadre³. Ainsi l'enregistrement de la transaction par une contrepartie centrale est une condition du traitement du risque survenu. Une autre condition est nécessaire à la mise en œuvre du traitement du risque survenu, il doit s'agir d'une position ouverte, c'est-à-dire d'une opération en cours non encore dénouée.

Seconde condition : une position ouverte non encore dénouée par un intervenant défaillant. La présence de l'opérateur défaillant sur le marché représente un risque pour le marché, un risque systémique. Le traitement du risque survenu suppose l'existence d'une opération en cours, non encore dénouée, créant un risque de système. Le traitement du risque survenu est une opération comptable, c'est-à-dire une contre-opération qui permet de liquider⁴ la position ouverte, non encore dénouée.

Une position ouverte. Auparavant, l'inexécution d'une obligation résultant d'une transaction financière⁵ – l'obligation de transférer ou remettre la couverture – était sanctionnée par la liquidation d'office⁶. L'inexécution de l'obligation de transférer ou remettre la couverture pouvait être retenue dès lors que le donneur d'ordres ne répondait pas à l'appel de couverture ou en l'absence de remise des titres ou des fonds au jour de la

¹ A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L. COQUELET, Th. GRANIER, D. PORACCHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *Droit financier*, Dalloz, coll. Précis, Paris, 2008, n° 1019, p. 613 et 614

² Art. L. 211-36-1-III du C. mon. fin.

³ D. ROBINE, *op. cit.*, n° 449, p. 245 ; J.-P. BORNET et H. de VAUPLANE, « Réflexion pour approche globale des opérations de marché », *RDBB*, nov.-déc. 1994, n° 46, p. 248 ; P. GISSINGER, « La sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré : mode d'emploi », *Marchés et techniques financières*, n° 81, mai 1996, p. 62

⁴ M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 467, p. 205 : « Dans la première phase de la liquidation des soldes, la compensation multilatérale correspond au sens restreint du mot liquidation : il s'agit de liquider, de déterminer dans son montant le solde, c'est-à-dire de la position de chacun à l'égard des autres. »

⁵ L'expression est employée par un auteur est fort intéressante dans la mesure elle reprend en quelque sorte le verbe du législateur au sujet des obligations financières.

⁶ *Ibid.*, n°635, p. 281

liquidation¹. Déjà en 1890, tout comme la couverture de l'obligation financière résulte d'opérations sur instruments financiers, l'obligation de couverture résultait de la transaction financière. La liquidation d'office de la position implique que cette position soit ouverte, c'est-à-dire qu'elle est non encore dénouée.

Une opération non encore dénouée. Dans la mesure où la liquidation d'office est la sanction des positions non ou insuffisamment couvertes, cela implique que ces dernières ne soient pas encore dénouées : « *la liquidation est un terme technique qui désigne la résiliation des opérations en cours* »². La liquidation aboutit à la résiliation des opérations avant l'échéance du terme. La mise en œuvre de la faculté de liquider d'office les positions se traduit concrètement par une prise de position identique, mais de sens inverse³. Pour procéder à la liquidation d'office des positions, aucune mise en demeure n'est exigée⁴. La mise en demeure est réservée à la demande de reconstitution de la couverture. L'appel de couverture peut être assimilé à une mise en demeure⁵, car elle doit être expresse. Si l'obligation de couverture n'est pas exécutée, c'est-à-dire en cas d'inexécution de l'obligation de régler quotidiennement les marges, les titulaires du pouvoir de liquider d'office les positions ouvertes peuvent exercer cette faculté à l'encontre de l'intervenant défaillant, par la conclusion d'une contre-opération. Lorsque les conditions pour procéder à la liquidation d'office des positions ouvertes par un intervenant défaillant sont réunies, alors le mécanisme de dénouement forcé peut être mis en œuvre pour traiter définitivement le risque survenu.

¹ Art. 61 al. 3 du décret du 7 octobre 1890 pris pour l'exécution de l'article 90 du code de commerce et de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme : « *Faute pour le donneur d'ordre, d'avoir dans le délai de deux jours de Bourse à partir du jour de l'envoi de ce télégramme, versé le supplément de couverture demandé dans les caisses de l'agent de change, celui-ci peut, sans autre mise en demeure, procéder à la liquidation des engagements et à l'aliénation partielle ou totale de la couverture.* »

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 636, p. 282

³ Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 931, p. 720 : « *l'accomplissement d'une position de sens contraire : elle consiste à prendre une position inverse de la position initiale, et donc à vendre si l'opération initiale résidait dans un achat, et à racheter si l'opération initiale résidait dans une vente* ». Certains auteurs ont pu qualifier cette opération de contre-opération : I. RIASSETTO, *op. cit.*, n°s 271 et suiv., p. 192 et n°s 330 et suiv., p. 233 et suiv. V. M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 636, p. 282. Pour Madame le Professeur M. ROUSSILLE, il est préférable en tel cas de parler de balance du compte de positions. « *Toutes les transactions enregistrées par la chambre au nom de l'adhérent compensateur sont inscrites dans un compte de positions. De même, les transactions enregistrées par l'adhérent compensateur au nom du membre négociateur ou des clients de ce dernier sont comptabilisées dans un compte de positions.* »

⁴ Art. 4.1.0.6 des règles de la compensation édictées par LCH.Clearent SA ; art. 516-10 du RG AMF
L'art. 516-10 du règlement général de l'AMF

⁵ M. STORCK, « Du devoir d'alerte dans le droit des marchés financiers », *Études offertes au Professeur Philippe Simler*, Dalloz, 2006, p. 513, spéc. p. 517 ; I. RIASSETTO, *op. cit.*, n° 524 et suiv., p. 372 et suiv.

415. **Le traitement du risque survenu par une contre-opération.** Le traitement du risque survenu par la chambre de compensation correspond à une opération comptable : la contre-opération. Il s'agit d'une faculté unilatérale à la disposition des titulaires du pouvoir de liquider d'office les positions ouvertes sur un marché.

Le risque survenu traité par une contre-opération. Le risque de volatilité caractérise les positions prises sur des instruments financiers à terme, fermes ou optionnels. Ce risque est maîtrisé par le mécanisme de couverture¹. La couverture doit être constituée par les donneurs d'ordres auprès des adhérents compensateurs et par les adhérents compensateurs auprès de la chambre de compensation. La liquidation d'office des positions intervient en cas de défaillance contractuelle ou d'insolvabilité d'un adhérent compensateur ou d'un donneur d'ordres. Dans sa dimension contractuelle, la liquidation d'office des positions intervient en raison de l'inexécution de l'obligation de couverture² ; plus largement en cas de défaillance ou d'insolvabilité de l'intervenant. Le *Close-out Netting* correspond au mécanisme comptable de compensation provoquée nécessaire à la liquidation d'office des positions. La position rendue liquide par le jeu de la compensation entre ladite position et une autre identique, mais de sens inverse permet la résiliation des opérations en cours. Il s'agit d'une faculté unilatérale de liquider d'office les positions à la disposition de la chambre et de ses adhérents.

Le traitement du risque survenu : une faculté unilatérale de liquider les positions. A la lecture des règles de la compensation, les titulaires du pouvoir de liquider d'office les positions ouvertes³, notamment la chambre de compensation, disposent d'une faculté, mais non d'une obligation⁴, en cas de défaillance contractuelle ou d'insolvabilité¹. Le

¹ J.-J. ESSOMBE MOUSSIO, « La liquidation d'office des positions insuffisamment couvertes », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 191

² M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n°634, p. 281 ; J.-J. ESSOMBE MOUSSIO, « La liquidation d'office des positions insuffisamment couvertes », *op. cit.*, 1997, p. 191 ; Th. BONNEAU et F. DRUMMOND, *op. cit.*, n° 931, p. 720 et 721 ; K. MEDJAOUI, *op. cit.*, n°s 1275 et suiv., p. 432 et suiv.

³ Art. 4.1.0.6 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearnet SA*

⁴ Madame le Professeur M. ROUSSILLE a pu plaider en faveur d'une résiliation automatique des positions qui s'oppose à la lettre des textes précités qui mettent en lumière une simple faculté : « Le terme « d'office » associé à celui de « liquidation » traduit le caractère unilatéral et automatique de la mise en œuvre de l'opération, suite à la réalisation des conditions prédéterminées. » (M. ROUSSILLE, *op. cit.*, n° 637, p. 283). Cependant, un peu plus tard dans les développements, cet auteur précise qu'il s'agit d'une faculté : « En pratique, dès que le client n'a pas répondu à un appel de couverture, l'intermédiaire peut liquider d'office ses positions sans l'avoir averti. Lorsque la liquidation est décidée par la chambre à l'encontre d'un adhérent, elle est quasi instantanée. », (*Ibid.* n° 640, p. 285). En revanche, pour Madame le Professeur P. PAILLER, le terme « d'office » n'implique pas le caractère automatique ; il s'agit de l'expression de la faculté, pour les intermédiaires, de résilier unilatéralement les positions, sans recueillir le consentement du donneur d'ordre défaillant (P. PAILLER, *op. cit.*, n° 352, p. 393

terme d'« office » signifierait que cette faculté est unilatérale² et qu'elle n'appartient qu'aux titulaires de ce pouvoir. Les titulaires de ce pouvoir engagent leur responsabilité s'ils ne liquident pas les positions ouvertes non couvertes³. Ainsi, le terme d'« office » signifie qu'il s'agit d'une obligation pour le prestataire de services d'investissement⁴. Les règles de la compensation constituent le premier fondement de la faculté de liquider d'office les positions ouvertes par un intervenant défaillant. Ce traitement du risque survenu est également prévu par les conventions-cadres.

B. Les conventions-cadres

416. **Plan.** Le contenu des conventions-cadres permet lui aussi le traitement curatif du risque survenu. Elles contiennent des clauses de résiliation anticipée (1) qui prévoient le recours *Close-out Netting* en cas de défaut d'un cocontractant (2).

1. La clause de résiliation anticipée

417. **Présentation.** L'article L. 211-36-1-I du Code monétaire et financier dispose que « 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 ». Depuis la transposition de la directive Collateral, les conventions-cadres ne sont plus une condition de mise en œuvre de la résiliation-compensation. Comme ces conventions confèrent une sécurité juridique importante, la clause de résiliation anticipée qu'elles contiennent est un instrument juridique privilégié au service du traitement du risque survenu.

¹ Art. 4.5.2.4 et 4.5.2.5 des règles de la compensation édictées par *LCH.Clearent SA* ; V. *LCH.Clearent SA*, Instruction n° IV.5-2, Procédures de liquidation et de transfert en cas de défaillance d'un adhérent compensateur, 28 juillet 2009, www.lchclearnet.com

² La liquidation d'office des positions est une résiliation unilatérale dans la mesure où la volonté du preneur de position est écartée.

³ Com., 26 mars 2013, n° 12-13.631, *Bull. civ. IV*, n° 46; *RDBF*, n° 3 mai 2013, comm. 107, note A.-C. MULLER et Com., 26 juin 2012, n° 11-11.450, *Bull. civ. IV*, n° 133 ; *RDBF*, n° 6, nov. 2012, comm. 199, note A.-C. MULLER

⁴ A.-C. MULLER, note sous Com., 26 mars 2013, *op. cit.* : « Comme le souligne d'ailleurs le qualificatif « d'office », le PSI en a l'initiative, il doit le faire dès lors que les positions à terme ne sont plus couvertes, même en présence d'instructions contraires. »

418. **La suppression de la référence aux conventions-cadres de place**¹. Avant la directive *Collateral*², la résiliation-compensation était réservée aux opérations sur instruments financiers régies par une ou plusieurs conventions-cadres³, respectant les principes généraux des conventions-cadres de place, entre deux parties dont l'une au moins était un prestataire de services d'investissement ou une entité réglementée en vertu de l'article L. 531-2 du Code monétaire et financier ou encore un établissement de droit étranger dont le statut était comparable⁴. Auparavant, les principes généraux des conventions-cadres de place étaient érigés comme une condition de fond⁵. Cette condition de fond est abandonnée. En revanche, l'article L. 211-36-I du Code monétaire et financier continue de faire référence aux conventions-cadres, les déchargeant ainsi du qualificatif « de place ». La notion « de place » adjointe aux conventions-cadres était de nature à suggérer des doutes⁶. La doctrine a considéré que la notion « de place » renvoyait aux associations professionnelles⁷. Si la condition de fond est supprimée, la pratique préexistante reconnue par les textes persiste, notamment en raison de la sécurité juridique conférée⁸ ; cela se manifeste par les clauses de résiliation anticipée.

¹ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 27 ; A. LIENHARD, « Transposition de la directive « contrats de garantie financière » (ordonnance du 24 février 2005) », *op. cit.*, p. 634 ; P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », *op. cit.*, n° 14

² L'ancien art. L. 431-7 al. 1 du C. mon. fin. antérieur à l'ordonnance du 24 février 2005 disposait « *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 de 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'art. L. 531-2 ou un établissement non résident ayant un statut comparable, sont compensables selon les modalités prévues par ledit règlement, la ou lesdites conventions-cadres et peuvent donner lieu à l'établissement d'un solde unique compensé.* »

³ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 36, p. 50 : « *Les associations professionnelles élaborent une « convention-cadre » fixant les dispositions d'ordre général, désignée e, pratique sous le terme de Master Agreement, à laquelle les parties doivent adhérer et à laquelle elles décident de soumettre l'ensemble des opérations qu'elles seront amenées à conclure ensemble.* »

⁴ J. L'HOMME et C. CAFFARD, « Garanties financières et gestion collective », *op. cit.*, p. 96

⁵ J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 27

⁶ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 37, p. 51

⁷ Th. BONNEAU, « De la notion de place dans les textes législatifs contemporains », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la dir. de J.-P. MATTOU et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 83, spéc. p. 91-92 ; F. DRUMMOND et Y. SCHMIDT, « Les manifestations en droit financier », *LPA*, 27 novembre 2003, n° 237, p. 22, spéc. p. 23 ; G. ELIET, « Le droit et la place financière française : quelques remarques », *Rev. Éco. Fin.*, n° 57, févr. 2000, p. 195, spéc. p. 196

⁸ 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) », *op. cit.*, p. 1519

419. **La clause de résiliation anticipée.** La résiliation des positions ouvertes présuppose qu'une clause de résiliation anticipée ait été stipulée. Il convient d'envisager la validité et les effets de la clause de résiliation anticipée.

Validité de la clause. La validité de cette clause est subordonnée à son caractère exprès¹. Lorsqu'un événement, un cas de défaut, ou encore un « fait entraînant l'exécution »² selon la directive *Collateral*, la contrepartie de l'intervenant défaillant peut bénéficier de la résiliation de « l'ensemble des transactions en cours entre les parties »³, soit la déchéance du terme affectant les opérations en cours⁴. L'initiative appartient à la partie non défaillante ; elle adresse une notification à la partie défaillante⁵. Le point névralgique est très certainement la nécessité ou non d'une mise en demeure, plus que l'automatisme de la résiliation.

Effets de la clause. La résiliation doit être opposable au tiers, et *de facto*, à la procédure d'insolvabilité. Tel est le choix opéré par le législateur français à la lecture des articles L. 236-36-1- II et L. 211-40 du Code monétaire et financier. La doctrine a pu mettre en lumière le risque de l'arrivée tardive de la notification, après l'ouverture d'une procédure judiciaire d'apurement de passif. L'arrivée tardive de la notification à la partie défaillante pourrait permettre à l'administrateur ou le liquidateur de la rejeter. Pour anticiper la survenance de ce risque, les conventions-cadres internationales ouvrent une alternative quant à la méthode de résiliation : la résiliation sur notification ou la résiliation automatique. La résiliation automatique (*Automatic Early Termination*) permet de déterminer une date, à compter de la date du cas de défaut, antérieure à la procédure d'insolvabilité⁶. Cette clause de résiliation anticipée implique la déchéance conventionnelle du terme en cas de défaillance de l'intervenant.

1. La mise en œuvre de la clause de résiliation anticipée

420. **Plan.** Si les conventions-cadres ne sont plus une condition de fond de la résiliation-compensation, elles demeurent une référence pour les praticiens et méritent, à ce titre, d'être

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 462, p. 227

² Art. 2.1.1 de la directive *Collateral*

³ Art. 7.1.2 de la convention cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme, 2007

⁴ Art. 2.1.1 de la directive *Collateral*

⁵ Art. 7.1.2 de la convention cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme, 2007

⁶ Art. 6.a) *ISDA Master Agreement*, 2002

prises en compte dans le cadre de cette étude¹. Des solutions conventionnelles sont apportées en présence d'un cas de défaut. En effet, la mise en œuvre de la clause de résiliation anticipée contenue dans une à une convention-cadre chapeau permet, d'une part, d'effectuer un *Global Netting* ou de compenser entre eux les soldes dégagés en application de plusieurs conventions-cadres (**a**). La mise en œuvre de cette même convention permet, d'autre part, la compensation du principal et de l'accessoire, c'est-à-dire du solde de compensation avec l'obligation de restitution des actifs remis ou transférés à titre de garantie de l'obligation de payer le différentiel ou de livrer l'actif sous-jacent (**b**).

a. Le Global Netting ou la compensation entre plusieurs conventions-cadres : Master Master Agreement

421. **Pluralité de soldes, pluralité de risques.** La résiliation-compensation peut concerner plusieurs conventions-cadres. Le *Global Netting* permet de compenser les soldes dégagés en application de différentes conventions-cadres². Il présente de nombreux avantages : il permet de réduire le nombre de règlements interbancaires, de limiter le risque de contrepartie et, en particulier, de limiter « *le risque réciproque des parties au montant du solde net, et non à la somme de leurs engagements réciproques* »³. Ces avantages ne sont envisageables que si ces conventions-cadres sont liées entre elles.

422. **Les conventions-cadres liées entre elles.** La liaison des conventions-cadres entre elles a été envisagée dès 2001 par la loi sur les nouvelles régulations économiques⁴. Le principe est repris par l'ordonnance du 24 février 2005. L'objectif est d'aboutir à la compensation des soldes dégagés en application de différentes conventions-cadres⁵. Deux

¹ P. PAILLER, *op. cit.*, n° 44, p. 59 : « L'art. L. 431-7, II, du Code M&F prévoit désormais que les conventions ou les conventions-cadres qui régissent la conclusion d'opérations sur instruments financiers, lorsque l'une des parties ou moins est un établissement de crédit ou un prestataire de services d'investissement, sont résiliables et les dettes et créances qui en découlent compensables. La convention-cadre demeure donc un rempart fondamental contre le risque systémique, en protégeant l'ensemble de la communauté financière et bancaire ; même si la loi prend le relais son rôle est toujours essentiel en pratique. »

² L'art. 29 de la loi du 15 mai 2001 disposait « S'il existe deux conventions-cadres ou plus entre les parties, celles-ci – pour autant que ces parties soient des établissements de crédit, une entreprise d'investissement, une institution visée à l'art. L. 518-1 ou un établissement non résident ayant un statut comparable – peuvent les lier entre elles en sorte que les soldes résultant de la compensation qui viendrait à être effectuée pour chaque convention-cadre conformément à l'alinéa précédent fassent à leur tour l'objet d'une compensation entre eux » ;

³ F. AUCKENTHALER, « Le global netting : l'art. L. 431-7 du Code monétaire et financier modifié par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques », *op. cit.*, p. 1669

⁴ *Ibid.*

⁵ Les conventions-cadres de ISDA (*International Swaps Derivative Association*) pour les swaps et contrats financiers à terme (produits dérivés) : 2002 ISDA *Master Agreement* ; AFB (Association française de banque)

méthodes peuvent permettre de compenser les soldes dégagés en application de plusieurs conventions-cadres : soit il s'agit de l'insertion d'une clause de compensation globale (*Cross-Agreement Bridge*) au sein de chaque convention-cadre ; soit il s'agit de la conclusion d'une nouvelle convention – convention-chapeau¹ ou *Master Master Agreement*.

Première méthode : la clause de compensation globale. La clause de compensation globale a pour objet « *d'attirer toutes les indemnités contractuelles de résiliation dans l'une des conventions-cadres pour y opérer une compensation unique* »². La clause de compensation globale a pour objet de soumettre au régime de la convention-cadre dans laquelle elle s'insère les soldes dégagés en application d'autres conventions-cadres. Dans la mesure où une telle stipulation peut ne pas avoir été prévue *ab initio*, il convient de procéder par voie d'avenant. Ainsi, les praticiens préfèrent utiliser les *Master Master Agreements*³.

Seconde méthode : les conventions-chapeau. Les conventions de globalisation, ou les conventions-chapeau, autrement dénommées *Master Master Agreements* ont pour objet « *d'organiser la compensation des soldes de résiliation issus de plusieurs conventions-cadres en cas de survenance d'un cas de résiliation anticipée* »⁴. À cet égard, il convient de souligner que le bénéfice de ce traitement compensatoire curatif, en présence d'un cas de défaut, est néanmoins limité à certaines opérations.

423. **Les conditions de mise en œuvre du *Global Netting*.** Le *Global Netting* est soumis à certaines conditions. Le *Global Netting* est subordonné à la réunion de quatre conditions : d'abord, un cas de défaut doit être relevé ; ensuite, le *Global Netting* doit avoir été prévu par

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 à la qualité de résident français ; l'AFTB (Association Française des Trésoriers de Banque) pour les pensions livrées ; l'AFTI (Association Française du Titre) et GMSLA (*Global Master Securities Lending Agreement*) pour les prêts de titres ; les ISMA (*International Securities Market Association*) pour les « Repo » ; l'EMA (*Euro Master Agreement*) pour les opérations de pensions livrées ; l'ICOM (*International Currency Option Market Master Agreement*) pour les options de change ; l'IFEMA (*International Foreign Exchange Master Agreement*) ; la FXNET (*Foreign Exchange Netting and Close-out Agreement*) pour les opérations sur devises ; les OSLA (*Overseas Securities Lending Agreement*) pour les prêts de titres ou les *PSA Agreements*, standards dans le domaine de l'industrie ; les GMRA (*Global Master Repurchase Agreement*) pour les pensions livrées ; actuellement en vigueur GMRA 2000, 3^{ème} version ; les MSLA (*Master Securities Lending Agreement*) pour les prêts de titres ; les SLAA (*Securities Lending Authorisation Agreement*) pour les prêts de titres lorsqu'un intermédiaire intervient entre les parties.

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 473, p. 233

² A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 473, p. 233.

³ *Ibid.*

⁴ *Ibid.*

les parties ; enfin, le *Global Netting* ne concerne que certaines opérations et certaines personnes.

Première condition : la présence d'un cas de défaut. La convention de globalisation et de compensation¹ n'a vocation à s'appliquer qu'en présence d'un cas de défaut, autrement dit en présence d'une défaillance contractuelle ou encore d'un cas d'insolvabilité. Un solde de résiliation est dégagé au sein de chaque convention-cadre², puis ces soldes de résiliation – sorte de solde intermédiaire – sont compensés entre eux en application de la convention de globalisation et de compensation pour dégager *in fine* un solde global de compensation³.

Deuxième condition : une stipulation contractuelle. La compensation des soldes issus de l'application de différentes conventions-cadres nécessite une disposition expresse. Les parties doivent avoir prévu l'établissement d'un solde unique⁴.

Troisième condition : certaines opérations. Le préambule de la convention de globalisation et de compensation FBF est extrêmement clair en ce qui concerne les opérations entrant dans le champ de la convention : « *Les parties souhaitent pouvoir compenser entre les soldes de résiliation issus de la compensation des dettes et créances afférentes aux opérations sur instruments financiers ou sur transferts temporaires de propriété d'instruments financiers (les « opérations ») régies par les conventions-cadres de place nationales ou internationales conclues entre les parties et énumérées en Annexe 1 (les « contrats »)* »⁵. Il est loisible de souligner que cette convention-cadre reprend la lettre de l'article L. 211-36-1-I du Code monétaire et financier : « *les dettes et créances y afférentes* » qui correspondent aux obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers⁶ ou contrats financiers. Par conséquent, les opérations donnent naissance aux obligations financières.

¹ Convention de globalisation et de compensation FBF, 2 mai 2002

² Art. 3 de la convention de globalisation et de compensation FBF, 2 mai 2002 : « *Pour chaque contrat, la partie non défaillante procède à la détermination du solde de résiliation des opérations conformément aux dispositions de ce contrat (le « solde de résiliation »), en tenant compte, le cas échéant, des seules remises en pleine propriété à titre de garantie de valeurs, titres, effets, créances ou sommes d'argent effectuées au titre de ce contrat. [...]* ».

³ Art. 4 de la convention de globalisation et de compensation FBF, 2 mai 2002 : « *Après détermination, contrat par contrat, des soldes de résiliation, ceux-ci sont automatiquement compensés entre eux et seul le montant net résultant de cette compensation (le « solde de résiliation global »), calculé par la partie non défaillante, est dû par l'une ou l'autre des parties* ».

⁴ L. 211-36-1-I du C. mon. fin.

⁵ Préambule de la convention de globalisation et de compensation FBF, 2 mai 2002

⁶ L. 211-36-1° du C. mon. fin.

Cependant, les opérations visées par cette convention de globalisation et de compensation sont réductrices de ce que sont les opérations de l'article L. 211-36 du Code monétaire et financier. En effet, la convention-cadre FBF limite les opérations à celles afférentes aux instruments financiers à terme et aux transferts temporaires d'instruments financiers¹. Les parties peuvent souscrire des conventions-cadres « multi-opérations » ou « multi-produits », autrement dénommées par l'anglicisme *Cross-Product Master Agreement*². Ainsi, ces conventions-cadres ont pour objectif de permettre la compensation d'obligations financières résultant d'opérations de nature différente³. « *L'utilisation d'une convention multi-opérations présente l'avantage d'organiser un Close-out Netting appliqué à une assiette globalisée de dettes et créances, autrement dit une compensation globale des opérations découlant de toutes opérations de gré à gré régies par la convention* »⁴. Les opérations ne constituent pas l'unique condition de la mise en œuvre du *Global Netting*.

Quatrième condition : certaines personnes. La compensation des soldes déterminés en application de différentes conventions-cadres est subordonnée au champ d'application *rationae personae* et *rationae materiae* de l'ordonnance du 24 février 2005. Cela signifie que le *Global Netting* est conditionné par la qualité des parties aux conventions-cadres. Par ailleurs, même si la référence aux conventions-cadres comme conditions de fond a été abandonnée par l'ordonnance du 24 février 2005, elle persiste de manière implicite, car « *le solde unique ne peut être établi que si un lien a été établi contractuellement entre les opérations que l'on souhaite compenser globalement* »⁵. La loi établit en quelque sorte une connexité légale entre les dettes et créances afférentes aux obligations financières et au contrat de garantie financière afin de permettre leur compensation.

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 473, p. 233 et n° 475, p. 234 et 235 ; J.-J. DAIGRE, *JCP E*, 2001, act., p. 965. Par ailleurs, la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 aboutit à inclure les opérations de transferts temporaires d'instruments financiers au sein des opérations sur instruments financiers : « *D'une part, le texte précité (Ancien art. L. 431-7 du C. mon. fin.) faisait référence tant aux opérations sur instruments financiers qu'aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers alors même que les seconds relèvent des premières* » ; Th. BONNEAU, « Des nouveautés bancaires et financières issues de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière », *JCP E*, 2003, p. 1325, spéc. n° 36

² A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 471, p. 284 ; ISDA, *Commentary on the ISDA 2001® cross-agreement bridge*, 2001, www.isda.org

³ Art. L. 211-36 et L. 211-36-1-I du C. mon. fin.

⁴ M. ROUSSILLE, « La consécration de la compensation globale par la loi NRE », *RDBF*, sept.-oct. 2001, n° 5, p. 311

⁵ Th. BONNEAU, « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 – Contrats de garantie financière », *op. cit. et loc. cit.*

424. **La connexité légale : la compensation des dettes financières nées de deux ou plusieurs conventions ou conventions-cadres.** Les procédures collectives ne peuvent pas faire obstacle à la compensation. Ce dispositif évite toute remise en cause de la compensation sur le fondement de l'absence de connexité entre les dettes nées de conventions ou conventions-cadres distinctes. Le refus de cette compensation conventionnelle par la loi de la faillite sur le fondement du droit étranger peut entraîner des difficultés dans la mesure où le dispositif ne possède pas la valeur de loi de police. La directive *Collateral* n'est qu'une directive d'harmonisation minimale¹. La connexité légale ainsi établie évite toute remise en cause de la compensation ainsi opérée. Le régime des obligations financières présente un particularisme : les dettes et créances afférentes aux obligations financières se compensent avec celles afférentes au contrat de garantie financière. Autrement dit, les dettes et créances afférentes au principal se compensent avec celles relatives à l'accessoire.

b. Le Global Netting du principal et de l'accessoire, la compensation entre le solde net et l'obligation de restitution

425. **Le Global Netting : compensation entre le solde net et l'obligation de restitution.** Initialement envisagées pour l'efficacité et la licéité des dispositions relatives à la résiliation anticipée et de compensation des opérations en cours², ces règles visent aujourd'hui également les garanties qui couvrent le solde net issu de la compensation³. La résiliation anticipée produit ses effets en cas de défaillance ou de faillite de l'une des parties au « contrat » principal⁴. La résiliation anticipée est envisagée dans la directive *Collateral* comme un mécanisme complémentaire à la compensation : « *la résiliation du contrat principal d'où sont nées les obligations financières donne notamment lieu à compensation des dettes au titre de ces mêmes obligations* »⁵. Le dispositif (ancien article L. 431-7 du Code monétaire et financier, aujourd'hui L. 211-36-1 du Code monétaire et financier), distingue deux types de compensation : d'une part, il s'agit de la compensation des dettes financières (dettes relatives aux obligations financières) entre elles et ; d'autre part, il s'agit de la compensation des dettes de restitution des garanties financières et des dettes financières.

¹ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière (commentaire de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005) », *op. cit.*, p. 64

² F. AUCKENTHALER, « Le global netting : l'art. L. 431-7 du Code monétaire et financier modifié par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques », *op. cit.*, p. 1669

³ *Ibid.*

⁴ S. PRAICHEUX, « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière (commentaire de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005) », *op. cit.*, p. 63

⁵ *Ibid.*, spéc. p. 64

Finalement, il s'agit de la compensation des dettes et créances relatives au principal avec celles relatives à l'accessoire¹. La confrontation de cette compensation spéciale invite à s'interroger, notamment au sujet de l'absence de fongibilité entre les dettes et créances compensées et de leur exigibilité.

426. **Compensation de choses non fongibles.** La fongibilité est une des conditions traditionnelles relatives à la compensation. En effet, l'article 1291 dispose « *la compensation n'a lieu qu'entre deux dettes qui ont également pour objet une somme d'argent, ou une certaine quantité de choses fongibles de la même espèce et qui sont également liquides et exigibles* ». Les textes permettent la compensation de choses non fongibles, sans distinction de la nature de l'objet ou encore des dettes compensables (la compensation des dettes et créances relatives aux seules obligations financières ou entre ces dernières et les dettes et créances relatives au contrat de garantie financière, notamment les dettes de restitution des actifs transférés à titre de garantie des obligations financières). Le dispositif *Collateral* permet ainsi aux dettes et créances relatives à des instruments financiers de se compenser avec celles relatives à des effets, des créances ou des sommes d'argent. L'objectif est, d'une part, de disposer d'un régime simplifié dérogatoire du droit commun de la compensation et, d'autre part, de ramener les différents véhicules d'obligations à leur expression commune et peu juridique qu'est la valeur économique. Si ces dettes et créances ne sont pas fongibles entre elles, elles ne sont pas non plus exigibles.

427. **Compensation de dettes non exigibles.** La directive ainsi que l'ordonnance de transposition n'innovent pas à cet égard : la compensation des dettes et créances de l'obligation garantie avec celles relatives à la garantie était déjà prévue dans le dispositif antérieur. Cependant, des interrogations persistaient, car la compensation entre les dettes et créances principales et les dettes et créances accessoires n'allait pas de soi. Le régime des obligations financières dépasse ainsi les difficultés afférentes aux conditions de la compensation légale pour fournir un traitement préventif et curatif à la défaillance des parties à l'opération financière.

¹ *Ibid.*

Conclusion de la sous-section II

428. L'éviction curative du risque crédit survenu afférent aux obligations financières est une nécessité. Le risque survenu correspond au cas de défaillance ou encore au cas de défaut, c'est-à-dire un cas de défaillance contractuelle ou un cas d'insolvabilité. La compensation provoquée ou la liquidation d'office des positions est le moyen à la disposition de la chambre de compensation pour traiter le risque crédit survenu, en évinçant l'opérateur défaillant, avant qu'il ne se propage et ne devienne un risque de système. La liquidation d'office des positions est une mesure mise en œuvre pour protéger le système financier, c'est-à-dire ses marchés, ses intermédiaires, ses infrastructures. Les conventions-cadres contiennent des clauses de résiliation anticipée dont la mise en œuvre permet la liquidation des positions ouvertes par un intervenant défaillant par compensation.

Conclusion de la section II

429. Le risque crédit, foyer du risque de système, est le cœur du dispositif *Collateral* : la propagation du risque crédit peut mener à la survenance d'un risque de système susceptible de déstabiliser tout le système financier. Ainsi, le traitement du risque crédit par son éviction est nécessaire. Cette éviction peut être préventive ou curative.

430. Les risques de l'opération de marché doivent être évincés de manière préventive pour qu'ils ne surviennent pas. Le traitement des risques est une d'une importance que les obligations conditionnant ou consécutives à l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation deviennent des conditions d'accès et de maintien sur le marché. Concrètement ; la conclusion d'un contrat de garantie financière est une condition d'accès au marché et l'exécution des obligations financières, pendant l'exécution de l'opération de marché, une condition de maintien sur le marché. D'abord, l'exécution des obligations concourant à l'éviction préventive du risque crédit permet d'accéder au marché parce que le dépôt initial de garantie est un contrat de garantie financière. La conclusion d'un contrat de garantie financière permet d'accéder au marché et est une condition d'existence de l'opération. Ensuite, l'exécution des obligations concourant à l'éviction préventive du risque crédit permet de se maintenir sur le marché parce que l'obligation de régler les marges est une obligation financière qui a vocation à chasser quotidiennement le risque de variation de cours. L'inexécution de cette obligation est sanctionnée par la liquidation d'office des positions.

L'exécution des obligations financières pendant la période d'exécution de l'opération de marché à terme est une condition de maintien sur le marché.

431. Le risque crédit de l'opération de marché survenu doit être évincé de manière curative avant qu'il ne devienne un risque de système. L'éviction curative s'opère par l'éviction de l'opérateur défaillant grâce à la liquidation d'office de ses positions. D'abord, l'éviction curative du risque crédit par celle de l'opérateur nécessite que le risque soit survenu. La survenance de ce risque correspond au cas de défaillance ou encore au cas de défaut, c'est-à-dire un cas de défaillance contractuelle, précisément l'inexécution des obligations financières ou encore l'absence de conclusion d'un contrat de garantie financière, ou un cas d'insolvabilité. Ensuite, l'éviction curative du risque crédit nécessite de résilier les positions ouvertes par l'opérateur défaillant par la liquidation d'office de ses positions. La chambre de compensation, les adhérents compensateurs et les prestataires de services d'investissement disposent du pouvoir de liquider les positions ouvertes par un intervenant défaillant. Cette position est liquidée et appariée avec une autre identique, mais de sens inverse. Les conventions-cadres contiennent des clauses de résiliation anticipée qui permettent un dénouement forcé des opérations par compensation (*Master Agreement*) ou par super-compensation (*Master Master Agreement*) lorsque plusieurs conventions-cadres sont liées entre elles.

Conclusion du chapitre 1

432. Le traitement des risques de l'opération de marché est nécessaire pour éviter que le risque crédit, non encore survenu ou survenu, ne se mue en risque de système. Comme l'obligation financière naît d'une opération de marché enregistrée, alors le traitement des risques de l'opération de marché concerne l'exécution des obligations financières. Le dispositif *Collateral* contient des mesures qui limitent et évincent le risque d'inexécution des obligations financières.

433. D'abord, la limitation du risque crédit est une nécessité qui repose soit sur un transfert volontaire, soit sur le système de compensation multilatérale. D'une part, les contrats afférents aux obligations financières sont cessibles ce qui permet la circulation du risque. La circulation de l'obligation financière repose sur l'approche objective de l'obligation financière permettant d'attribuer une valeur à la position contractuelle. Ensuite, la réduction du risque crédit afférent

à l'inexécution des obligations financières repose sur le système de compensation multilatérale. La réduction des risques est assurée, d'une part, par la faculté de révocation unilatérale de la position ouverte et, d'autre part, les mécanismes conventionnels de compensation permettent une expression unique de la pluralité de risques. Mais lorsque le risque est survenu, c'est-à-dire lorsque l'opérateur est défaillant, il doit être évincé de la collectivité avant que le risque ne se propage et ne devienne un risque de système.

434. Ensuite, l'éviction du risque d'inexécution des obligations financières est soit préventive, soit curative. L'éviction préventive du risque crédit nécessaire pour accéder au marché et pour se maintenir sur le marché. En effet, la garantie des obligations financières par un contrat de garantie financière est une condition d'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. De la même manière, l'exécution des obligations financières consécutives à la constatation de la variation de cours, l'obligation de régler les marges, est une condition de maintien sur le marché. Avant que le risque ne survienne, il doit être évincé de manière préventive. Lorsque le risque est survenu, c'est-à-dire lorsque la garantie financière n'a pas été fournie ou actualisée par le règlement des obligations financières, le traitement du risque survenu exige son éviction curative. En présence d'un cas de défaillance, elle suppose la mise en œuvre de la compensation provoquée. L'éviction définitive du risque crédit par la liquidation d'office des positions est mesure protectrice du marché qui a vocation à éviter que le risque crédit survenu ne se mue en risque de système. Par conséquent, le traitement du crédit, foyer du risque de système, offert par le dispositif *Collateral* est nécessaire, mais présente, malheureusement, un inconvénient majeur : il est facteur de risques.

CHAPITRE 2. LE TRAITEMENT IMPARFAIT DES RISQUES DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ

435. **Présentation.** L'encadrement, l'anticipation, la limitation, la réduction, l'éviction sont autant de moyens de traiter les risques inhérents ou consécutifs à l'inexécution des obligations financières : le risque crédit. La protection du système financier et de ses marchés nécessite un traitement efficace des risques. La question est de savoir si les traitements proposés par le dispositif *Collateral* sont ou non parfaitement efficaces. Une contradiction se manifeste en tentant de répondre à cette question : d'un côté, le traitement des risques est nécessaire ; de l'autre, il est facteur de risques, car elle laisse subsister certains risques et en crée de nouveaux. Le traitement des risques d'inexécution des obligations financières nées de l'opération de marché est imparfait pour deux raisons.

Première raison : la persistance et la création de nouveaux risques intrinsèques au dispositif *Collateral*. Le risque crédit n'est pas toujours évincé. Au contraire, il est déplacé. Par conséquent, le risque persiste. Au-delà, il y a des risques dits invisibles. On sait qu'ils sont susceptibles d'exister, mais ils ne se manifestent pas. Il s'agit concrètement de la part congrue des dérivés négociés de gré à gré entre contreparties non financières. Le dispositif *Collateral* est imparfait, car il est facteur de risques intrinsèques (**SECTION I**).

Seconde raison : la création de nouveaux risques extrinsèques au dispositif *Collateral*. Le traitement des risques relatifs ou consécutifs à l'inexécution des obligations financières est facteur de risques. De nouveaux risques extrinsèques au dispositif *Collateral* sont créés. Le dispositif *Collateral* est imparfait, car il est facteur de risques extrinsèques (**SECTION II**).

SECTION I. UN TRAITEMENT FACTEUR DE RISQUES INTRINSÈQUES

436. **Plan.** Le risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières persiste et se renouvelle. Il s'agit de risques intrinsèques au dispositif *Collateral*. D'un côté, le risque crédit persiste. De l'autre, de nouveaux risques sont créés. D'un côté, le risque crédit, c'est-à-dire le risque d'inexécution des obligations financières, persiste en raison du risque d'inefficacité de la garantie qui réside dans la nature des actifs remis ou transférés à titre de garantie : les contrats financiers (**SOUS-SECTION I**). De l'autre, le risque se renouvelle, c'est-à-dire que cette situation engendre un nouveau risque crédit : l'inexécution des obligations du garant ou du constituant (**SOUS-SECTION II**).

SOUS-SECTION I. LA PERSISTANCE DU RISQUE CRÉDIT

437. **Plan.** Le risque, lorsqu'il est connu, peut être visible ou invisible¹. La persistance du risque se borne au risque visible donc connu. Certains risques visibles persistent. Le risque d'inexécution des obligations financières est un risque connu pour lequel le dispositif *Collateral* et le règlement EMIR proposent des traitements. Mais ces traitements s'avèrent imparfaits dès lors que les risques contre lesquels les dispositifs entendent lutter persistent. D'un côté, le risque d'inexécution des obligations financières persiste en raison de l'inefficacité de la garantie financière (§1). De l'autre, le risque d'inexécution des obligations financières afférentes à un dérivé conclu de gré à gré persiste et suscite des inquiétudes (§2).

§1. L'inefficacité de la garantie financière

438. **Plan.** L'article L. 211-38-I du Code monétaire et financier prévoit que les parties peuvent remettre ou transférer à titre de garantie des obligations financières notamment des instruments financiers ou des contrats. Il s'agit de tous les instruments financiers ; or les instruments financiers aux termes de l'article L. 211-1 du même code sont les titres et les contrats financiers et, autrement dit instruments financiers à terme². Donc, en l'absence de

¹ J. BOUYSSOU, *Théorie générale du risque*, Economica, Paris, 1997, p. 31 : « On est là dans le domaine de l'indéterminé, qui est redoutable pour l'analyste : il faut distinguer avec soin :

- les conséquences inconnues, imprévisibles d'un risque connu,

- le risque non décrit, non encore advenu, mais qui rentre dans une catégorie de risques connus,

- le risque non connaissable, dont on n'a pas encore d'idée. »

² La loi ne définit pas, la loi énumère les instruments financiers à terme de manière non limitative. Cette situation

précision du législateur, tout contrat et tout instrument financier peuvent constituer un actif remis ou transféré à titre de garantie des obligations financières. En réalité, concernant les contrats financiers remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières, il existe deux risques.

Le premier risque : une nomenclature des contrats financiers illisible et caractérisée par des erreurs structurelles. Cette nomenclature concerne directement l'efficacité du contrat de garantie financière puisque les instruments financiers sont des actifs qui peuvent être transférés ou remis en garantie des obligations financières. Le manque de clarté de cette nomenclature, préférant la méthode de l'énumération à celle de la définition, constitue un risque juridique (A).

Le second risque : la nature des droits conférés par les actifs remis ou transférés en garantie des obligations financières. Les actifs remis ou transférés en garantie de l'exécution des obligations financières sont eux-mêmes facteurs de risques. Le contrat financier optionnel est le cas illustrant le mieux le principe selon lequel l'efficacité de la garantie réelle est fonction de la valeur des actifs remis ou transférés en garantie. Les contrats financiers lorsqu'ils sont remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières sont féconds d'un risque de contrepartie contre lequel le contrat de garantie financière entend lutter (B).

A. Les actifs remis ou transférés en garantie de l'exécution des obligations financières

439. **Les actifs remis ou transférés à titre de garantie des obligations financière à risques.** L'article L. 211-1 du Code monétaire et financier prévoit que les instruments financiers se composent à la fois de titres financiers (titres de capital émis par les sociétés par action, les titres de créances ; les parts ou actions d'organismes de placement collectif) et de

conduit à manier une notion dont le contenu ne peut être déterminé avec précision. Plusieurs raisons conduisent à un tel choix pour le législateur : diversité des conventions en vigueur et innovation financière incessante. L'absence de définition conceptuelle de ce que constitue véritablement un instrument financier à terme éteint le débat de la qualification juridique. Les instruments financiers sont visés et énumérés respectivement par les art. L. 211-1 et D. 211-1 A du C. mon. fin. Il est permis de s'interroger quant à l'objectif poursuivi en ce qui concerne le recours à la forme réglementaire. Bien que ce processus puisse être considéré comme peu esthétique, il présente l'avantage de la souplesse. En effet, la forme réglementaire permet au pouvoir exécutif de prendre en compte l'innovation des marchés financiers. Cependant, il est peut-être fâcheux que la flexibilité de la règle l'emporte sur la lisibilité de celle-ci

contrats financiers ou instruments financiers à terme. Les contrats financiers font l'objet d'une énumération prévue à l'article D. 211-1 A du Code monétaire et financier. Cette énumération contient des hiérarchies structurelles qui se chevauchent et qui ne répondent pas à l'impératif de clarté. En réalité, la nomenclature proposée est axée autour de quatre notions : le contrat financier, son sous-jacent, la sphère de négociation et son mode de dénouement. Ainsi, pour présenter les conséquences à l'égard de l'obligation financière garantie de ces distinctions, nous n'envisagerons que celles relatives au contrat et à son sous-jacent.

440. **Première notion : le contrat financier.** La première notion envisagée par l'article D. 211-1 A du Code monétaire et financier est le contrat financier, qu'il s'agisse de contrats financiers à terme ferme ou optionnels. Deux questions se posent à l'occasion de la confrontation du dispositif *Collateral* à cette énumération légale.

Première question : Quelles sont les conséquences à l'égard de l'assiette de la garantie de l'isolement du contrat d'échange dans cette énumération légale ? L'article D. 211-1 A, I, 1° du Code monétaire et financier procède à une énumération qui implique d'isoler chacun des éléments énumérés : le contrat d'option, le contrat à terme ferme et le contrat d'échange. Or, le contrat d'échange est un contrat à terme ferme négocié de gré à gré. Dans ce cas, il se confond alors avec la deuxième proposition de l'énumération. La formulation est alors redondante. Par ailleurs, la pratique a développé un mécanisme permettant au *Swap* de devenir optionnel¹. Le *Swap* devient alors un contrat d'option. Par conséquent, le contrat d'échange peut être à la fois un contrat financier à terme ferme ou un contrat financier à terme optionnel. Il s'agit d'une distinction implicite ne tenant pas à l'essence de la notion, tout comme l'accord sur taux futur, mais à sa sphère de négociation. Concernant l'apport à l'égard de l'assiette de la garantie, l'isolement du contrat d'échange ferme ou optionnel n'apporte rien de spécifique. En revanche, le contrat d'échange permettant de substituer un actif à un autre a un impact sur l'assiette de la garantie. En somme, ce n'est pas l'isolement dans l'énumération des contrats financiers, mais la nature du droit conféré par le contrat financier qui implique des conséquences à l'égard de l'assiette de la garantie.

¹ A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L. COQUELET, Th. GRANIER, D. PORRACHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *op. cit.*, n° 1071, p. 637

Seconde question : doit-on se satisfaire de la désignation des actifs remis ou transférés en garantie des obligations financières par « tout autre contrat à terme » ?

L'article 211-1 A, I, 8° du Code monétaire et financier constitue une sorte de clause balai en visant « tout autre contrat à terme ». Cela signifie que tout contrat financier, quelles que soient les distinctions faites, est susceptible d'être un actif de l'assiette du contrat de garantie financière. Est-ce satisfaisant ? Non ! En réalité, cela révèle une idée essentielle : la valeur supplante la forme de l'actif.

441. **Seconde notion : le sous-jacent.** D. 211-1 A, I du Code monétaire et financier est l'illustration de la pluralité des sous-jacents possibles du contrat financier. Les sous-jacents visés par cette disposition sont de nature diverses : taux, instruments financiers, devises, rendements, indices, mesures financières, marchandises, risques crédit, variables climatiques, tarifs de fret, autorisations d'émissions, taux d'inflation, statistiques économiques officielles. La question est de savoir si on doit se satisfaire d'un actif remis ou transféré en garantie des obligations financières alors qu'il sert lui-même à transférer des risques. Selon les articles L. 211-38 et 2 D. 211-1 A, I du Code monétaire et financier, un contrat financier servant au transfert du risque crédit peut être un actif remis ou transféré à titre de garantie des obligations financières. Cela signifie qu'un contrat financier élaboré pour couvrir un risque est un actif susceptible d'être remis pour en couvrir un autre. Et si la stratégie se révélait être une mauvaise anticipation ? Et si l'évolution était défavorable ? L'économie du contrat de garantie financière serait alors ruinée et son efficacité serait anéantie. Par conséquent, comme les actifs remis ou transférés en garantie de l'exécution des obligations financières sont facteurs de risques, alors la garantie est susceptible d'être inefficace.

B. Les risques de l'actif remis ou transféré en garantie des obligations financières

442. **Plan.** La nature des droits conférés par les actifs remis ou transférés en garantie laisse le risque crédit subsister. Le contrat financier peut être à terme ferme ou optionnel. Or, le contrat financier est l'actif transféré ou remis à titre de garantie des obligations financières. Tant le contrat financier à terme ferme que le contrat financier à terme optionnel, assiette du contrat de garantie financière, impliquent un nouveau risque crédit : dans le premier cas,

l'assiette de la garantie est au mieux réduite ; dans le second, à défaut de levée d'option, l'assiette de la garantie est inexistante.

Premier cas : le contrat financier à terme ferme. Le risque de contrepartie persiste en raison de l'écoulement du temps entre l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation et l'échéance pendant lequel l'opérateur peut subir un risque de cours défavorable. Une date d'échéance lointaine implique un risque de marché corrélatif : plus le risque est éloigné dans le temps, plus il est grand. Ainsi, dans ces conditions, la valeur de la position contractuelle d'un contrat à terme ferme remis ou transféré à titre de garantie des obligations financières serait anéantie et ruinerait l'efficacité de la garantie (1).

Second cas : le contrat financier à terme optionnel. Les risques de contrepartie persistent aussi dans le cas d'une remise ou d'un transfert à titre de garantie des obligations financières d'un contrat financier optionnel¹. La garantie serait ruinée si l'opérateur détenteur d'une position optionnelle ouverte ne levait pas l'option (2).

1. La persistance et la création de nouveaux risques

443. **La nature des droits conférés par les actifs remis ou transférés en garantie des obligations financières.** Les contrats financiers, remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières, sont féconds d'un risque de contrepartie contre lequel le contrat de garantie financière entend lutter. Cette situation est hérétique. En réalité, ce second risque se subdivise en deux autres cas : le premier, celui du contrat financier à terme ; le second, celui du contrat financier à terme optionnel.

444. **Premier cas : Le contrat financier à terme.** Le risque de contrepartie persiste en raison de l'écoulement du temps entre l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation et l'échéance pendant lequel l'opérateur peut subir un risque de cours défavorable. Une date d'échéance lointaine implique un risque de marché corrélatif : plus le risque est éloigné dans le temps, plus il est grand. Ainsi, dans ces conditions, la valeur de la

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 365, p. 179 : « L'introduction des « instruments financiers » en remplacement des « titres » a eu pour effet de faire entrer les dérivés eux-mêmes dans le domaine d'application du dispositif par le truchement de L. 211-1-I du Code monétaire et financier. »

position contractuelle d'un contrat à terme ferme remis ou transféré à titre de garantie des obligations financières serait anéantie et ruinerait l'efficacité de la garantie.

445. **Second cas : le contrat financier à terme optionnel.** Les risques de contrepartie persistent également dans le cas d'une remise ou d'un transfert, à titre de garantie des obligations financières, d'un contrat financier optionnel¹. La garantie serait ruinée si l'opérateur détenteur d'une position optionnelle ouverte ne levait pas l'option. Cet état du droit positif peut être surprenant à deux égards : d'une part, il s'agit de la remise ou du transfert de propriété de quelque chose dont le constituant ou garant n'est pas encore propriétaire ou titulaire² ; d'autre part, il peut s'agir d'une chose dont ce dernier ne sera jamais propriétaire ou titulaire, dans le cas précis d'un instrument financier à terme optionnel³.

446. **Conséquences.** Dans le premier cas, l'assiette de la garantie est au mieux réduite ; dans le second, à défaut de levée d'option, l'assiette de la garantie est inexistante. Cela signifie, qu'au lieu d'anticiper, réduire ou évincer le risque, un nouveau risque crédit est créé : le risque crédit afférent à l'actif transféré ou remis à titre de garantie. Au lieu de chasser le risque, un nouveau risque s'adjoint en raison de la nature des droits conférés par les actifs transférés ou remis en garantie des obligations financières. Mais, il faut penser que la pratique en limitera le recours à de tels actifs⁴. En réalité, le problème qui se pose n'est pas un problème de principe, mais un problème de degré. En ce sens, des propositions peuvent être formulées pour réduire ou évincer la persistance du risque de contrepartie⁵.

¹ A. GAUDEMET, *op. cit.*, n° 365, p. 179 : « Or que seraient des remises en pleine propriété de dérivés à titre de garantie ? On a peine à le concevoir et l'on aimerait qu'il s'agisse d'une simple maladresse du législateur. »

² J.-J. DAIGRE et M. ROUSSILLE, « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *op. cit.*, p. 28 : « Ensuite, il peut s'agir d'« instruments financiers », précision apportée par l'ordonnance, ce qui a priori engobe les instruments financiers à terme ; mais comment remettre en pleine propriété de tels instruments ? »

³ *Ibid.*, p. 28 : « L'entrée des « contrats » dans l'énumération est également surprenante, car, là encore comment « remettre en pleine propriété des contrats » ? »

⁴ P. GISSINGER, « Garanties financières et opérations de marché », *op. cit.*, p. 93 : « De la même manière, les opérateurs et les praticiens ne manqueront pas d'imaginer des applications originales à la reconnaissance du contrat comme objet possible de garantie. Néanmoins, la finalité du mécanisme limitera sans doute le type de contrats utilisables dans ce contexte puisqu'il s'agit essentiellement de couvrir des risques financiers par la remise au créancier de biens représentatifs d'une valeur tangible. En pratique, seuls les contrats unilatéraux dont le constituant de la garantie serait le bénéficiaire ou les contrats synallagmatiques qui auraient été partiellement exécutés semblent pertinents. Par exemple, la vente dont le prix aurait été payé mais qui reste à livrer ne sera plus, en fait, un contrat synallagmatique mais assimilable économiquement à une créance qui serait une remise en propriété. »

⁵ *Ibid.*, spéc. p. 93 : « De la même manière, les opérateurs et les praticiens ne manqueront pas d'imaginer des applications originales à la reconnaissance du contrat comme objet possible de garantie. Néanmoins, la finalité

2. Les solutions

447. **La qualité plus que la nature des actifs éligibles.** La persistance du risque crédit est une problématique essentielle. Les opérationnels ont mis en place des conditions s'agissant des actifs remis ou transférés à titre de garantie de manière à réduire la persistance de ce risque crédit, malgré la fourniture d'une garantie financière.

La qualité et liquidité. Tous les « *Collaterals* » ne se valent pas et pourtant leur remise ou transfert doivent lutter contre le risque d'inexécution des obligations financières nées d'une opération de marché enregistrée. La qualité de l'actif remis ou transféré à titre de garantie des obligations financières est appréciée par rapport à sa liquidité et par rapport à la qualité de son émetteur. En réalité, la qualité de l'actif est déterminée par les réponses apportées à deux questions : l'actif est-il liquide ? L'émetteur de cet actif présente-t-il un risque crédit ? En ce qui concerne l'impératif de liquidité des actifs remis ou transférés à titre de garantie, le CERS a eu l'occasion de se prononcer au sujet des actifs éligibles dans le cadre du règlement EMIR¹. Selon le CERS, certaines garanties peuvent être considérées comme très liquides si huit recommandations sont respectées².

Première recommandation : le pays de l'émetteur. La référence au pays de l'émetteur pour déterminer le niveau de risque crédit est indifférente puisque ce paramètre est déjà pris en compte dans l'évaluation du risque crédit de l'émetteur³.

Deuxième recommandation : la transférabilité et la valeur des garanties. La certitude de la transférabilité et de la valeur des garanties ne doivent pas être entravées par un droit étranger. Elles doivent être assurées par la dépossession du constituant. Elles ne doivent pas être soumises à un risque juridique de requalification en application d'un droit étranger, à la demande du garant/constituant ou d'un tiers. Elles ne doivent pas pouvoir être annulées sur le

du mécanisme limitera sans doute le type de contrats utilisables dans ce contexte puisqu'il s'agit essentiellement de couvrir des risques financiers par la remise au créancier de biens représentatifs d'une valeur tangible. En pratique, seuls les contrats unilatéraux dont le constituant de la garantie serait le bénéficiaire ou les contrats synallagmatiques qui auraient été partiellement exécutés semblent pertinents. Par exemple, la vente dont le prix aurait été payé mais qui reste à livrer ne sera plus, en fait, un contrat synallagmatique mais assimilable économiquement à une créance qui serait une remise en propriété. »

¹ CERS, Avis CERS/2012/3, 31 juillet 2012, *JOUE*, C 286/13, 22 septembre 2012

² Paragraphe 3 de l'avis CERS/2012/3 préc.

³ Paragraphe 3.1 de l'avis CERS/2012/3 préc.

fondement du droit interne ou étranger, en raison de la faillite d'un membre du système de compensation ou du garant/constituant¹.

Troisième recommandation : le temps. Les contreparties doivent disposer de règles juridiques et opérationnelles lui permettant une utilisation rapide des garanties transfrontalières².

Quatrième recommandation : Les règles prudentielles concernant les garanties financières³. Le CESR recommande que l'acceptation des garanties financières par les membres du système de compensation soit subordonnée au respect de règles prudentielles. D'abord, les garanties financières dont l'assiette est constituée par des instruments financiers émis par un membre du système et déposés en garantie par un autre membre de ce système devraient être limitées ou soumises à une décote. Ensuite, les actifs remis ou transférés à titre de garantie ne devraient être que des titres cotés en bourse. Enfin, des règles devraient être instaurées, d'une part, pour mesurer les liens de constitution croisée de garanties entre les membres du système de compensation et, d'autre part, pour clarifier comment une contrepartie centrale peut faire face au risque de change.

Cinquième recommandation : la concentration des garanties. Le CESR recommande de déterminer des limites de concentration des réserves de garanties, car plus la liste des actifs éligibles est restreinte, plus leur diversification est difficile⁴.

Sixième recommandation : la réutilisation des actifs remis ou transférés en garantie et l'acceptation d'actifs réutilisés. Le CESR recommande de préciser, d'une part, dans quelle mesure la contrepartie centrale est capable de réutiliser (*re-use*) les actifs transférés en garantie et, d'autre part, dans quelle mesure elle peut accepter des actifs réutilisés en garantie des obligations financières⁵.

¹ Paragraphe 3.2 de l'avis CERS/2012/3 préc.

² Paragraphe 3.3 de l'avis CERS/2012/3, préc.

³ Paragraphe 3.4 de l'avis CERS/2012/3, préc.

⁴ Paragraphe 3.5 de l'avis CERS/2012/3, préc.

⁵ Paragraphe 3.6 de l'avis CERS/2012/3, préc.

Septième recommandation : La transparence concernant les actifs remis ou transférés en garantie¹. Le CESR recommande d’instaurer de la transparence concernant les actifs éligibles pour constituer l’assiette d’un contrat de garantie financière et utilisables (acceptables) par les contreparties centrales. La mise en œuvre de cette recommandation permettrait un meilleur contrôle des autorités de tutelles et un meilleur contrôle des risques.

Huitième recommandation : La révision fréquente des règles en matière d’éligibilités des actifs remis ou transférés à titre de garantie². Le CESR recommande d’être prudent concernant la mise en œuvre des règles d’éligibilités des actifs remis ou transférés en garantie. Cette prudence impose une mise à jour fréquente pour une meilleure préhension du risque systémique.

Exemple de mise en œuvre de l’exigence de qualité par la chambre de compensation. L’instruction édictée par *LCH.Clearnet SA* intitulée « *Collateral accepté au titre des exigences de couverture* »³ est riche d’enseignement sur le procédé employé par la chambre de compensation pour enrayer la persistance du risque crédit. L’idée est que la garantie ne vaut que ce que ses actifs remis ou transférés ne valent. Cette instruction n’est applicable qu’aux membres du système, c’est-à-dire aux adhérents compensateurs. Par ailleurs, elle ne vise qu’une face de la couverture : le dépôt initial de garantie, autrement dit le contrat de garantie financière. S’agissant des actifs remis ou transférés à titre de garantie, l’instruction de la chambre de compensation contient une annexe déterminant « *les valeurs mobilières éligibles au Collateral* » qui ne vise que les titres de créances émis par des États⁴.

448. **Recommandations.** Le dispositif *Collateral* prévoit que tout contrat financier peut constituer un actif remis ou transféré à titre de garantie des obligations financières. Cela étant l’AEMF a émis certaines recommandations⁵. Les orientations formulées par l’ESMA

¹ Paragraphe 3.7 de l’avis CERS/2012/3, préc.

² Paragraphe 3.8 de l’avis CERS/2012/3 préc.

³ *LCH.Clearnet SA*, instruction IV.4-1, *Collateral accepté au titre des exigences de couverture*, 12 déc. 2013, www.lhclearnet.com

⁴ R. COMOTTO, « Les utilisations du collatéral par les marchés financiers », *Banque et Stratégies*, 17 janvier 2012, n° 299 : « *Les obligations d’État de bonne qualité, les Treasuries américains par exemple, représentent le benchmark du marché.* »

⁵ ESMA, « Orientations destinées aux autorités compétentes et aux sociétés de gestion d’OPVCM. Orientations sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPVCM », 18 déc. 2012, ESMA/2012/832FR, www.esma.europa.eu. Sur ce point, R. KOURI et M. ROUSSILLE, « Commentaire – Nouvelles lignes

concernent les actifs éligibles remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières. Ils doivent répondre à deux impératifs : choisir et diluer.

Exclure – Choisir : choisir, c’est renoncer. L’ESMA considère que les actifs remis ou transférés en garantie des obligations financières doivent répondre à un certain nombre de critères : la liquidité, l’évaluation et la qualité.

Premier critère : la liquidité. Le paragraphe 43 a) des présentes orientations de l’ESMA recommande que les actifs transférés ou remis à titre de garantie doivent à tout moment respecter l’impératif de liquidité¹. La liquidité est liée à la sphère de négociation : les actifs remis en garantie, autres que les espèces, doivent être négociés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation. La liquidité est également assurée par la transparence des prix de manière à ce que la vente intervienne rapidement et à un prix proche de l’évaluation préalable à la vente.

Deuxième critère : l’évaluation. Le paragraphe 43 b) des présentes orientations de l’ESMA² invite à mettre en place une évaluation quotidienne des actifs remis ou transférés en garantie. Par ailleurs, elle préconise de ne pas accepter les actifs présentant une haute volatilité, sauf à prévoir des décotes (*Haircut*) prudentes.

Troisième critère : la qualité. Le paragraphe 43 c) des présentes orientations de l’ESMA requiert que les garanties financières reçues soient d’excellente qualité. Ni les orientations ni les réponses apportées par l’ESMA aux questions posées par les opérateurs³ ne permettent de dire ce que sont les garanties financières de haute qualité.

Diluer. Le second axe est celui de la dilution des risques. L’ESMA formule deux recommandations pour permettre la dilution des risques : la première est liée à l’indépendance

directrices de l’ESMA en matière de gestion d’actifs : nouveaux risques pour les sociétés de gestion », *Bull. Joly Bourse*, n° 3, 2013, p. 128

¹ ESMA, avis préc.

² *Ibid.*

³ ESMA, « Consultation paper. Revision of the provisions on diversification of collateral in ESMA’s guidelines on EFTs and other UCITS issues », 20 décembre 2013, ESMA/2013/1974, www.esma.europa.eu

et la performance de la contrepartie ; la seconde, celle qui a été la plus discutée¹, est liée à la diversification des actifs remis ou transférés à titre de garantie.

Première recommandation : la corrélation. Le paragraphe 43 d) des présentes orientations de l'ESMA requiert que les garanties financières reçues soient émises par une entité indépendante de la contrepartie sans être corrélés à sa performance. En réalité, la dilution du risque passe par un actif dont la qualité est appréciée indépendamment de la contrepartie et qui est émis par un tiers à l'opération qu'il convient de garantir.

Seconde recommandation : la diversification des garanties financières. Le paragraphe 43 e) des présentes orientations de l'ESMA requiert que « les garanties financières » soient diversifiées². En d'autres termes, les actifs remis ou transférés en garantie, constituant l'assiette de la garantie, doivent être diversifiés. La diversification implique une diversité de pays, de marchés et d'émetteurs. L'ESMA recommande de limiter à 20 % l'exposition par émetteur du panier d'actifs remis ou transférés en garantie.

449. **Synthèse.** Les actifs remis ou transférés à titre de garantie des obligations financières doivent être de qualité, c'est-à-dire liquide. La liquidité est assurée par l'éviction de toutes les règles susceptibles de remettre en cause la garantie financière. La protection du marché et l'éviction du risque systémique impliquent une prévisibilité concernant les actifs éligibles. Enfin, tous s'accordent à retenir que les contrats financiers à terme, plus encore les contrats financiers à terme optionnels, doivent être évincés de la liste des actifs éligibles. Les uns ne retiennent que les titres cotés en bourse, les autres évincent les actifs présentant une forte volatilité. Cela étant, un risque crédit connu, mais invisible persiste, même si des solutions ont été apportées par les opérateurs : il s'agit des dérivés conclus de gré à gré entre contreparties non financières.

¹ *Ibid.*

² Paragraphe 43 e) des « Orientations destinées aux autorités compétentes et aux sociétés de gestion d'OPVCM. Orientations sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPVCM », avis préc. : « *Diversification des garanties financières (concentration des actifs) : les garanties financières devraient être suffisamment diversifiées en termes de pays, marchés et émetteurs. Le critère de diversification suffisante en matière de concentration des émetteurs est considéré comme étant respecté si l'OPVCM reçoit d'une contrepartie dans le cadre de techniques de gestion efficace de portefeuille et transactions sur instruments financiers dérivés de gré à gré, un panier de garanties financières présentant une exposition à un émetteur donné de maximum 20 % de sa valeur nette d'inventaire. Si les OPCVM sont exposés à différentes contreparties, les différents paniers de garanties financières devraient être agrégés pour calculer la limite d'exposition de 20 % à un seul émetteur* »

§2. Les dérivés de gré à gré conclus entre contreparties non financières

450. **Les dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie financière.** Le règlement EMIR établit pour les contrats dérivés une obligation de compensation par une contrepartie centrale et une obligation de *Reporting* des opérations. Mais les dérivés conclus de gré à gré entre contreparties non financières sont la source de la persistance du risque crédit. Les dérivés conclus de gré à gré par une contrepartie non financière, n'atteignant pas les seuils fixés par l'ESMA, sont donc exclus du champ d'application du règlement et ne sont pas soumis aux obligations de compensation par une contrepartie centrale, de *Reporting* et d'atténuation des risques (*Collateral*)¹.

451. **La persistance du risque crédit.** Cette part congrue que représentent les dérivés conclus de gré à gré non compensés est le siège de la persistance du risque crédit. Tenir à l'écart des obligations de compensation par une contrepartie centrale ces opérations peu significatives est une faille dans laquelle s'engouffrer : la démultiplication de plusieurs petites opérations éluderait le recours à une chambre de compensation et empêcherait toute transparence. Cette faille est « *un foyer de risque de système* »². À cet égard, le comité de Bâle et l'OICV ont publié deux rapports précisant que le risque systémique³ était le même que le dérivé soit standardisé ou non et qu'il convenait, par ailleurs, d'étendre les techniques de réduction des risques (notamment les marges et *Collateral*)⁴.

452. **Les techniques d'atténuation des risques pour les dérivés conclus de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale.** Le règlement EMIR a été complété par un

¹ Rappelons à cet égard que les dérivés conclus de gré à gré ne connaissent pas l'obligation de *Collateral*. Il ne s'agit que d'une faculté. En ce sens, A. GAUDEMET, « Les obligations de négociation et de compensation », *op. cit.*, spéc. n° 3 : « *les parties ne sont donc pas obligées de garantir l'exécution de leur obligation par un mécanisme de « collateral » semblable à celui qui s'impose sur les marchés réglementés de dérivés.* »

² H. BOUCHETA et A. GAUDEMET, « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *op. cit.*, spéc. n° 23

³ Basel Committee on Banking Supervision, Board of the International Organization of Securities Commissions, Margin requirements for non-centrally-cleared derivatives, second consultative document, march 2013, www.bis.org, p. 2: « *Reduction of systemic risk. Only standardised derivatives are suitable for central clearing. A substantial fraction of derivatives are not standardised and will not be able to be cleared. These non-centrally-cleared derivatives, which total hundreds of trillions of dollars of notional amounts, will pose the same type of systemic contagion and spillover risks that materialised in the recent financial crisis. Margin requirements for non-centrally-cleared derivatives would be expected to reduce contagion and spillover effects by ensuring that collateral are available to offset losses caused by the default of a derivatives counterparty. Margin requirements can also have broader macroprudential benefits, by reducing the financial system's vulnerability to potentially de-stabilising procyclicality and limiting the build-up of uncollateralised exposures within the financial system.* »

⁴ *Ibid.*

règlement délégué¹ qui prévoit des techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale². Il existe quatre techniques d'atténuation des risques concernant les dérivés conclus de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale.

Première technique d'atténuation des risques : la valorisation. La distinction entre les contreparties financières et les contreparties non financières est déterminée par des seuils³. Or, tant les contreparties financières que les contreparties non financières sont soumises à une obligation de valorisation quotidienne des actifs. Cependant, la valorisation est parfois impossible ; ce cas est visé par le règlement délégué. D'abord, la valorisation est considérée comme impossible lorsque le marché est inactif⁴, c'est-à-dire que les cotations ne sont pas disponibles suffisamment aisément et régulièrement et que les prix disponibles ne représentent pas les transactions réelles⁵. Ensuite, la valorisation est impossible lorsque « *la gamme des estimations à la juste valeur est étendue et que la probabilité que chacune des estimations ne peut raisonnablement pas être évaluées* »⁶.

Deuxième technique : les confirmations rapides (*Timely Confirmations*). Un dérivé conclu de gré à gré non compensé par une contrepartie centrale doit être confirmé⁷, c'est-à-dire qu'un écrit doit être dressé contenant l'acceptation par les contreparties de tous les termes du contrat dérivé conclu de gré à gré⁸. La réduction des délais de confirmation est de nature à atténuer la persistance du risque crédit afférent au dérivé conclu de gré à gré non compensé par une contrepartie centrale. Des délais sont prévus et diffèrent selon les droits conférés par les contrats dérivés. Ces délais sont allongés pour les contreparties non financières en deçà des seuils de compensation.

¹ Règlement délégué n° 149/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant le règlement n° 648/2012 du PE et du Cons. UE par des normes techniques concernant les accords de compensation indirecte, l'obligation de compensation, le registre public, l'accès à une plate-forme de négociation, les contreparties non financières et les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, *JOUE*, 23 février 2013, L 52/11

² Art. 12 et suiv. du règlement n° 149/2013

³ Art. 11 du règlement n° 149/2013

⁴ Art. 16.1 a) du règlement n° 149/2013

⁵ Art. 16.1 du règlement n° 149/2013

⁶ Art. 16.1 b) du règlement n° 149/2013

⁷ Art. 12.1 du règlement n° 149/2013

⁸ Art. 1 c) du règlement n° 149/2013

Troisième technique : le rapprochement des portefeuilles. Les contreparties conviennent par écrit entre elles des modalités selon lesquelles elles rapprochent leur portefeuille¹. Il s'agit d'un accord qui précède le contrat dérivé conclu de gré à gré. Le rapprochement des portefeuilles a pour but d'identifier « *les conditions commerciales clés qui permettent d'identifier chacun des contrats dérivés de gré à gré* »² et de « *déceler dès que possible toute divergence qui concerne une condition significative* »³. En cas de différend entre les contreparties concernant la valorisation des dérivés conclus de gré à gré non compensés et à l'échange des garanties, les parties appliquent l'accord qu'elles ont conclu entre elles⁴.

Quatrième technique : la compression de portefeuille. L'obligation de compresser les portefeuilles n'intervient que si la contrepartie a au moins cinq cents contrats dérivés en cours avec une contrepartie et que ces derniers n'ont pas fait l'objet d'une compensation par une contrepartie centrale⁵. La compression de portefeuille est une procédure qui permet de réduire le risque crédit de la contrepartie.

453. **Synthèse.** Finalement, le règlement EMIR a prévu un dispositif permettant de lutter contre la persistance du risque crédit concernant les dérivés conclus de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale. Cela étant, ils peuvent toujours constituer un actif transféré ou remis à titre de garantie des obligations financières. Nous soutenons que faille sur faille ne vaut, à moins de générer par le droit des zones de risques systémiques. En d'autres termes, un contrat financier à terme ou encore à terme optionnel doit être proscrit de l'assiette du contrat de garantie financière. Même si des techniques d'atténuation des risques existent, les dérivés conclus de gré à gré non compensés doivent subir le même sort. Ainsi, le risque crédit de l'opération financière peut être intensifié en raison de la nature des actifs remis ou transférés en garantie des obligations financières.

¹ Art. 13.1 du règlement n° 149/2013

² Art. 13.2 du règlement n° 149/2013

³ Art. 13.3 du règlement n° 149/2013

⁴ Art. 15 du règlement n° 149/2013

⁵ Art. 14 al. 1 du règlement n° 149/2013

Conclusion de la sous-section I

454. Le traitement des risques de l'opération de marché est imparfait parce que le risque crédit, c'est-à-dire le risque d'inexécution des obligations financières nées d'une opération de marché, persiste. En réalité, deux cas de persistance du risque crédit peuvent être identifiés. Le premier cas vise la persistance du risque crédit afférent aux obligations financières en raison de l'inefficacité du contrat de garantie financière justifié par la nature des droits conférés par les actifs remis ou transférés en garantie. Le second cas est relatif aux dérivés conclus de gré à gré entre contreparties non financières.

SOUS-SECTION II. LA CRÉATION D'UN RISQUE CRÉDIT

455. **Présentation : l'incapacité de rétrocéder ou restituer les actifs remis ou transférés à titre de garantie.** L'article L. 211-38 du Code monétaire et financier qui prévoit notamment qu'« à 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, réalisables, mêmes lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures 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 actifs transférés en garantie des obligations financières peuvent réutilisés en application de l'article L. 211-38-III du Code monétaire et financier. Le bénéficiaire de la garantie réutilisateur doit rétrocéder les actifs réutilisés. Cela signifie que l'impossibilité de rétrocéder les actifs par le bénéficiaire de la garantie est une source de risque crédit, voire systémique. Ainsi, d'une part le fait générateur de risques crédit réside dans la réutilisation des actifs transférés en garantie des obligations financières par le bénéficiaire et, d'autre part, la création d'un nouveau risque crédit est marquée par sa survenance, à savoir l'incapacité pour le bénéficiaire réutilisateur de rétrocéder les actifs.

456. **Le générateur du risque crédit : la réutilisation.** L'article L. 211-38-III al. 1 du Code monétaire et financier dispose « l'acte prévoyant la constitution de sûretés mentionnées au I peut définir les conditions dans lesquelles le bénéficiaire de ces sûretés peut utiliser ou aliéner les biens ou droit en cause, à charge pour lui de restituer au constituant des biens

équivalents [...] ». Si cette faculté est favorable à la liquidité des marchés¹, elle est une source de risque crédit. Le risque réside dans l'incapacité du bénéficiaire réutilisateur de rétrocéder les actifs transférés en garantie de l'exécution des obligations financières.

457. **La survenance du risque crédit : l'incapacité de rétrocéder.** L'incapacité du bénéficiaire de la garantie financière marque le moment de la survenance du risque crédit. Cette situation est critiquable, car c'est le droit lui-même qui génère un risque crédit. Au-delà, cette situation est regrettable, car elle va à l'encontre de l'objectif poursuivi, à savoir la liquidité des marchés. En effet, en raison de l'inexécution par le bénéficiaire de son obligation de rétrocession, le constituant ne sera pas en mesure de donner à nouveau ces actifs en garantie. C'est un frein à la spéculation permise en raison des garanties financières consenties. Cette situation peut être illustrée par l'affaire LEHMAN BROTHERS.

L'affaire LEHMAN BROTHERS : un contrat de garantie financière contenant un droit de *re-use*. Dans cette affaire, un fonds commun de placement² a eu recours à un *Prime Broker* chargé de la sous-conservation des actifs du fonds. La convention de *Prime Brokerage* liant le fonds et le *Prime Broker* sous-conservateur contenait un contrat de garantie financière³ qui prévoyait un droit de réutilisation⁴. Le *Prime Broker* avait usé de la faculté de réutilisation des actifs remis ou transférés en garantie⁵.

L'affaire LEHMAN BROTHERS : la défaillance du preneur et l'incapacité de rétrocéder les actifs remis en garantie. L'affaire LEHMAN BROTHERS est l'histoire de la défaillance de celui qui ne devait pas défaillir : le preneur. La question posée à la Cour d'appel de Paris puis à la Cour de cassation était de savoir si les banques dépositaires du fonds, liées au *Prime Broker* défaillant, étaient ou non tenues d'une obligation de restitution immédiate des actifs transférés en garantie. La Cour de cassation a considéré que, compte

¹ Considérant n° 19 de la directive *Collateral* ; B. GELPI, *op. cit. et loc. cit.* : « En effet, d'ordinaire, des instruments financiers nantis sont « gelés » sans aucune utilisation possible. Il s'agit essentiellement de pouvoir mobiliser les sûretés et les utiliser pour une gestion plus active du portefeuille d'instruments financiers. »

² C'est un organisme de placement collectif de valeurs mobilières (OPVCM) alternatif à règles d'investissement allégées à effet de levier (ARIA EL)

³ CA Paris, 1ère ch., sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/22106, arrêt préc.

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*, p. 8 : « [...] Qu'en revanche, en ce qui concerne le périmètre et la valorisation des actifs ayant fait l'objet d'une réutilisation [...] » ; p. 9 « [...] Considérant qu'au soutien de son recours, RBC DEXIA prétend, tout d'abord, qu'en ce qui concerne les actifs réutilisés par la LBIE [...]. Mais considérant, en premier lieu, sur la valeur des actifs ayant fait l'objet d'une réutilisation [...]. »

tenu du particularisme de l'obligation de restitution à la charge du dépositaire d'un fonds, le dépositaire ne peut être déchargé de son obligation de restituer les instruments dont il a la garde, et ce même lorsqu'il délègue à un tiers la conservation des actifs de l'OPVCM¹. Cette affaire illustre l'idée selon laquelle le dispositif *Collateral* est facteur de risque.

Conclusion de la sous-section II

458. Le traitement des risques de l'opération de marché est imparfait parce qu'il est facteur de risque. Un nouveau risque crédit intrinsèque au dispositif *Collateral* est créé en raison de l'incapacité du bénéficiaire de la garantie financière de restituer ou de rétrocéder les actifs remis ou transférés en garantie qu'il a réutilisés. Plus inquiétant est le constat de la création de nouveaux risques extrinsèques à la garantie des obligations financières.

Conclusion de la section I

459. Le traitement des risques de l'opération de marché, c'est-à-dire le risque d'inexécution des obligations financières nées d'une opération de marché enregistrée, est imparfait parce que non seulement le risque crédit persiste, mais, en plus de cela, un nouveau risque est créé. D'une part, le risque d'inexécution des obligations financières persiste parce que la garantie financière est susceptible d'être inefficace en raison de la nature des actifs remis ou transférés en garantie. D'autre part, un nouveau risque est créé : il s'agit de l'incapacité du bénéficiaire de la garantie financière de restituer ou de rétrocéder les actifs remis ou transférés en garantie. La persistance et la création d'un nouveau risque sont en réalité des risques intrinsèques au dispositif *Collateral*. En outre, des risques extrinsèques au dispositif *Collateral* apparaissent.

SECTION II. UN TRAITEMENT FACTEUR DE RISQUES EXTRINSÈQUES

460. **Plan.** Parfois, le droit est propagateur des risques, c'est-à-dire que ses imperfections peuvent conduire à la survenance d'un autre risque². Deux risques juridiques extrinsèques à la garantie des obligations financières voient le jour. Il s'agit de risques relatifs du contrat de garantie financière, soit que son usage soit étranger à l'objectif poursuivi par la directive *Collateral*, soit, au contraire, que sa qualification et son régime soient niés pour des raisons

¹ Com., 4 mai 2010, arrêts préc.

² H. SYNDET, « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », *RDBF*, janv.-févr. 2009, p. 24 : « *Sous l'angle juridique, il a paru intéressant d'essayer de comprendre comment le droit a contribué à cette crise et à la propagation des difficultés américaines jusqu'en Europe (c'est le volet rétrospectif).* »

impérieuses. Dans ces deux cas, les risques se développent en dehors du périmètre de la directive *Collateral*. Ce sont donc des risques extrinsèques. Il s'agit d'une part de la création du risque de dévoiement de la garantie des obligations financières (§1) et, d'autre part, de la création du risque afférent à la mise en œuvre de la règle de conflit de lois qui aboutit à la négation de l'existence d'un contrat de garantie financière (§2).

§1. Le dévoiement de la garantie des obligations financières

461. **Plan.** Dans le cadre du dispositif *Collateral*, le contrat peut être cédé à titre principal ou à titre de garantie des obligations financières. La cession de contrat à titre principal doit présenter une condition spécifique : le contrat cédé doit être afférent à des obligations financières. En revanche, le contrat cédé à titre de garantie des obligations financières, par le biais du contrat de garantie financière, n'est pas soumis à une telle exigence ; il peut s'agir de n'importe quel contrat. Ainsi, on comprend que la cession de contrat à titre de garantie permet de transférer des contrats qui ne sont pas afférents à des obligations financières. Ainsi, le contrat de garantie financière pourrait constituer un mode de transmission du contrat, à titre principal, dévoyant ainsi l'institution de la garantie. En ce sens, il convient de démontrer que le contrat de garantie financière peut être un contrat à titre onéreux (A), mais que le détournement de sa fonction initiale de garantie permettrait d'opérer une cession de contrat à titre principal par la réalisation de l'intention libérale du constituant (B).

A. Une prestation de service

462. **Présentation.** La loi étant silencieuse à ce sujet, il convient de démontrer ce en quoi le contrat de garantie financière est un contrat à titre onéreux. Le contrat de garantie financière a vocation à garantir l'exécution des obligations financières. Ce contrat est aléatoire. Or le risque a un coût : c'est le prix du risque. L'intérêt de cette distinction réside notamment dans la qualité du débiteur principal, s'il est ou non du constituant.

463. **Un contrat à titre onéreux ?** L'article 1106 du Code civil dispose que « *le contrat à titre onéreux est celui qui assujettit chacune des parties à donner ou à faire quelque chose* ». Ainsi, « *le contrat est à titre onéreux lorsque chacune des parties a reçu ou reçoit, sous la forme d'une dation immédiate ou d'une promesse pour l'avenir, un avantage qui est la*

contrepartie de celui qu'elle procure à l'autre »¹. Ni la directive ni l'ordonnance de transposition ne prévoient expressément que le contrat de garantie financière est un contrat à titre onéreux. Cependant, le risque représente une valeur financière. Le contrat de garantie financière peut être un contrat à titre onéreux. Cependant, rien n'empêche que ce contrat soit conclu à titre gratuit. Si tel est le cas, le risque est celui d'une requalification du contrat de garantie financière en libéralité et, de manière consécutive, la requalification fiscale de l'opération. Le contrat de garantie financière peut en réalité servir à autre chose que la garantie de l'exécution des obligations financières. Il peut notamment être l'instrument juridique dévoyé au service de la réalisation de l'intention libérale de l'une des parties. Il convient d'identifier les contreparties réciproques des parties au contrat de garantie financière.

464. **Les contreparties réciproques.** Le garant/constituant s'engage à garantir l'exécution de principale c'est-à-dire l'obligation financière. Cette garantie constitue un avantage pour le seul créancier de l'obligation principale, si le garant/constituant est également débiteur l'obligation principale. Si le garant/constituant est un tiers à l'opération primitive, c'est à l'opération ou le contrat donnait naissance aux obligations financières, l'avantage procuré est double : d'une part, le débiteur est garanti et, d'autre part, le créancier de l'obligation primitive est prémuni, par un tiers, contre l'inexécution de son débiteur. Ces avantages trouvent des contreparties. Dans l'hypothèse où le débiteur et le créancier de l'obligation primitive sont également et respectivement constituant et preneur de garantie, la contrepartie réside, d'une part, pour le preneur en possession ou qui a le contrôle des droits ou biens remis en garantie et, d'autre part, pour le constituant – également débiteur – en l'économie réalisée quant au recours d'un tiers prestataire de garantie. Cette prestation résidant dans la fourniture de garantie peut être une prestation de service à caractère onéreux.

465. **Une prestation de service.** Si le caractère onéreux du contrat se déduit de l'existence réciproque d'avantage et de contrepartie entre les cocontractants, ceci n'écarte pas le caractère onéreux de la prestation de service accomplie. Cette remarque n'est pertinente que dans la mesure où la qualité de débiteur et de garant de l'obligation principale n'est pas le garant ne se confond pas sur la même tête². Ainsi, la rémunération de la prestation de service, à savoir

¹ F. TERRE, Ph. SIMLER et Y. LEQUETTE, *Les obligations, op. cit.*, n° 67, p. 78

² En effet, le débiteur de l'obligation principale serait, en pareille hypothèse, également garant/constituant envers le créancier de l'obligation principale mais également preneur de la garantie. Il serait alors absurde de songer à l'auto-rémunération du débiteur constituant/garant.

la fourniture d'une garantie, est subordonnée à l'intervention d'un tiers garant. L'obligation primitive du débiteur principal sera ainsi couverte par le garant, en contrepartie de quoi, ce dernier peut être rémunéré. Le risque de dévoiement se manifeste par la faible intensité de l'aléa relatif à l'exécution ou la défaillance du débiteur de l'obligation principale.

466. **Le risque de dévoiement.** Il convient d'exclure le caractère commutatif du contrat de garantie financière. Au sein du contrat de garantie financière, chacune des parties a connaissance de l'étendue des avantages et contreparties caractéristiques de l'opération¹. Cependant, une remarque est de nature à tempérer cette idée : pour les contrats financiers, à terme ferme ou optionnel, il faut attendre l'échéance du terme pour déterminer qui sera débiteur ; cela signifie que les parties n'ont pas connaissance de la personne qui supportera la charge finale de l'obligation financière. Cet aléa justifie, au-delà des exigences de couverture requise par la loi ou le règlement, que le créancier de l'opération primitive veuille se prémunir de la défaillance de son débiteur. L'intensité de l'aléa au sein du contrat de garantie financière dépend de deux éléments, à savoir la réalisation du risque et la physionomie du montage. D'une part, concernant la réalisation du risque, la directive emploie l'expression de « fait entraînant l'exécution » pour viser la réalisation du risque couvert par le contrat de garantie financière, à savoir la défaillance du débiteur de l'obligation principale, autrement dit l'obligation financière couverte par le contrat de garantie financière, ou tout événement convenu entre les parties². La réalisation du fait entraînant l'exécution du contrat de garantie financière est un événement aléatoire. D'autre part, concernant la physionomie du montage, l'intensité de l'aléa n'est pas le même selon que le contrat de garantie financière unit ou non les mêmes parties qu'au « contrat » primitif. L'intervention de la garantie, voire de contre-garantie, aboutit à la réduction de l'aléa. Le risque est dilué sur différentes têtes au lieu d'être concentré sur celle du débiteur principal. Il est désormais acquis que le contrat de garantie financière est un contrat à titre onéreux. Il convient désormais de déterminer l'intérêt de cette qualification à l'égard des qualités de débiteur de l'obligation financière et/ou constituant/garant au contrat de garantie financière.

¹ F. TERRE, Ph. SIMLER et Y. LEQUETTE, *Les obligations*, op. cit., n° 69, p. 79 : « Le contrat commutatif est un contrat à titre onéreux dans lequel la contrepartie que chaque contractant reçoit est d'ores et déjà certaine et déterminée, les parties connaissent dès la conclusion de l'acte l'étendue des prestations qu'elles doivent et des avantages qu'elles retirent. Le contrat est aléatoire quand les avantages ou les pertes qui en résulteront dépendent d'un événement incertain (art. 1104). »

² Art. 2.1.1) de la directive *Collateral*

467. **Les parties au contrat de garantie financière.** Alors que les parties reçoivent l'avantage qu'elles procurent à l'autre dans un contrat à titre onéreux, rien n'est escompté en retour du service rendu au sein du contrat à titre gratuit. Au contraire, celui qui s'engage a conscience d'enrichir l'autre ou de lui rendre service¹. Les obligations peuvent conférer des avantages réciproques sans rémunération. La rémunération de ce service peut être située en dehors du périmètre contractuel. Pour illustrer cette idée, il convient de faire une distinction : il convient de distinguer si le constituant/garant au contrat de garantie financière est non débiteur de l'obligation financière.

Le constituant est le débiteur de l'opération principale. Le débiteur de l'opération principale, l'obligation financière, est le constituant/garant et le créancier de l'obligation principale est le preneur de garantie, le contrat de garantie financière. Dans le cadre d'une garantie fournie par un tiers, celui-ci fournit un service au débiteur de l'opération principale et peut être, à ce titre, rémunéré par le débiteur de l'opération principale. Or, si le débiteur de l'opération principale est le constituant de la garantie, il serait absurde qu'il se rémunère lui-même. En réalité, le caractère onéreux de la garantie est écarté par le caractère accessoire qui l'unit à l'opération primitive. Le débiteur de l'opération principale réalise l'économie du coût généré par le recours à un tiers garant. Après avoir envisagé le cas dans lequel le constituant/garant se confond avec le débiteur principal, il convient d'envisager le cas dans lequel le constituant/garant est un tiers à l'opération principale.

Le constituant/garant est un tiers à l'opération principale. Le constituant/garant garantit l'obligation du débiteur principal (l'obligation financière) envers le créancier. Le constituant/garant peut rendre un service au débiteur principal ou peut être rémunéré pour le service rendu. Cependant si ce tiers n'est pas, ou insuffisamment rémunéré par le débiteur principal, il est possible de réserver le cas de la réalisation de l'intention libérale.

468. **Intérêt de la distinction.** La question, rappelons-le, est de savoir si la cession de contrat à titre de garantie des obligations financières permet ou non de réaliser l'intention libérale du garant constituant. Dans ce cas, la cession de contrat à titre de garantie permettrait, d'une part, la réalisation de l'intention libérale du constituant/garant et, d'autre part, d'échapper aux incertitudes frappant la cession de contrat de droit commun, sans que le

¹ F. TERRE, Ph. SIMLER et Y. LEQUETTE, *Les obligations, op. cit.*, n° 67, p. 78

contrat cédé ait l'obligation d'être afférent aux obligations financières. Il s'agirait clairement d'un dévoiement et d'une instrumentalisation du contrat de garantie financière. Il convient d'envisager la question à travers la notion d'intention libérale des parties.

B. Un instrument juridique dévoyé

469. **Plan.** La confrontation de l'intention libérale au contrat de garantie financière nécessite d'en déterminer le cadre : elle vise exclusivement les contrats conclus de gré à gré au sein desquels le débiteur de l'obligation principale n'est ni le garant ni le constituant. Autrement dit, cette hypothèse se cantonne au cas d'une garantie fournie pour autrui dont l'assiette est un contrat. La détermination de l'existence de l'intention libérale impose de distinguer entre le débiteur constituant/garant et le débiteur non constituant/garant. Dans le premier cas, le débiteur de l'obligation principale est propriétaire initial des biens transférés ou remis en garantie ou des droits sur lesquels la sûreté est constituée ; celui-ci possède alors cette double casquette de débiteur constituant/garant. Dans le second cas, le débiteur de l'obligation principale n'est pas propriétaire initial des biens transférés ou remis en garantie ou sur lesquels est constituée la sûreté.

470. **L'exclusion de l'intention libérale du débiteur constituant envers le créancier bénéficiaire.** D'abord l'intention libérale du débiteur constituant envers le créancier bénéficiaire de la garantie doit être exclue parce que, d'une part, les actifs constituant l'assiette de la garantie appartiennent au débiteur de l'obligation financière et, d'autre part, la fiducie-libéralité est nulle.

Bien constituant l'assiette appartenant au débiteur de l'obligation principale. La directive *Collateral* a consacré l'utilisation de la fiducie-sûreté à travers le contrat de garantie financière¹. La fiducie est, dans ce cas précis, utilisée à titre de garantie. Dans ce cadre, le débiteur constituant transfère la propriété de son ou ses bien(s) au fiduciaire qui peut être son créancier ou encore un tiers, à charge pour ce dernier de les restituer, à l'issue du contrat, au constituant, s'il s'est libéré de sa dette ou au créancier en cas d'inexécution de la part du débiteur constituant². Le contrat de garantie financière avec transfert de propriété est bien

¹ L. AYNÈS et P. CROCQ, *op. cit.*, n° 756, p. 349 ; F. BARRIÈRE, « Commentaire de la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 (première partie) », *op. cit.*, spéc. n° 6

² Art. 2011 du C. civ.

évidemment une fiducie-sûreté¹. Si l'assiette de la sûreté est constituée par des biens appartenant au débiteur de l'obligation principale, le débiteur agit donc en qualité de constituant fiduciaire, le créancier de l'obligation principale étant le bénéficiaire. Il s'agit d'une opération juridique à deux personnes.

L'exclusion de la fiducie-libéralité. La loi refuse que la fiducie puisse permettre d'effectuer une libéralité. Sur ce point, le Code civil est sans équivoque : « *le contrat de fiducie est nul s'il procède d'une intention libérale au profit du bénéficiaire. Cette nullité est d'ordre public* »². En se référant au droit commun, il convient donc d'exclure toute réalisation de l'intention libérale par le mécanisme du contrat de garantie financière avec transfert de propriété. Puisque le contrat de garantie financière avec transfert de propriété est une fiducie-sûreté, puisque la fiducie-sûreté est nulle si elle procède d'une intention libérale au profit de son bénéficiaire, donc le contrat de garantie financière avec transfert de propriété ne peut procéder d'une intention libérale envers son bénéficiaire. En revanche, tout autre est le cas lorsque la fiducie-sûreté est constituée par un tiers mandaté par le débiteur principal de l'obligation. Ainsi, le contrat de garantie financière ne peut pas être l'instrument juridique de réalisation de l'intention libérale du débiteur constituant envers le créancier bénéficiaire. En revanche, le contrat de garantie financière peut être dévoyé si le constituant est un tiers.

471. La réalisation de l'intention libérale du tiers mandataire constituant envers le débiteur de l'obligation principale : la sûreté réelle pour autrui. Le débiteur de l'obligation principale n'est pas constituant, il mandate un tiers pour se faire. Cette idée repose sur la distinction entre débiteur de l'obligation principale et le constituant de la garantie. L'identité de personne entre le débiteur et le constituant n'est pas imposée. Le débiteur de l'obligation principale donne mandat de contracter un contrat de garantie financière, en son nom et pour son compte, avec le créancier de l'obligation principale. Le tiers constituant agit au nom et pour le compte du débiteur principal, il conclut un contrat de garantie financière avec le créancier de l'obligation principale. Ainsi, le débiteur est mandant, le tiers est mandataire constituant et le créancier est preneur de la garantie financière. Le contrat de garantie financière n'intervient qu'entre le tiers mandataire constituant et le

¹ L. AYNÈS et P. CROCQ, *op. cit.*, n° 756, p. 349 : « *Ce développement très important de la fiducie-sûreté a été consacré par la directive du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière qui a été transposée en droit français par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005.* »

² Art. 2013 du C. civ.

créancier de l'obligation principale. Ainsi, peu importe que le contrat de mandat soit rémunéré. Au contraire, la question est de savoir si le contrat de mandat unissant le tiers et le débiteur de l'obligation principale est contrat à titre onéreux, afin de déterminer l'existence de l'intention libérale entre ces deux protagonistes. Pour éclairer cette hypothèse, il convient d'identifier les parties à ce montage fiduciaire avant de présenter le risque de requalification.

Un montage reposant sur une garantie fiduciaire. Il convient de distinguer l'hypothèse au sein de laquelle le débiteur est mandant, le tiers est mandataire constituant, le créancier est bénéficiaire de la garantie de celles ouvertes par l'article 2016 du Code civil¹. D'un côté, le constituant est aussi le bénéficiaire de la garantie, de l'autre, le fiduciaire est le bénéficiaire de la garantie. D'abord, une même personne endosse la double qualité de constituant bénéficiaire de la garantie financière. Le cumul constituant bénéficiaire au sein du contrat de fiducie se justifie par le fait qu'il soit légitime pour le constituant de récupérer ses biens, si celui-ci a honoré ses créances². Le constituant bénéficiaire est propriétaire des biens ou titulaires des droits transférés à titre de garantie. En revanche, dans l'hypothèse de la sûreté réelle pour autrui, le débiteur mandant n'est pas propriétaire des biens ou titulaire des droits remis ou transférés en garantie, puisqu'ils appartiennent au tiers mandataire garant. Ensuite, une même personne peut être fiduciaire et bénéficiaire. L'hypothèse se distingue également du montage au sein duquel la même personne endosse la double qualité de fiduciaire bénéficiaire. La justification est presque identique à la précédente. Dans le cas de la sûreté réelle pour autrui, le débiteur de l'obligation principale n'est pas propriétaire des biens ou titulaire des droits remis en garantie ou transférés à titre de sûreté ; or, le fiduciaire bénéficiaire les a reçus du constituant.

472. **Le risque de requalification de ce montage.** L'absence ou l'insuffisance de la contrepartie à l'engagement du tiers mandataire constituant peut justifier l'intention libérale du constituant. Ainsi, pour exclure de l'intention libérale du tiers mandataire, il faut qu'il soit rémunéré pour la prestation de service accomplie. Cette rémunération peut être soit absente, soit insuffisante. De la même manière, la contrepartie équivalente exclusive de l'intention libérale du constituant doit exister et être suffisante. Si la contrepartie de l'engagement du

¹ Art. 2016 du C. civ.

² B. GOUTHIERE, *La fiducie Mode d'emploi, Régime juridique, fiscal et comptable*, Francis Lefebvre, coll. Dossiers pratiques, Levallois, 2009, n° 786, p. 31

constituant de la garantie financière qui n'est pas débiteur de l'obligation financière est absente ou insuffisante, alors l'utilisation du contrat de garantie financière est dévoyée.

La contrepartie de la garantie financière fournie par un tiers. La contrepartie de la garantie de l'exécution des obligations financières fournie par un tiers doit exister et être suffisante. Si la cause de l'engagement du tiers réside dans une contrepartie équivalente, celle-ci doit être juste. Si la contrepartie est absente ou insuffisante, cela manifeste l'intention libérale du constituant envers le débiteur de l'obligation financière.

L'absence de contrepartie de l'engagement du garant constituant. La rémunération du contrat de mandat unissant le débiteur principal et le tiers est essentielle quant à l'existence de l'intention libérale de ce dernier. Le débiteur de l'obligation principale reçoit un avantage immédiat, à savoir qu'il est couvert ; le tiers exécute le mandat et « couvre » sa position prise envers le créancier de l'obligation principale. En revanche, le tiers mandataire garant/constituant ne trouve aucune contrepartie à s'engager, si ce dernier n'est pas rémunéré par le débiteur de l'obligation principale. En effet, en l'absence de rémunération, il est loisible de conclure au caractère gratuit de son engagement envers le débiteur de l'obligation principale. Le tiers supporte seul et sans contrepartie le risque de défaillance du débiteur de l'obligation principale. En ce sens, le contrat de garantie financière peut permettre la réalisation d'une intention libérale entre le tiers et le débiteur de l'obligation principale.

La contrepartie insuffisante de l'engagement du garant constituant. L'idée est de dire que la contrepartie de l'engagement du tiers mandataire constituant doit être suffisante eu égard au risque couvert. La distorsion économique entre le risque couvert et la rémunération relative à la prise de risque aboutirait à un engagement dérisoire, le privant ainsi de cause. Une voie doit être envisagée pour permettre à une telle convention de disposer d'une cause : la contrepartie équivalente.

L'absence ou l'insuffisance de la contrepartie équivalente. L'équivalence est une « une identité de valeur et partant d'effet (de droit) ou de régime (juridique) entre divers actes, formes, procédures, modes de preuve, etc. »¹. La notion de contrepartie équivalente

¹ V. Voc. Jur. CORNU, V° « équivalence », p. 344

dans le cadre d'un contrat de fiducie-sûreté¹ correspond à la valeur des biens transmis² et doit être en rapport avec les avantages consentis au tiers bénéficiaire³. Pour exclure l'intention libérale du tiers mandataire constituant envers le débiteur mandant, ce premier doit avoir reçu une contrepartie équivalente de son engagement envers le créancier de l'obligation principale preneur de la garantie financière. La directive *Collateral* ne s'oppose pas à la constitution d'une garantie financière onéreuse par un tiers. Comme la fiducie-libéralité est nulle, l'engagement du tiers constituant qui supporte le risque d'inexécution de l'obligation financière du débiteur principal doit avoir une juste contrepartie. En réalité, l'utilisation dévoyée du contrat de garantie financière peut être sanctionnée.

473. Le risque d'utilisation dévoyée du contrat de garantie financière. La possibilité de réaliser une intention libérale grâce au contrat de garantie financière est un risque. Le contrat de garantie financière ne servirait plus à couvrir les positions, mais à transférer des actifs éligibles à l'assiette de cette garantie⁴. Cela étant, des sanctions existent.

La nullité de la fiducie-libéralité. D'abord, un tel montage est une fiducie-libéralité. À ce titre et en application du droit commun, la nullité du contrat de garantie financière peut être demandée⁵.

Un abus de droit. Ensuite, un tel montage peut être sanctionné sur le terrain de l'abus de droit. Il s'agit d'un accord occulte conclu entre le débiteur et le garant, ces deux personnes auraient ainsi convenu à l'avance de la défaillance du débiteur de l'obligation principale pour réaliser l'intention libérale du garant/constituant à l'égard du débiteur. L'intention libérale du garant/constituant prive le contrat de garantie financière de son caractère aléatoire. L'aléa est écarté par l'intention libérale du garant/constituant. Or, le

¹ La contrepartie équivalente est distincte de l'équivalence plus large omniprésente en droit financier, et plus particulièrement sur l'obligation de restitution pesant sur le preneur au contrat de garantie financière. E. LE DOLLEY, « L'équivalence en droit financier », *Bull. Joly Sociétés*, 2009, n° 2, p. 204

² Ph. MARINI, Rapport fait au nom de La Commission des Lois constitutionnelles, de législation, du suffrage universel, du Règlement et d'administration générale sur la proposition de loi de M. Philippe MARINI instituant la fiducie, 8 févr. 2005, www.senat.fr, p. 48

³ X. de ROUX, Rapport fait au nom de la commission des lois constitutionnelles, de la législation et de l'administration générale de la république sur la proposition de loi (n° 3385), adoptée par le sénat, instituant la fiducie, 1^{er} févr. 2007, n° 3655, www.assemblée-nationale.fr, p. 36

⁴ Art. L. 211-38-I du C. mon. fin.

⁵ Art. 2013 du C. civ.

caractère aléatoire de l'exécution de l'obligation financière, assimilable au risque, est un élément de qualification du contrat de garantie financière.

Une contrariété à l'intérêt social. Enfin, si le tiers est une société, ce montage fiduciaire peut être remis en cause en raison de la contrariété de cet engagement à l'intérêt social de la société. Mais, l'intérêt social d'une entreprise n'est pas nécessairement une limite à la conclusion d'un contrat de garantie financière. Au contraire, la contrepartie équivalente peut résider dans l'intérêt social de la société. Le dévoiement de l'utilisation du contrat de garantie financière est un premier constat justifiant que le traitement du risque d'inexécution des obligations financières est un facteur de risque extrinsèque, tout comme le second constat relatif à la négation de l'existence d'un contrat de garantie financière par le prétoire.

§2. La négation de l'existence du contrat de garantie financière

474. **Présentation.** Osons poser la question, dans le domaine des marchés financiers, la loi française n'est-elle pas trop souvent applicable¹ ? N'y a-t-il pas là, en raison de l'ordre public ou encore en raison de l'ordre public boursier qu'il convient de protéger, un excès de patriotisme ? L'obligation de restitution à la charge du dépositaire est d'ordre public et ne peut y déroger, car il implique la protection des marchés et de l'épargne². Il semble qu'il faille comprendre l'issue de l'affaire « Cœur Défense » comme une décision « *pro* marché » qui tendait, dans le contexte, à restaurer la confiance et permettre, autant que possible, le bon fonctionnement des marchés. La position prise par la Cour de cassation, tout comme celle qui avait été prise par la Cour d'appel, se justifie en réalité par la volonté de protéger les investisseurs³. Il convient de revenir sur l'affaire « Cœur Défense » qui, une nouvelle fois, est riche d'enseignements. D'abord, le premier enseignement est lié au dispositif *Collateral*, pourtant applicable en l'espèce, mais au sujet duquel le silence a été gardé. Ensuite, il

¹ H. de VAUPLANE, « La crise financière et le droit français », *JCP G*, n° 50, 2008, I, 220 : « Il faudrait faire le tour des patrons de banques et de grandes entreprises, et leur dire : « assurez-vous que le droit applicable dans vos opérations est bien le droit français ! » »

² A. PRŪM, « Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPCVM sous pression », *op. cit.* et *loc. cit.* ; I. RIASSETTO, note sous CA Paris, 8 avril 2009, *op. cit.* : « Toutefois, la formulation retenue peut être discutée. D'une part, en l'espèce il ne s'agissait précisément pas d'OPCVM destinés au grand public, mais d'OPCVM de gestion alternative – spécialement des OPCVA ARIA EL – réservés à des investisseurs qualifiés ou à des investisseurs dont la souscription minimale est fixée à 125 000 euros. En outre, les OPCVM sont en tant que tels des contreparties éligibles. Aussi, l'idée d'épargnant est-elle inappropriée, sauf si l'on considère à travers eux leurs porteurs de parts et actionnaires. D'autre part, la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance dans l'économie a écarté les OPCVM de l'appel public à l'épargne – aujourd'hui offre au public »

³ *Ibid.*

convient de démontrer que le patriotisme s'est exprimé par la négation de la dimension internationale de la situation.

475. La négation de la présence d'un contrat de garantie financière, un fondement acceptable de l'application de la loi française. L'affaire LEHMAN BROTHERS est l'illustration de la négation de la présence d'un contrat de garantie financière. Il convient de faire un bref rappel de l'affaire avant d'envisager la question de la loi applicable.

L'affaire. Osons le dire : il est difficilement compréhensible que la Cour d'appel de Paris, puis la Cour de cassation n'abordent pas le contrat de garantie financière dans cette affaire¹ ; c'est pourtant de cela, dont il s'agissait ! Un auteur vise très clairement la dénaturation des règles de l'*International Prime Brokerage Agreement* et des dispositions de la directive *Collateral* à juste titre². Il faut comprendre que si l'ordonnance de transposition de la directive *Collateral* ne l'exige pas, le législateur européen avait quant à lui prévu dans la directive que « *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* »³. Ainsi, en droit français, à défaut de stipulation contractuelle, après réutilisation du preneur le rapport créancier/débiteur s'inverse, sans que le constituant ne bénéficie d'aucune garantie. Il est alors traité, en cas de défaillance, du preneur réutilisateur comme un créancier chirographaire. En outre, ne pas tenir compte de l'existence d'un contrat de garantie financière a conduit à nier l'existence d'un fait entraînant l'exécution et entraînant la déchéance du terme. Or, la Cour d'appel a appliqué la clause de *Close-out Netting* sans relever, en l'occurrence, que le fonds ne l'avait pas mise en œuvre dans les formes prescrites⁴. Il semble qu'il faille voir ici une illustration de latitude laissée aux États concernant la transposition d'une directive d'harmonisation minimale : les uns, la Grande-Bretagne notamment, qui ont transposé scrupuleusement la directive, prévoient l'obligation du preneur réutilisateur de fournir une

¹ H. SYNDET, « La faillite de Lehman Brothers, premiers enseignements », *op. cit.* et *loc. cit.* : « [...] rien sur la directive garantie financière [...] »

² A. MAFFEI, « Controverse autour des obligations du dépositaire », *op. cit.*, p. 46

³ Art. 5.2 de la directive *Collateral*

⁴ A. MAFFEI, « Controverse autour des obligations du dépositaire », *op. cit.*, p. 46 : « Les termes de cette clause stipulaient que leur mise en œuvre nécessitait une notification de résiliation entraînant la déchéance du terme de tous les engagements. Dans le contexte d'une telle mise en œuvre, il devait être fait masse commune de l'ensemble des dettes et actifs valorisés selon les termes de la convention. Il en serait résulté une créance pour somme d'argent et les fonds n'avaient à l'évidence aucun intérêt à la mettre en œuvre. »

garantie financière équivalente de remplacement ; les autres, la France notamment, laissent ce choix à la volonté des parties. En l'espèce, cela aboutit à mettre à la charge des dépositaires français la dette contractée par les Fonds¹.

Les justifications de la loi applicable. Au sujet de l'affaire « Cœur Défense », les commentateurs ont souligné l'intérêt de demander l'ouverture d'une procédure de sauvegarde pour un SPV². Dans le cadre de l'affaire « Cœur Défense », l'objectif est clair : l'ouverture d'une procédure de sauvegarde de la HOLD et de DAME LUXEMBOURG avait pour but d'empêcher les créanciers d'exercer l'hypothèque consentie sur l'immeuble financé et de mettre en œuvre la clause compromissaire relative au nantissement des titres de la HOLD consenti par DAME LUXEMBOURG. Il est assez étonnant de constater, encore une fois, que la directive *Collateral* n'est pas même évoquée, il s'agit pourtant bien d'un nantissement de titres financiers ! Si telle avait été la qualification retenue, le régime dérogatoire du contrat de garantie financière conduisant à l'exclusion des conséquences de l'ouverture d'une procédure collective aurait conduit au même résultat, mais la solution aurait été fondée. La loi française aurait été applicable car le compte pertinent était inscrit dans les livres d'une banque française, situation bien plus justifiable et compréhensible.

476. **La négation du caractère international de la situation.** Tout cela mène à un constat simple, pertinent et éclairant formulé par Monsieur le Professeur H. SYNDET : « *le juge isole de son contexte la relation juridique unissant les parties françaises [...] tout en faisant supporter aux banques l'intégralité du risque attaché au caractère international de la situation* »³.

Les lacunes du droit de la faillite internationale. Un auteur a pu mettre en lumière une série de lacunes, précisément cinq, à travers l'affaire LEHMAN BROTHERS. La première tient à ce que la banque américaine échappe complètement à la législation

¹ A. MAFFEI, « Controverse autour des obligations du dépositaire », *op. cit.*, p. 46 : « *En dénaturant les termes de la convention et les dispositions législatives applicables, la haute juridiction non seulement reconnaissait aux fonds plus de droits qu'ils n'en avaient mais mettait à la charge des dépositaires la dette contractée par ceux-ci sans la moindre perspective de permettre aux dépositaires de faire valoir leurs droits dans le contexte de la procédure collective au bénéfice de laquelle LBIE avait été admise. Les fonds se faisaient ainsi restituer leurs actifs sans avoir à s'acquitter de leurs dettes à l'égard du Prime Broker en laissant aux dépositaires le soin de les acquitter sans contrepartie.* »

² A. BESSE et N. MORELLI, « Introduction à la « sauvegarde bouclier » du SPV », *op. cit.* et *loc. cit.*

³ H. SYNDET, « Rapport conclusif », *RDBF*, n°1, janv. 2010, dossier 10

européenne et aboutit à la désignation de lois d'États divers, par la mise en œuvre des règles de conflit de lois. Cela conduit inéluctablement à une « *mosaïque de droits nationaux qui ont vocation à s'appliquer* »¹ à cette même situation internationale. À cela, s'ajoute une volonté communautaire d'harmonisation minimale aboutissant à des résultats bien trop hétérogènes². Pensons aux facultés laissées aux États membres dans les instruments communautaires ; pour ne citer que cela : l'*Opt-in* de la personne physique dans le cadre du contrat de garantie financière. Cette remarque invite effectivement à ériger le constat des transpositions éparses, parfois même défectueuses³. Enfin, l'absence de définition de ce que constitue le groupe de sociétés peut trouver une expression à travers celui constitué par l'établissement de crédit et ses succursales⁴. Les remèdes sont proposés : les instruments communautaires comportent en leur sein un problème institutionnel ne permettant pas d'aboutir au résultat escompté. La directive implique une transposition et c'est à cette occasion que les divergences entre les différentes législations des États membres peuvent trouver un point d'ancrage. Parfois, même l'instrument communautaire organise l'impossible harmonisation en laissant des alternatives, sur certaines questions, aux États membres. Quant au règlement, cela n'est guère mieux puisque son interprétation est de la compétence du juge de droit commun de chaque État. En poussant un peu le raisonnement, il est susceptible d'y avoir autant d'interprétation que de juges de droit commun au sein de chaque État membre. Un des premiers remèdes proposés par ces auteurs est sans doute de se pencher sur la question institutionnelle. Ensuite, concernant le droit des faillites, il est bâti sur le principe d'universalité. Mais les exceptions sont tellement nombreuses qu'elles en arrivent à anéantir le principe. La solution est, selon eux, contenue dans le règlement du 29 mai 2000 en mêlant territorialité et universalité.

Conclusion de la section II

477. Aux côtés de la persistance des risques intrinsèques au dispositif *Collateral*, des risques extrinsèques peuvent être identifiés. Il s'agit de deux risques : le premier est afférent au dévoiement du contrat de garantie financière ; le second concerne l'excès de patriotisme quant à la mise en œuvre de la règle de conflit de lois concernant la garantie des obligations financières. D'abord, le premier risque extrinsèque s'exprime dans la situation au sein de laquelle un contrat de garantie financière pourrait être conclu à une tout autre fin que la

¹ R DAMMANN et F. LACROIX, « Les lacunes du droit de la faillite internationale », *RDBF*, n° 5, sept. 2009, dossier 25, n° 16

² *Ibid.*, n° 18

³ *Ibid.*, n° 23

⁴ *Ibid.*, n° 24

garantie de l'exécution des obligations financières. L'intention libérale du constituant est un risque et le contrat de garantie financière est le vecteur de survenance de ce risque. Il s'agirait purement et simplement d'un abus de droit. Ensuite, le second risque est relatif à la mise en œuvre de la règle de conflit de lois applicable au contrat de garantie financière. Le risque est l'excès de patriotisme conduit à ne pas appliquer la règle de conflit de lois pour préserver les intérêts économiques nationaux en niant l'existence de cette garantie dérogatoire. L'affaire LEHMAN BROTHERS est un exemple topique qui illustre les limites de la prise en charge d'une faillite internationale.

Conclusion du chapitre 2

478. L'anticipation, la limitation, l'éviction des risques de l'opération de marché sont les techniques employées pour traiter le risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières. Mais le traitement proposé par la directive Collateral est imparfait, car il laisse subsister certains risques et en crée de nouveaux. D'un côté, le dispositif Collateral est facteur de risques intrinsèques, de l'autre, il est facteur de risques extrinsèques.

479. D'abord, le dispositif *Collateral* est facteur de risques intrinsèques, c'est-à-dire que les risques sont créés ou persistent dans le périmètre de ce dispositif. D'une part, le risque crédit persiste parce que la garantie des obligations financières peut s'avérer inefficace en raison de la piètre qualité de son assiette. En réalité, la nature des droits conférés par les actifs constituant l'assiette de la garantie financière est susceptible de ruiner l'utilité et l'efficacité de la garantie. L'exemple le plus parlant est le cas dans lequel un contrat financier à terme optionnel, notamment un dérivé conclu entre contreparties non financières, est remis ou transféré en garantie de l'exécution des obligations financières. D'autre part, un nouveau risque inhérent au contrat de garantie financière apparaît : il s'agit de l'incapacité du bénéficiaire de restituer ou de rétrocéder les actifs remis ou transférés en garantie.

480. Ensuite, le dispositif *Collateral* est facteur de risques extrinsèques, c'est-à-dire que les risques s'expriment en dehors le périmètre de ce dispositif. D'une part, le dispositif *Collateral* peut être dévoyé. Les parties au contrat de garantie financière peuvent rechercher à limiter les effets de ce contrat, notamment en ne recherchant que son effet translatif. D'autre part, la négation de l'existence d'un contrat de garantie financière par le prétoire mène à l'éviction de l'application de son régime. Précisément, la disqualification de l'existence d'un contrat de

garantie financière exclut la mise en œuvre de la règle de conflit de lois prévue par ce dispositif. L'excès de patriotisme conduit à exclure le caractère international de la situation juridique.

Conclusion du titre II

481. Le traitement des risques de l'opération de marché est imparfait. D'un côté, le traitement du risque d'inexécution des obligations financières nées d'une opération de marché enregistrée par sa limitation ou son éviction est une nécessité, de l'autre, il est imparfait, car il est facteur de risques.

482. D'abord, le traitement du risque crédit afférent aux obligations financières est nécessaire, car il permet sa limitation et son éviction.

483. D'une part, la limitation du risque crédit repose sur un mécanisme translatif volontaire et sur le système de compensation multilatérale réducteur du risque d'inexécution des obligations financières. D'un côté, la limitation des risques de l'opération de marché repose sur le mécanisme de transfert du risque d'inexécution des obligations financières grâce à la cession de contrat afférent aux obligations financières. Pour cela, l'obligation financière est réduite à la valeur de la position contractuelle : l'obligation financière est objet. En outre, la faculté de révocation unilatérale de la position à terme est un moyen de transférer le risque à une autre contrepartie dans le cadre du système multilatéral de compensation. D'un autre côté, la limitation des risques de l'opération de marché repose sur le mécanisme de compensation multilatérale des dettes et créances afférentes aux obligations financières avec celles du contrat de garantie financière.

484. D'autre part, la limitation du risque crédit repose sur un mécanisme d'éviction préventif et curatif des risques d'inexécution des obligations financières nées de l'opération de marché. D'un côté, l'éviction préventive du risque crédit repose sur la conclusion d'un contrat de garantie financière permettant d'accéder au marché et sur l'exécution des obligations financières nées de l'opération de marché permettant de s'y maintenir. La couverture est alors constituée d'une garantie financière et de l'actualisation de son assiette par le règlement de l'obligation financière de régler quotidiennement les marges. D'un autre

côté, l'éviction curative du risque crédit repose l'éviction de l'opérateur défaillant par la liquidation d'office de ses positions. En réalité, il s'agit d'une résiliation par compensation.

485. Ensuite, le traitement du risque crédit afférent aux obligations financières est imparfait, car il est facteur de risques.

486. D'une part, le traitement des risques l'opération de marché est imparfait, car le dispositif *Collateral* est facteur de risques intrinsèques. D'un côté, le risque d'inexécution des obligations financières persiste en raison de l'inefficacité de la garantie. D'un autre côté, l'incapacité du bénéficiaire de la garantie financière à rétrocéder ou restituer les actifs transférés ou remis à titre de garantie de l'exécution des obligations financières est un nouveau risque.

487. D'autre part, le traitement des risques l'opération de marché est imparfait, car le dispositif *Collateral* est facteur de risques extrinsèques. D'un côté, le contrat de garantie financière est soumis au risque de dévoiement du contrat de garantie financière. D'un autre côté, le contrat de garantie financière risque d'être un instrument de politique économique. En effet, le rejet de cette qualification évince l'application de son régime juridique et de la règle de conflits de lois prévue par le dispositif *Collateral*.

Conclusion de la seconde partie

488. Le dispositif *Collateral* a pour objectif de protéger le système financier en assurant sa stabilité. En ce sens, le risque de système doit être encadré, c'est-à-dire que les risques financiers de l'opération de marché doivent être anticipés. Cette étude démontre que, même si le dispositif *Collateral* est nécessaire, il est néanmoins imparfait, car il ne parvient pas à évincer les risques de l'opération de marché, foyer de risque de système. Au contraire, le dispositif est facteur de risques.

489. D'abord, le risque de système doit être encadré par l'anticipation des risques financiers de l'opération de marché. Or, l'opération de marché enregistrée donne naissance à des obligations financières. Donc, l'exécution de ces obligations financières doit être garantie de manière efficace.

D'un côté, le risque d'inexécution des obligations financières est encadré par la conclusion d'un contrat de garantie financière et par un mécanisme collectif de garantie. D'une part, le risque d'inexécution des obligations financières est anticipé par la conclusion d'un contrat de garantie financière. Cette garantie bilatérale des obligations financières souffre d'une limite importante : l'incapacité de son bénéficiaire de restituer ou de rétrocéder les actifs remis ou transférés en garantie. Ainsi, nous défendons l'idée d'introduire une obligation de *Collatéralisation* réciproque en cas d'utilisation ou de réutilisation des actifs remis ou transférés en garantie par le bénéficiaire. D'autre part, le risque d'inexécution des obligations financières est couvert par un mécanisme collectif de garantie, le fonds de garantie de la défaillance. Ce fonds est alimenté par la conclusion d'un contrat de garantie financière et l'exécution d'obligations financières spécifiques, l'obligation de rechargement.

De l'autre côté, le risque d'inexécution des obligations financières doit être encadré par la conclusion d'une garantie efficace qui implique une protection particulière évasive de toute remise en cause pouvant émaner du droit interne français ou de l'application d'une loi étrangère. Ainsi, le dispositif *Collateral* évince l'application du droit des procédures civiles d'exécution, du droit des procédures collectives et prévoit une règle de conflits de lois. D'une part, comme les effets de l'ouverture d'une procédure civile d'exécution sont susceptibles de remettre en cause l'exécution des obligations financières et l'efficacité de leur garantie, l'article L. 211-36-1-II du Code monétaire et financier prévoit l'éviction de ces règles spéciales. De la même manière, comme l'application des règles des procédures collectives est susceptible de remettre en cause l'exécution des obligations financières et l'efficacité de leur garantie, l'article L. 211-40 du Code monétaire et financier évince l'application de ces règles spéciales. D'autre part, comme l'application d'une loi étrangère est susceptible d'anéantir le contrat de garantie financière, une règle de conflit de lois qui désignant la loi de l'État du compte dans lequel les titres sont inscrits est prévue par le dispositif *Collateral*. La protection de la garantie de l'exécution des obligations financières est assurée par la désignation d'un facteur de rattachement unique. Mais la mise en œuvre de la règle connaît des limites, notamment lorsqu'une procédure collective est ouverte à l'encontre d'une des parties. Dans l'affaire « Cœur défense », l'application de la *lex rei sitae* a été écartée au profit de la *lex fori*, car les juges ont écarté la présence d'un contrat de garantie financière.

490. Ensuite, l'encadrement du risque de système par le dispositif *Collateral* est nécessaire, mais imparfait. Il est nécessaire parce qu'il permet, dans une certaine mesure, la limitation et l'éviction du risque d'inexécution des obligations nées d'une opération de marché enregistrée. Mais il est imparfait, car il est facteur de risques.

D'un côté, le traitement du risque crédit afférent à l'inexécution des obligations financières est nécessaire, car il permet sa limitation et son éviction. D'une part, la limitation du risque crédit repose sur son transfert et sa réduction. La limitation des risques de l'opération de marché repose sur le mécanisme de transfert. La cession de contrat afférent aux obligations financières ainsi que la faculté de révocation unilatérale de la position à terme sont deux moyens de transférer le risque à une autre contrepartie. La limitation des risques de l'opération de marché repose sur le mécanisme de compensation multilatérale des dettes et créances afférentes aux obligations financières avec celles du contrat de garantie financière. D'autre part, la limitation du risque crédit repose sur un mécanisme d'éviction préventif et curatif des risques d'inexécution des obligations financières nées de l'opération de marché. L'éviction préventive du risque crédit par la fourniture d'une garantie des obligations financières permet d'accéder au marché et l'exécution des obligations financières nées de l'opération de marché permet de s'y maintenir. L'éviction curative du risque crédit repose l'éviction de l'opérateur défaillant par la liquidation d'office de ses positions.

D'un autre côté, le traitement du risque crédit afférent aux obligations financières est imparfait, car il est facteur de risques. D'une part, le dispositif *Collateral* est facteur de risques intrinsèques puisque le risque d'inexécution des obligations financières persiste en raison de l'inefficacité de la garantie. En plus de cela, l'incapacité du bénéficiaire de la garantie financière à rétrocéder ou restituer les actifs transférés ou remis à titre de garantie de l'exécution des obligations financières est un nouveau risque. D'autre part, dispositif *Collateral* est facteur de risques extrinsèques. Le contrat de garantie financière peut être dévoyé et servir à une tout autre fin que la garantie des obligations financières. En outre, il devient instrument de politique économique. En effet, le rejet de cette qualification évince l'application de son régime juridique et de la règle de conflits de lois prévue par le dispositif *Collateral*.

CONCLUSION GÉNÉRALE

491. Tout le dispositif *Collateral* a été élaboré en contemplation du risque crédit susceptible d'affecter le système financier. La directive *Collateral* fournit un régime unique aux garanties qu'elle désigne sous une qualification générique de « contrat de garantie financière ». Elle identifie l'obligation garantie sous l'angle du risque d'inexécution qui l'affecte, en utilisant la qualification générique d'« obligations financières couvertes ». La pierre angulaire du dispositif *Collateral* est le risque de défaillance, c'est-à-dire le foyer du risque de système. L'œuvre du législateur européen vise en son entier vers la couverture de ce risque, comme en témoignent l'intitulé de la directive *Collateral* et les objectifs impartis. Le dispositif *Collateral* a été conçu pour les entités du système financier, c'est-à-dire les marchés de capitaux, les intermédiaires financiers et les infrastructures de marché. Tout le système financier doit être protégé de la défaillance de ses intervenants. De telle sorte, une garantie efficace doit préserver le système financier de la défaillance des opérateurs, c'est-à-dire du risque d'inexécution de leurs obligations.

492. L'objectif de la première partie a été de démontrer l'obligation financière est un objet du système financier, car son existence est conditionnée par son appartenance à ce système et que la détermination de son objet est subordonnée à l'intervention de ses infrastructures.

493. D'abord, l'obligation financière est un objet du système financier parce qu'elle ne peut pas exister en dehors du système financier. L'étude du domaine et des caractères de cette obligation démontre l'existence d'un lien vital de dépendance de l'obligation financière au système financier : l'obligation financière est afférente à des opérations financières entre intermédiaires financiers, c'est-à-dire entre des entités réglementées soumises à des règles prudentielles. Une obligation est financière, car elle naît d'une opération de marché et qu'elle est compensée de manière multilatérale par une contrepartie centrale. Le fait générateur de l'obligation financière réside dans une manifestation unilatérale de volonté du donneur d'ordres et dans l'enregistrement de la transaction par la chambre de compensation. Concrètement, elle est une prestation due à un intermédiaire financier.

494. Ensuite, les obligations financières sont un objet du système financier parce que la détermination de son objet mobilise les entités du système financier, c'est-à-dire ses marchés et ses infrastructures. Au stade de la formation de l'opération de marché, l'enregistrement de transaction par la chambre de compensation est subordonné à la remise d'une garantie financière. À compter de l'enregistrement, les obligations financières sont exigibles. Ainsi, l'existence et l'exigibilité des obligations financières sont subordonnées à l'intervention de la chambre de compensation. Au stade de l'exécution de l'opération de marché, les infrastructures de marché, les systèmes de règlement et de livraison et de la chambre de compensation, déterminent l'objet des obligations financières. L'exécution des obligations financières se manifeste par une inscription en compte qui opère le transfert de propriété. S'agissant d'une opération de marché à terme, le *quantum* des obligations financières correspond à l'obligation quotidienne de règlement des marges. L'exécution de cette obligation permet d'actualiser l'assiette du dépôt initial de garantie et d'exécuter des obligations du contrat à terme. Puisque les dettes et créances afférentes au contrat de garantie financière se compensent avec celles afférentes aux obligations financières, alors l'exécution de l'obligation financière permet d'exécuter celles nées du contrat de garantie financière et celles du contrat à terme.

495. Le dispositif *Collateral* tente de protéger la stabilité du système financier en encadrant le risque de système par l'anticipation des risques financiers de l'opération de marché. Or, les obligations financières naissent d'une opération de marché enregistrée. L'encadrement du risque de système implique de garantir de manière efficace l'exécution des obligations financières. Cette seconde partie démontre que, même si le dispositif *Collateral* est nécessaire, il est néanmoins imparfait, car il ne parvient pas à évincer les risques de l'opération de marché, au contraire, il est facteur de risques.

496. D'abord, le risque de système doit être encadré par l'anticipation des risques financiers de l'opération de marché exigeant ainsi la garantie efficace de l'exécution des obligations financières qu'elle fait naître. Le risque d'inexécution des obligations financières est traité par la conclusion d'un contrat de garantie financière et le mécanisme collectif de garantie qu'est le fonds de gestion de la défaillance. La protection et la stabilité du système financier requièrent l'efficacité de la garantie financière qui ne doit, d'aucune manière, être remise en cause par le droit interne français ou en raison de l'application d'une loi étrangère. Ainsi, le

dispositif *Collateral* évince non seulement l'application du droit des procédures civiles d'exécution, du droit des procédures collectives, mais prévoit aussi une règle de conflits qui la loi de l'État du compte dans lequel les titres sont inscrits comme étant applicable.

497. Ensuite, l'encadrement du risque de système par le dispositif *Collateral* est nécessaire, mais imparfait.

498. D'un côté, la limitation du risque crédit repose sur son transfert grâce à la cession de contrat afférent aux obligations financières et sa réduction grâce à la compensation des obligations financières dans un système multilatéral. D'un autre côté, la limitation du risque crédit repose sur un mécanisme d'éviction préventif et curatif des risques d'inexécution des obligations financières. L'éviction préventive du risque d'inexécution des obligations financières est permise non seulement par la garantie financière, condition d'accès au marché, mais aussi par l'exécution des obligations financières, l'exécution des marges, condition de maintien sur le marché. L'éviction curative du risque crédit repose l'éviction de l'opérateur défaillant par la liquidation d'office de ses positions.

499. D'un autre côté, le traitement du risque crédit afférent aux obligations financières est imparfait, car il est facteur de risques. Le dispositif *Collateral* est facteur de risques intrinsèques et extrinsèques. Le dispositif *Collateral* est facteur de risques intrinsèques, car le risque d'inexécution des obligations financières persiste et un nouveau risque, l'incapacité du bénéficiaire de la garantie financière à rétrocéder ou restituer les actifs transférés ou remis à titre de garantie, est créé. En outre, ce dispositif est facteur de risques extrinsèques, car le contrat de garantie financière peut être dévoyé. Sa qualification peut être écartée pour empêcher la mise en œuvre de la règle de conflit de lois. Le dispositif est un gage de sécurité juridique, mais elle met en scènes des enjeux extrajuridiques que le droit ne semble pas à même de gouverner¹.

¹ M.-A. FRISON-ROCHE, « Esquisse d'une sociologie du droit boursier », *L'Année sociologique*, n° 49, 1999, p. 457, spéc. p. 484 : « On peut tout d'abord se poser une question : qui maîtrise le droit boursier ? Quels systèmes y prétendent ? Quelles professions le convoitent ? »

INDEX ALPHABÉTIQUE

Les chiffres renvoient aux numéros de paragraphes

A

Abus de droit : 474

Accessoire : 155, 156, 160, 356, 360, 373, 384, 392, 426

Acte formel (v. formalisme)

Actifs : 116, 187 et suiv., 206 et suiv., 213 et suiv., 223, 314 et suiv., 440 et suiv., 456 et suiv.

Adhérent compensateur : 139, 143, 151, 238 et suiv., 264, 272, 412 et suiv.

Allocation : 362

Assiette (v. actifs)

Automatic early termination : 420

B

BRI : 40

C

Cause : 346 et suiv.

Cession de contrat : 343 et suiv.

- Effet novatoire : n° 357
- Effet translatif : n^{os} 356 et suiv.

Cession de créance : n° 356

Chambre de compensation

- Avant-contrat : 73
- Commissionnaire : 72
- Condition suspensive : 76
- Contrat avec le marché : 69
- Contrat originaire : 71
- Contrepartie financière : 40, 62 et suiv.
- Engagement unilatéral : 76
- Enregistrement : 98 et suiv.
- Fait générateur de l'obligation financière : 81 et suiv.
- Mandataire : 72
- Novation : 72

- Obligation financière : 22 et suiv.
- Procédures collectives : 262 et suiv., 274 et suiv.
- Révocation unilatérale : 361 et suiv.
- Subrogation : 72
- Système financier : 30 et suiv.
- Transfert de propriété : 131 et suiv.

Cherry-Picking : 284

Clause d'arrosage : 209

Close-out Netting (v. liquidation d'office)

Collatéralisation : 215 et suiv.

Compensation

- Créances connexes : 285, 287 et suiv., 425
- Exigibilité : 428
- Fongibilité : 427

Compensation multilatérale

- Enregistrement : 98 et suiv.
- Finalité : 369 et suiv.

Compte

- Affectation générale : 265
- Balance : 140
- Courant : 283, 287
- Compensation multilatérale : 140
- De position : 264, 266
- De couverture : 264, 264

Compte pertinent : 309 et suiv.

Continuation des contrats en cours : 282 et suiv.

Contrat à terme : 147 et suiv., 162 et suiv.

- Ferme : 445
- Optionnel : 25, 446

Contrats financiers : 441

Contre-garantie :

- Contrat de garantie financière : 209
- Fonds de gestion de la défaillance : 237, 239
- Garantie de bonne fin : 386 et suiv.

Convention-cadre : 417 et suiv.

- Clause de résiliation anticipée : 419 et suiv.

- Convention-cadre de globalisation : 423
- Convention-cadre multi-opérations : 424

Convention de Genève sur les titres intermédiés du 9 oct. 2009 : 184 et suiv.
 Convention de La Haye du 5 juill. 2006 : 304 et suiv., 314
 Couverture : 324 et suiv.

- Additionnelle : 151
- Appel
- Condition d'enregistrement de la transaction : 100, 390
- Condition de passation de l'ordre : 96, 390
- Condition de validité : 391
- Contrat de garantie financière : 220
- Débiteur : 96
- Défaut d'appel : 392, 414 et suiv.
- Définition : 382
- Dépôt initial de garantie
- Finalité : 384 et suiv.
- Fonction : 384
- Inexistence : 394
- Nature : 383
- Sources : 382

Cross-agreement Bridge : 423
Crossing Network: 54, 56
Cross-product Master Agreement : 424

D

Dark Pool : 54 et suiv.
 Défaillance : 404 et suiv.
 Délai de grâce : 270, 277 et suiv.
 Dénouement : 138
 Dépôt de garantie : 100, 150, 155, 159, 222, 384, 387, 390
 Dérivés : 23, 32 et suiv., 50 et suiv., 450 et suiv.
 Différentiel : 25, 72, 140, 148, 163
 Droit conventionnel d'utilisation (v. réutilisation)
 Droit potestatif : 269
 Ducroire : 72, 190

E

Engagement unilatéral : 75 et suiv.
 Entités réglementées : 30 et suiv.

Erreur-obstacle : 395
 Exécution : 110 et suiv.

F

Fiducie

- Libéralité : 471 et suiv.
- Sûreté : 201 ; 206, 209, 217, 222, 473

Fonds de gestion de la défaillance : 136 et suiv.
 Fongibilité : 212, 358, 360, 426, 427
 Formalisme : 197 et suiv.
 Fragmentation : 54

G

Gage de compte d'instruments financiers : 197, 200, 207, 209
 Gage-espèces : 188, 197, 202
 Garantie de bonne fin : 388
 Gré à gré : 51

H

Haircut : 449

I

Inopposabilité des exceptions (v. inscription en compte)
 Inscription en compte : 117 et suiv.

- Acquisitive : 130, 132
- Incorporation : 127
- Inopposabilité des exceptions : 123, 126 et suiv.
- Présomption : 122
- Translative : 130

Instruments financiers (v. actifs et contrats financiers)

- Notion : 440 et suiv.
- Obligations financières : 22 et suiv.

Intention libérale : 464 et suiv.
 Interdiction de paiement des créances antérieures : 285 et suiv.

L

Lehman Brothers : 211 et suiv., 215 et suiv.
Lex concursus : 306, 318 et suiv.

Lex contractus : 301 et suiv., 315
Lex fori : 320 et suiv., 477
Lex rei sitae : 301, 309 et suiv., 319, 323
Lex societatis : 302
Liquidation d'office :
- Assiette du contrat de garantie financière : 188
- Cherry-picking : 284
- Conditions : 415
- Continuation des contrats en cours : 282 et suiv.
- Contre-opération : 416
- Fonds de gestion de la défaillance : 240, 247
- Infrastructure de marché : 99
- Interdiction de paiement des dettes antérieures : 286 et suiv.
- Responsabilité PSI : 392, 417
- Sanction : 397
- Titulaires du pouvoir : 412 et suiv.
Liquidité : 362
Loi d'autonomie (v. *Lex contractus*)
Loi applicable : 297 et suiv., 473 et suiv.

M

Marché :
- Notion : 12
- Opération de : 51
- Pluralité : 13
- Réglementé : 14
Marges
- Actualisation de l'assiette : 162 et suiv.
- Complément : 151
- Contrat à terme : 147
- Définition : 143
- Exigibilité : 148
- Finalité : 158
- Nature : 157
- Obligation de régler les marges : 145
- Obligation financière: 160 et suiv., 165
- Paiement anticipé : 149, 164
Margin call : v. marges
Master Agreement : voir convention-cadre
Master Master Agreement : voir convention-cadre de globalisation

N

Nantissement
- Définition : 201
- Droit de réutilisation : 208 et suiv.
Nantissement de compte-titres
- Droit commun, confrontation : 201
- Droit de réutilisation : 208 et suiv.
- Lehman Brothers : 321, 324
Négociabilité : 119
Négociation pour compte propre
Nullité de la période suspecte : 290 et suiv.

O

Objectivation : 81, 360
Obligation d'appeler la couverture (v. couverture)
Obligation d'information
- Défaut d'appel de couverture : 392, 394
- *Reporting* : 60, 64
Obligation de concentration : 51
Obligations de mise en garde : 392
Obligation de règlement des marges (v. marges)
Obligation de restitution (v. restitution)
Opt-in
- Généralités : 36 et suiv.
- Grande-Bretagne : 39
Opt-out
- Belgique : 39
- Personne physique : 36 et suiv.
Ordre public : 215
- Boursier : 352, 417, 475
- International : 306
- Procédures collectives : 272, 405

P

Pension :
- Fonds de gestion de la défaillance : 234
- Pension livrée : 201, 209, 212, 218
- Pension livrée conservatoire : 116
Personne non réglementée : 35 et suiv.
Personne réglementée : 30 et suiv.
Personne physique : 36 et suiv.
Perte de chance : 393

Place of the Relevant Account Approach (PRIMA): 304, 316

Position contractuelle : 188 et suiv., 342 et suiv., 445

Prestation caractéristique : 303, 315

Prêt de titres : 201, 207, 209, 212

Prime Brokerage: 211, 216, 413, 457

Procédures civiles d'exécution : 259 et suiv.

Procédure de conciliation: 274 et suiv.

Procédure de liquidation judiciaire : 280 et suiv.

Procédure de redressement judiciaire : 280 et suiv.

Procédure de rétablissement personnel : 270

Procédure de sauvegarde : 280 et suiv.

Procédure de surendettement des particuliers : 270

Promesse unilatérale de contrat : 69

Q

Quasi-usufruit : 208

R

Rechargement : 240

Règlement-livraison : 111 et suiv.

- Définition : 112

- Fonctionnement : 115

- Mise en pension : 116

Réméré : 201, 209

Résiliation-compensation

- Continuation des contrats en cours : 284

- Contre-opération : 416

- Convention-cadre : 373 et suiv., 419 et suiv.

- Interdiction de paiement des créances antérieures : 285 et suiv.

- Mécanisme : 417

- Nullités de la période suspecte : 290 et suiv.

- Procédures civiles d'exécution : 269

- Procédure de conciliation : 275 et suiv.

- Procédure de liquidation judiciaire : 284 et suiv.

- Procédure de redressement judiciaire : 284 et suiv.

- Procédure de règlement amiable : 275 et suiv.

- Procédure de sauvegarde : 284 et suiv.

- Rétroactivité : 269

Responsabilité des prestataires de services d'investissement (v. liquidation d'office)

Restitution

- Collatéralisation consécutive : 216

- Convention-cadre : 424 et suiv.

- Défaillance : 406 et suiv.

- Impossibilité de restituer : 223, 458

- Obligation de : 213 et suiv.,

- Par équivalent : 214

Réutilisation (*Re-use*) : 206 et suiv.

Risque

- Anticipation : 181 et suiv.

- Crédit : 7

- Éviction : 378 et suiv.

- Facteur de : 437 et suiv.

- Financier : 7, 51

- Généralités : 7

- Limitation : 341 et suiv.

- Réduction : 368 et suiv.

- Traitement : 8, 256 et suiv., 434 et suiv.

- Transfert : 342 et suiv.

- Système : 7, 27, 33 et suiv., 36 et suiv.

S

Saisie (v. procédures civiles d'exécution)

Ségrégation : 215

Solde

- Calcul : 139

- Compensation multilatérale : 369 et suiv.

- Compte courant : 283

- Convention-cadre : 422

- Couverture : 382 et suiv.

- Dénouement : 140

- Marges : 147 et suiv.

- Obligations financières : 160

- Position contractuelle : 360

- Procédures collectives : 285 et suiv., 290 et suiv.

- Saisie : 263

- Système de règlement et de livraison : 111 et suiv.
 - Support : 140
- Spéculation : 7 et suiv., 458
Standardisation : 60, 73, 81, 362
- Threshold* : 33
Titres financiers (v. actifs)

V

Vente à réméré (v. réméré)

T

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
---------------------------	---

PREMIÈRE PARTIE. L'OBJET DU SYSTÈME FINANCIER

TITRE I.

LA CONDITION D'EXISTENCE DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE

<i>CHAPITRE 1. LE DOMAINE FINANCIER DE L'OBLIGATION</i>	31
SECTION I. DES OBLIGATIONS NÉES D'OPÉRATIONS FINANCIÈRES	31
§1. Les obligations financières résultant d'opérations sur instruments financiers.....	31
§2. Les obligations financières résultant de tout contrat donnant lieu à un règlement en espèces ou à une livraison d'instruments financiers.....	33
§3. Les obligations financières résultant de tout contrat conclu dans le cadre d'un système de règlement interbancaire ou de règlement et de livraison d'instruments financiers	34
<i>Conclusion de la section I</i>	35
SECTION II. DES OBLIGATIONS ENTRE PARTICIPANTS AU SYSTÈME FINANCIER	36
§1. Les intermédiaires du système financier	36
§2. Les oubliés	44
A. La personne physique.....	45
B. Les régulateurs et les contreparties non financières	52
<i>Conclusion de la section II</i>	57
<i>Conclusion du chapitre 1</i>	58

CHAPITRE 2. LE CARACTÈRE FINANCIER DE L'OBLIGATION

SECTION I. UNE OBLIGATION NÉE D'UNE OPÉRATION DE MARCHÉ	60
§1. L'apparence : une obligation née d'une opération de marché ou conclue de gré à gré	60
§2. La réalité : une obligation née d'une opération de marché	66
A. La négociation centralisée de l'opération de marché	67
B. La compensation centralisée de l'opération de marché	78
<i>Conclusion de la section I</i>	89
SECTION II. LE FAIT GÉNÉRATEUR DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE	89
§1. Les faits générateurs exclus de l'obligation financière.....	89
A. L'exclusion du fait générateur contractuel.....	90
1. Le rejet de l'existence d'un contrat avec le marché	90
2. Le rejet de l'existence d'un contrat conclu avec la chambre de compensation	93
B. L'exclusion du fait générateur individuel	102

§2. Le fait générateur retenu de l'obligation financière	104
A. L'identification du fait générateur : une manifestation unilatérale de volonté et l'enregistrement par la contrepartie centrale.....	105
B. Le fait générateur d'un objet du système financier	107
<i>Conclusion de la section II</i>	110
<i>Conclusion du chapitre 2</i>	111
<i>Conclusion du titre I</i>	112

TITRE II.

LA DÉTERMINATION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES

CHAPITRE 1. LA DÉTERMINATION DE L'OBJET DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE LORS DE LA FORMATION DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ.....

SECTION I. DE LA NÉGOCIATION À L'ENREGISTREMENT DE LA TRANSACTION	117
<i>Conclusion de la section I</i>	121
SECTION II. L'ENREGISTREMENT DE LA TRANSACTION PAR LA CHAMBRE DE COMPENSATION	122
<i>Conclusion de la section II</i>	128
<i>Conclusion du chapitre 1</i>	129

CHAPITRE 2. LA DÉTERMINATION DE L'OBJET DE L'OBLIGATION FINANCIÈRE LORS DU DÉNOUEMENT DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ.....

SECTION I. L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES NÉES D'UNE OPÉRATION DE MARCHÉ	132
§1. L'exécution multilatérale des obligations financières assurée par un système de règlement et de livraison	133
§2. L'exécution des obligations financière par l'inscription en compte manifestant le transfert de propriété.....	138
A. L'exécution des obligations financières afférentes à un titre financier	139
1. Le titre élusif de la règle <i>Nemo plus juris</i>	140
2. Le titre non élusif de la règle <i>Nemo plus juris</i>	140
B. Les effets de l'exécution des obligations financières afférentes à un titre financier	145
1. Le fondement légal de l'inopposabilité des exceptions	145
2. La double inscription en compte	148
<i>Conclusion de la section I</i>	154
SECTION II. L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES NÉES D'UNE OPÉRATION DE MARCHÉ A TERME.....	154
§1. La détermination de l'objet de l'obligation financière lors du dénouement d'une opération à terme	155
§2. La détermination de l'objet de l'obligation financière lors de l'exécution de l'opération à terme ...	158
A. L'obligation financière de régler quotidiennement les marges.....	159
1. La détermination temporaire du risque de variation de cours : les marges	159
2. L'obligation de régler quotidiennement les marges	163

a. L'obligation de régler les marges et les obligations du contrat à terme	163
b. Les marges et le dépôt initial de garantie	167
B. Les spécificités de l'exécution des obligations financières nées d'une opération de marché à terme	168
1. L'actualisation de l'assiette contrat de garantie financière	169
a. Le lien entre l'obligation garantie et sa garantie	169
b. L'actualisation de l'assiette de la garantie par l'exécution de l'obligation garantie	173
2. L'exécution des obligations du contrat à terme	178
<i>Conclusion de la section II</i>	184
<i>Conclusion du chapitre 2</i>	185
<i>Conclusion du titre II</i>	186
<i>Conclusion de la première partie</i>	187

**SECONDE PARTIE.
L'ENCADREMENT DU RISQUE DE SYSTÈME**

TITRE I.

L'ANTICIPATION DES RISQUES FINANCIERS DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ

<i>CHAPITRE 1. LA GARANTIE DE L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES</i>	195
SECTION I. L'ANTICIPATION DU RISQUE CRÉDIT PAR UN MÉCANISME DE GARANTIE BILATÉRALE	195
SOUS-SECTION I. LE RÉGIME COMMUN DU CONTRAT DE GARANTIE FINANCIÈRE	196
§1. L'obligation garantie	196
§2. La garantie	202
A. L'assiette de la garantie financière	202
B. Une garantie réelle	212
<i>Conclusion de la sous-section I</i>	215
SOUS-SECTION II. LE RÉGIME PARTICULIER DU CONTRAT DE GARANTIE FINANCIÈRE	215
§1. Les particularités liées aux obligations financières	216
A. Les obligations financières liant deux entités réglementées	216
B. L'absence de formalité quant à la constitution de garantie financière entre entités réglementées	217
§2. Les particularités liées au contrat de garantie financière	231
A. La garantie financière avec constitution d'une sûreté	231
1. La faculté de réutilisation	231
2. L'obligation de restitution	250
B. La garantie financière avec transfert de propriété	257
<i>Conclusion de la sous-section II</i>	266
<i>Conclusion de la section I</i>	267
SECTION II. L'ANTICIPATION DU RISQUE CRÉDIT PAR UN MÉCANISME DE GARANTIE COLLECTIVE	268
§1. L'anticipation du risque crédit par l'alimentation du fonds de gestion de la défaillance	269

A. Les objectifs.....	269
B. Les moyens.....	270
§2. La mobilisation du fonds de gestion de la défaillance.....	274
A. Les conditions de la mise en œuvre du fonds de gestion de la défaillance	275
B. La mise en œuvre du fonds de gestion de la défaillance	276
<i>Conclusion de la section II</i>	277
<i>Conclusion du chapitre 1</i>	277

CHAPITRE 2. LA PROTECTION DE LA GARANTIE DE L'EXÉCUTION DES OBLIGATIONS FINANCIÈRES..... 279

SECTION I. LE TRAITEMENT DES RISQUES DE DROIT INTERNE.....	279
§1. Le traitement du risque émanant des procédures civiles d'exécution	279
A. L'identification des risques	280
B. La neutralisation et l'éviction des risques.....	281
1. La compensation multilatérale : une neutralisation imparfaite.....	282
2. Le dispositif <i>Collateral</i> : une éviction incomplète.....	288
§2. Le traitement du risque juridique émanant des procédures collectives	293
A. L'éviction des effets d'une procédure collective amiable	296
B. L'éviction des effets d'une procédure collective judiciaire nécessaire au bon fonctionnement du système financier	301
1. L'éviction des effets d'une procédure collective judiciaire pendant la période d'observation ..	302
a. L'éviction nécessaire de la règle de la continuation des contrats en cours	303
b. L'éviction nécessaire de l'interdiction des paiements des dettes nées antérieurement au jugement d'ouverture.....	309
2. L'éviction des effets de l'ouverture d'une procédure collective judiciaire pendant la période suspecte.....	315
<i>Conclusion de la section I</i>	326
SECTION II. LE TRAITEMENT DU RISQUE ÉMANANT DU DROIT INTERNATIONAL	327
§1. La protection de la garantie financière grâce à un facteur de rattachement unique	329
A. Le risque d'une pluralité de facteurs de rattachement possibles	330
B. La protection de la garantie financière par un facteur de rattachement unique	342
§2. La protection de la garantie financière grâce à la règle de conflit de lois.....	346
A. La loi applicable au contrat de garantie financière	346
B. La loi applicable en cas de faillite d'une partie au contrat de garantie financière	352
1. L'exclusion de la <i>Lex concursus</i>	352
2. L'application critiquable de la <i>lex fori</i>	354
<i>Conclusion de la section II</i>	362
<i>Conclusion du chapitre 2</i>	363
<i>Conclusion du titre I</i>	364

TITRE II.
LES IMPERFECTIONS DU TRAITEMENT DES RISQUES DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ

<i>CHAPITRE I. LE TRAITEMENT NÉCESSAIRE DES RISQUES DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ</i>	369
SECTION I. LA LIMITATION DU RISQUE CRÉDIT	369
SOUS-SECTION I. LE TRANSFERT DU RISQUE CRÉDIT	369
§1. La cession de contrat afférent aux obligations financières.....	370
A. Les conditions du transfert d'un objet du système financier	370
1. Le maintien de l'objet du système financier	371
2. L'accord des parties au maintien de l'objet du système financier	374
B. Les effets du transfert volontaire d'un objet du système financier	381
1. L'effet translatif	381
2. Les implications de l'effet translatif	385
§2. La révocation unilatérale de la position à terme.....	389
<i>Conclusion de la sous-section I.</i>	393
SOUS-SECTION II. LA RÉDUCTION DU RISQUE CRÉDIT	394
§1. La finalité réductrice des risques afférents à une opération de marché de l'intervention de la contrepartie centrale	395
§2. La finalité réductrice des risques d'une opération conclue de gré à gré et compensée par une contrepartie centrale	397
<i>Conclusion de la sous-section II</i>	399
<i>Conclusion de la section I</i>	400
SECTION II. L'ÉVICTION DU RISQUE CRÉDIT	400
SOUS-SECTION I. L'ÉVICTION PRÉVENTIVE DU RISQUE CRÉDIT	401
§1. L'éviction préventive du risque crédit permise par la garantie financière	401
A. L'instrument juridique	402
B. Les finalités	405
1. La prévention du risque de défaillance	406
2. La protection de l'accès au marché	408
§2. L'éviction préventive du risque crédit permise par l'exécution des obligations financières	420
<i>Conclusion de la sous-section I.</i>	423
SOUS-SECTION II. L'ÉVICTION CURATIVE DU RISQUE CRÉDIT	424
§1. Le risque survenu.....	426
A. La défaillance	426
B. Le cas de défaut.....	428
§2. Le traitement curatif du risque survenu	429
A. Les règles de la compensation	431
1. Les acteurs de la liquidation d'office des positions.....	431
2. La liquidation d'office des positions ouvertes	434
B. Les conventions-cadres	438
1. La clause de résiliation anticipée.....	438
1. La mise en œuvre de la clause de résiliation anticipée	440

a. Le Global Netting ou la compensation entre plusieurs conventions-cadres : Master Master Agreement	441
b. Le Global Netting du principal et de l'accessoire, la compensation entre le solde net et l'obligation de restitution	445
<i>Conclusion de la sous-section II</i>	447
<i>Conclusion de la section II</i>	447
<i>Conclusion du chapitre 1</i>	448
CHAPITRE 2. LE TRAITEMENT IMPARFAIT DES RISQUES DE L'OPÉRATION DE MARCHÉ	451
SECTION I. UN TRAITEMENT FACTEUR DE RISQUES INTRINSÈQUES	452
SOUS-SECTION I. LA PERSISTANCE DU RISQUE CRÉDIT	452
§1. L'inefficacité de la garantie financière	452
A. Les actifs remis ou transférés en garantie de l'exécution des obligations financières	453
B. Les risques de l'actif remis ou transféré en garantie des obligations financières	455
1. La persistance et la création de nouveaux risques	456
2. Les solutions	458
§2. Les dérivés de gré à gré conclus entre contreparties non financières	463
<i>Conclusion de la sous-section I</i>	466
SOUS-SECTION II. LA CRÉATION D'UN RISQUE CRÉDIT	466
<i>Conclusion de la sous-section II</i>	468
<i>Conclusion de la section I</i>	468
SECTION II. UN TRAITEMENT FACTEUR DE RISQUES EXTRINSÈQUES	468
§1. Le dévoiement de la garantie des obligations financières	469
A. Une prestation de service	469
B. Un instrument juridique dévoyé	473
§2. La négation de l'existence du contrat de garantie financière	478
<i>Conclusion de la section II</i>	481
<i>Conclusion du chapitre 2</i>	482
<i>Conclusion du titre II</i>	483
<i>Conclusion de la seconde partie</i>	484
CONCLUSION GÉNÉRALE	487
INDEX ALPHABÉTIQUE	491
BIBLIOGRAPHIE	I

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES GÉNÉRAUX

ANCEL (B.) et LEQUETTE (Y.), *Les grands arrêts de la jurisprudence française de droit international privé*, 5^{ème} éd., Dalloz, coll. Grands arrêts, 2006.

AUDIT (B.), *Droit international privé*, 7^{ème} éd., Economica, coll. Corpus Droit privé, 2013.

AUCKENTHALER (F.), *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, coll. Droit des affaires, 2004.

AYNÈS (L.) et CROCQ (P.), *Les sûretés La publicité foncière*, 8^{ème} éd., LGDJ, Lextenso éd., coll. Droit civil, 2014.

BÉNABENT (A.),

- *Droit des obligations*, 14^{ème} éd., LGDJ, coll. Précis Domat, 2014.

- *Droit civil, Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, 10^{ème} éd., Montchrestien, coll. Précis Domat, 2013.

BIGOT (J.), *Traité du droit des assurances*, t. III, *Le contrat d'assurance*, 3^{ème} éd., LGDJ, 2002.

BONNEAU (Th.) et DRUMMOND (F.), *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., Economica, coll. Corpus Droit privé, 2010.

BUREAU (D.) et MUIR WATT (H.), *Droit international privé*, t. I, *Partie générale*, 3^{ème} éd., PUF, coll. Thémis droit, 2014.

CABRILLAC (M.), MOULY (Ch.), PÉTEL (Ph.) et CABRILLAC (S.), *Droit des sûretés*, 9^{ème} éd., Litec, coll. Manuel, 2010.

CAPITANT (H.), TERRÉ (F.) et LEQUETTE (Y.),

- *Les grands arrêts de la jurisprudence civile*, t. 2, 12^{ème} éd., Dalloz, 2008.

- *Les grands arrêts de la jurisprudence civile*, t. 1, 12^{ème} éd., Dalloz, 2007.

CARBONNIER (J.), *Droit civil*, vol. 2, *Les Biens, Les obligations*, PUF, coll. Quadrige, 2004.

CORNU (G.) (dir.), *Vocabulaire juridique Association Henri Capitant*, 10^{ème} éd., PUF, 2014.

COURET (A.), LE NABASQUE (H.), COQUELET (M.-L.), GRANIER (Th.), PORRACHIA (D.), RAYNOUARD (A.), REYGROBELLET (A.), ROBINE (D.), *Droit financier*, 2^{ème} éd., Dalloz, Coll. Précis, 2012.

DIDIER (P.), *Droit commercial*, t. III, *Le marché financier – Les groupes de sociétés*, PUF, coll. Thémis Droit privé, 1999.

GAVALDA (Ch.) et STOUFFLET (J.), *Droit bancaire*, 8^{ème} éd., Litec, coll. Manuel, 2010.

GAZZANIGA (J.-L.), *Introduction historique au droit des obligations*, PUF, coll. fondamentale, 1992.

GHESTIN (J.), JAMIN (C.), BILLIAU (M.), *Traité de droit civil, Les effets du contrat, interprétation – qualification – durée – inexécution – effet relatif – opposabilité*, 3^{ème} éd., LGDJ, coll. Traité, 2001.

GHESTIN (J.), LOISEAU (G.), SERINET (Y.-M.), *Traité de droit civil, La formation du contrat : le contrat, le consentement*, 4^{ème} éd., LGDJ, coll. Traité, 2013.

GHESTIN (J.), MESTRE (J.), PUTMAN (E.) et BILLIAU (M.), *Droit commun des sûretés réelles*, LGDJ, coll. Traité, 1996.

GUINCHARD (S.), DEBARD (Th.), *Lexique des termes juridiques 2014/2015*, 22^{ème} éd., Dalloz, 2014.

JEANTIN (M.), LE CANNU (P.) et GRANIER (Th.), *Droit commercial, instruments de paiement et de crédit, entreprises en difficultés*, 8^{ème} éd., Dalloz, coll. Précis, 2010.

LAMBERT-FAIVRE (Y.), *Droit des assurances*, 11^{ème} éd., Dalloz, 2001.

LARROUMET (Ch.), *Les biens, droits réels principaux*, t. 2, 5^{ème} éd. Economica, coll. Droit civil, 2006.

LEGEAIS (D.), *Sûretés et garanties du crédit*, 9^{ème} éd., LGDJ, coll. Manuel, 2013.

LYON-CAEN (C.), RENAULT (L.), *Traité de droit commercial*, t. III, LGDJ, 5^{ème} éd., 1923.

MALAURIE (Ph.) et AYNÈS (L.),

- *Les biens*, 5^{ème} éd., LGDJ, Lextenso éd., coll. Droit civil, 2013.

- *Cours de droit civil, Les sûretés, La publicité foncière*, 8^{ème} éd., Cujas, 1997.

MALAURIE (Ph.), AYNÈS (L.) et STOEFFEL-MUNCK (Ph.), *Les obligations*, 6^{ème} éd., LGDJ, coll. Droit civil, 2013.

MATTOUT (J.-P.), *Droit Bancaire International*, 3^{ème} éd., préf. J.-L. Rives-Lange, Revue Banque Édition, coll. Droit Fiscalité, 2004.

MAZEAUD (H., L. et J.) et CHABAS (F.),

- *Leçons de droit civil, Obligations, Théorie générale*, t. 2, vol. 1, 9^{ème} éd. par F. Chabas, Montchrestien, coll. Leçons de droit civil, 1998.

- *Leçons de droit civil, Biens droit de propriété et ses démembrements*, t. 2, vol. 2, 8^{ème} éd. par F. Chabas, Montchrestien, coll. Leçons de droit civil, 1994.

RIPERT (G.) et ROBLOT (R.),

- *Traité de droit commercial*, t. II, *Effets de commerce, banque et bourse, contrats commerciaux, procédures collectives*, 16^{ème} éd. par Ph. DELEBECQUE et M. GERMAIN, LGDJ, 2000.

- *Traité de droit commercial*, t. I, vol. 2, LGDJ, 19^{ème} éd. par M. GERMAIN et V. MAGNIER, 2009.

RIVES-LANGES (J.-L.) et CONTAMINE-RAYNAUD (M.), *Droit bancaire*, 6^{ème} éd., Dalloz, coll. Précis, 1995.

SAINT-ALARY-HOUIN (C.), *Droit des entreprises en difficulté*, 9^{ème} éd., LGDJ, coll. Précis Domat, 2014.

SIMLER (Ph.) et DELEBECQUE (Ph.), *Les sûretés. La Publicité foncière*, 6^{ème} éd., Dalloz, coll. Précis, 2012.

SOINNE (B.), *Traité des procédures collectives*, 2^{ème} éd. avec la collaboration d'E. KERCHKOVE, Litec, 1995.

SOUSI-ROUBI (B.), *Lexique de la banque et de la bourse*, 6^{ème} éd., Dalloz, 2009.

TERRÉ (F.) et SIMLER (Ph.), *Les biens*, 9^{ème} éd., Dalloz, coll. Précis, 2014.

THALLER (E.) et PERCEROU (J.), *Traité élémentaire de Droit commercial*, 6^{ème} éd., Éditions Rousseau, 1922.

de VAUPLANE (H.) et BORNET (J.-P.), *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., Litec, 2001.

OUVRAGES SPÉCIAUX, THÈSES ET MONOGRAPHIES

AMADOU-GARBA (S.), *La réglementation des marchés à terme, Contribution à une étude comparée en France et aux États-Unis*, Thèse Clermont-Ferrand, 1994.

AUBERT (J.-L.), *Notions et rôles de l'offre et de l'acceptation dans la formation du contrat*, Thèse Paris I, 1968, Préf. J. Flour, LGDJ, Biblio. Droit privé, t. 109, 1970.

AYNÈS (L.), *La cession de contrat et les opérations juridiques à trois personnes*, Préf. Ph. MALAURIE, Economica, 1984.

BÉNABENT (A.), *La chance et le droit*, Thèse Paris II, 1973, Préf. J. Carbonnier, LGDJ, coll. Anthologie du Droit, 2014.

BOUYSSOU (J.), *Théorie générale du risque*, Economica, Paris, 1997.

CONTAMINE-RAYNAUD (M.), *L'intuitus personae dans les contrats*, Thèse Paris II, 1974.

CROCQ (P.), *Propriété et garantie*, Thèse Paris II, 1992, Préf. M. Gobert, LGDJ, Biblio. Droit privé, t. 248, 1995.

DELOZIÈRE-LE-FUR (A.-V.), *La compensation dite multilatérale*, Thèse Paris II, 2002, Préf. A. GHOZI, LGDJ, Éd. Panthéon-Assas, 2003.

DUBERTRET (M.), *L'inopposabilité des vices de la propriété mobilière, Essai sur la négociabilité*, Thèse Paris II, 2002, Avant-propos P. Didier, Préf. A. Ghozi, Éd. Panthéon-Assas, 2010.

DUBOC (G.), *La compensation et le droit des tiers*, Thèse Nice, 1987, Préf. J.-L. Mouralis, LGDJ, Biblio. de Droit privé, t. 202, 1989.

EMY (P.), *Le titre financier*, Thèse Bordeaux IV, 2005.

FOREST (G.), *Essai sur la notion d'obligation en droit privé*, Thèse Tours, 2010, Préf. F. Leduc, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de Thèses, vol. 116, 2012.

GAUDEMET (A.), *Les dérivés*, Thèse Paris II, 2008, Préf. H. Synvet, Economica, Coll. Recherches Juridiques, t. 22, 2010.

GHESTIN (J.), *Cause de l'engagement et validité du contrat*, LGDJ, 2006.

EMY (P.), *Le titre financier* Francis Lefebvre, coll. Dossiers pratiques, Levallois, 2009.

GRANOTIER (J.), *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Thèse Paris II, 2010, Préf. D. Cohen, Economica, coll. Recherches juridiques, t. 23, 2010.

GUENZOUÏ (Y.), *La notion d'accord en droit privé*, Thèse Cergy-Pontoise, 2007, Préf. C. Hannoun, LGDJ, Biblio. de Droit privé, t. 502, 2009.

HOUIN-BRESSAND (C.), *Les contre-garanties*, Thèse Paris II, 2004, Préf. H. Synvet, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque de Thèses, vol. 54, 2006.

HOVASSE (H.), *Le droit des marchés à terme de marchandises*, Economica, Bibliothèque des matières premières, 1987.

JÉGOUREL (Y.), *Les produits dérivés*, éd. La Découverte, coll. Repères, Paris, 2005.

JUILLET (Ch.), *Les accessoires de la créance*, Thèse Paris II, 2007, Préf. Ch. Larroumet, Defrénois, t. 37, 2009.

JULIENNE (M.), *Le nantissement de créance*, Thèse Paris I, 2011, Préf. L. Aynès, Economica, Coll. Recherches Juridiques, t. 31, 2012.

LARROUMET (Ch.), *Les opérations juridiques à trois personnes en droit privé*, Thèse Bordeaux, 1968.

LASSALAS (Ch.), *L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale*, Thèse Clermont-Ferrand I, 1996, Préf. J. Stoufflet, Presses Universitaires de la Faculté de Droit de Clermont-Ferrand, 1997.

LE BRETON (D.), *La sociologie du risque*, PUF, coll. Que sais-je ?, 1995.

LEDUC (E.), *Du règlement du différentiel dans les marchés à terme dans les bourses de commerce*, Paris, Éditions Rousseau, 1910.

LIBCHABER (R.), *Recherche sur la monnaie en droit privé*, Thèse Paris I, 1991, Préf. P. Mayer, LGDJ, Biblio. de Droit Privé, t. 225, 1992.

LUBOCHINSKY (C.) et MARTEAU (D.), *Les marchés à terme d'instruments financiers*, 2^{ème} éd. MATIF de Paris, Eska, 1987, p. 85.

LUCAS (F.-X.), *Les transferts temporaires de valeurs mobilières*, Thèse Nantes, 1995, Préf. L. Lorvellec, LGDJ, Biblio. de Droit Privé, t. 283, 1997.

LUCAS-PUGET (A.-S.), *Essai sur la notion d'objet du contrat*, Thèse Nantes, 2004, Préf. M. FABRE-MAGNAN, LGDJ, Biblio. de Droit Privé, t. 441, 2005.

MARTEAU (D.), CARLE (J.), FOURNEAUX (S.), HOLZ (R.) et MORENO (M.), *La gestion du risque climatique*, Economica, coll. Gestion, Paris, 2004.

MAZEAUD (V.), *L'obligation de couverture*, Thèse Paris I, 2009, Préf. P. Jourdain, IRJS éditions, coll. Biblio. de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne – André TUNC, t. 27, 2010.

MEDJAOUI (K.), *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers*, Thèse Paris I, 1994, Préf. Ch. Gavalda, LGDJ, Biblio. de Droit Privé, t. 262, 1996.

MENDEGRIS (R.), *La nature juridique de la compensation*, Thèse Grenoble, 1967, Préf. P. Catala, LGDJ, Biblio. de Droit privé, t. 62, 1989.

MOJUYÉ (J.-B.), *Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis*, Thèse Paris II, 2003, Préf. C. Jauffret-Spinosi, LGDJ, Biblio. de Droit privé, t. 440, Paris, 2005.

MULLER (A.-C.), *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, Thèse Paris II, 2001, Préf. H. Synvet, Economica, coll. Recherches Juridiques, t. 16, 2007.

NADER (J.), *Les garanties réelles dérogatoires du Code monétaire et financier*, Thèse Strasbourg III, 2012.

NICHET (H.), *Du jeu de la compensation dans les rapports des créanciers et des débiteurs*, Thèse Montpellier, 1934.

NIZARD (F.), *Les titres négociables*, Thèse Paris II, 2000, Préf. H. Synvet, Economica, coll. Pratique du droit, 2003.

PAILLER (P.), *Le contrat financier, un instrument financier à terme*, Thèse Paris I, 2008, Préf. J.-J. Daigre, IRJS éditions, Biblio. de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne – André Tunc, t. 28, 2011.

PÉLISSIER (A.), *Possession et meubles incorporels*, Thèse Montpellier I, 2000, Préf. M. Cabrillac, Dalloz, coll. Nouvelle Bibliothèque de Thèses, vol. 8, 2001.

PELTIER (F.), *Marchés financiers et droit commun*, Banque éditeur, 1997.

PRAICHEUX (S.), *Les sûretés sur les marchés financiers*, Thèse Paris II, 2003, Préf. A. Ghozi, Revue Banque Édition, coll. Droit-Fiscalité, 2004.

RIASSETTO (I.), *Les garanties des contrats à terme négociés sur le MATIF*, Thèse Strasbourg III, 1999.

REYGROBELLET (A.), *La notion de valeur mobilière*, Thèse Paris II, 1995.

ROBERT (P.), *La spéculation créatrice ou le rôle essentiel de l'anticipation spéculative dans la création de la valeur économique*, Éd. Amalthée, 2005.

ROBINE (D.), *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, Thèse Paris I, 2000, Préf. P. Le Cannu, LGDJ, 2003, Biblio. Droit Privé, t. 400.

ROCHFELD (J.), *Cause et type de contrat*, Thèse Paris I, 1997, Préf. J. Ghestin, LGDJ, Biblio. de Droit Privé, t. 311, 1999.

RONTCHEVSKY (N.), *L'effet de l'obligation : essai sur la distinction entre l'objet et l'effet de l'obligation*, Thèse Paris II, 1998, Préf. A. Ghozi, Economica, 1999.

ROUAULT (A.-C.), *Contribution à l'étude de l'opération de marché étude de droit des marchés financiers*, Thèse Paris I, 2008, Préf. J.-J. Daigre, IRJS éditions, Biblio. de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne – André Tunc, t. 26, 2010.

ROUSSILLE (M.), *La compensation multilatérale*, Thèse Paris I, 2004, Préf. J. Béguin, Avant-propos J.-J. Daigre, Dalloz, coll. Nouvelle bibliothèque des Thèses, vol. 59, 2006.

TAISNE (J.-J.), *La notion de condition dans les actes juridiques. Contribution à l'étude de l'obligation conditionnelle*, Thèse Lille II, 1977.

TORCK (S.), *Essai d'une théorie générale des droits réels sur choses fongibles*, Thèse Paris II, 2001.

TRÉBULLE (F.-G.), *L'émission de valeurs mobilières*, Thèse Paris I, 1999, Préf. Y. Guyon, Economica, Coll. Recherches Juridiques, t. 3, 2002.

VOIDEY (N.), *Le risque en droit civil*, Thèse Strasbourg III, 2003, Préf. G. Wiederkehr, PUAM, 2005.

ÉTUDES ET ARTICLES

ADELLE (J.-F.), « L'adoption de la fiducie a-t-elle remédié à la prohibition des cessions de créances en garantie de droit commun ? », *RDBF*, n° 2, mars 2007, étude 5.

AGBAYISSAH (S.), « Le transfert de propriété à titre de garantie sur les marchés réglementés », *JCP E*, 1996, n° 603, p. 472.

AMADOU (S.), « Bourses d'hier et de demain, brève réflexion sur l'évolution des incertitudes sémantiques et juridiques relatives à la notion de "marché" », *Mélanges AEBDF-France*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1997, p. 13.

ANCEL (P.), « Force obligatoire et contenu obligationnel du contrat », *RTD civ.*, 1999, p. 771.

ASTAIX (A.), « Les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres : une ordonnance de transposition », *D.* 2011, act. n° 18.

AUCKENTHALER (F.),

- « 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) », *JCP E*, 2005, p. 1519.
- « Le global netting : l'art. 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, remise en garantie, cession : le nouveau régime des créances afférentes aux opérations sur instruments financiers (art. 52 de la loi du 2 juillet 1996) », *JCP E*, 1996, p. 594.

AYNÈS (A.), « La consécration légale du droit de rétention », *D.*, 2006, p. 1301.

AYNÈS (L.), « Cession de contrat : nouvelles précisions sur le rôle du cédé », *D.*, 1998, p. 25.

BARRIÈRE (F.), « La fiducie, commentaire de la loi n° 2007-211 du 19 février 2007 (première partie) », *Bull. Joly Sociétés*, 2007, n° 4, p. 440.

BAYER (E.), « La propriété du contrat », *LPA*, 1^{er} mars 2006, p. 6.

BENOIS (F.-R.), « Le nouveau paradigme de la concurrence des marchés d'actions européens : paragon ou repoussoir ? », *RDBF*, n° 6, nov. 2010, étude 26.

BESSE (A.) et MORELLI (N.), « Introduction à la “sauvegarde bouclier” du SPV », *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 4, juill. 2011, dossier 24.

BEVIERE (M.-P.), « Quelques propos sur la couverture, l'information et le conseil en matière d'opérations financières », *RLDA*, juill. 2006, n° 374, p. 43.

BILLIAU (M.), « La cession conventionnelle de contrat est soumise au régime de la délégation de l'article 1275 du Code civil », *D.*, 2002, p. 984.

BILLIAU (M.) et JAMIN (Ch.), « Cession de contrat : nouvelles précisions sur le rôle du cédé », *D.*, 1997, p. 588.

BLIMBAUM (J.), « Les dark pools : entre fantasme et réalité, d'une émergence incontrôlée à un encadrement pragmatique », *RDBF*, n° 3, mai 2011, étude 23.

BLOCH (P.), « La directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 49.

BLOCH (P.) et de VAUPLANE (H.), « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 », *JDI*, 2005, n° 1, p. 3.

BOILLOT (C.), « Droit bancaire et financier et droit des procédures collectives : exception ou contradiction ? », *D.*, 2003, p. 2741.

BONHOMME (R.), « Reconnaissance ou négation du différé du compte courant », *Mélanges Christian MOULY*, Litec, 1998, p. 275.

BONNEAU (Th.),

- « Difficultés financières », *RDBF*, n° 1, janv. 2015, comm. 27

- « Extraterritorialité, ouverture des marchés et démocratie », *RDBF*, n° 1, janv. 2015, repère 1
- « Suites du règlement EMIR », *RDBF*, n° 2, mars 2013, comm. 77.
- « Les trade repositories », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, dossier 5.
- « La réforme européenne des dérivés – Propos introductifs », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, dossier 1.
- « Transparence et obligation de recourir à une contrepartie centrale », *RDBF*, n° 1, janv. 2011, comm. 33.
- « Proposition de règlement », *RDBF*, n° 6, nov. 2010, comm. 238.
- « Rapport Fleuriot », *RDBF*, n° 3, mai 2010, comm. 117.
- « Future législation », *RDBF*, n° 1, janv. 2010, comm. 34.
- « Pour être dans le vent en 2010 », *RDBF*, n° 1, janv. 2010, repère 1.
- « Conservation et responsabilité des dépositaires », *Droit des sociétés*, n° 5, 2009, repère 5.
- « Réforme opérée par l'ordonnance du 25 février 2005 », *Dr. sociétés*, n° 6, 2005, comm. 120, p. 32.
- « Des nouveautés bancaires et financières issues de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière », *JCP E*, 2003, p. 1325.
- « De la notion de place dans les textes législatifs contemporains », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 83.

BORNET (J.-P.) et de VAUPLANE (H.), « Réflexion pour approche globale des opérations de marché », *RDBB*, nov.-déc. 1994, n° 46, p. 248.

BOSSIN (J.-M.) et LEFRANC (D.), « La maîtrise du risque juridique des instruments financiers à terme de gré à gré », *Banque & Droit*, n° 54, juill.-août 1997, p. 3.

BOUCHETA (H.),

- « MIF II : les nouvelles bases de la réglementation financière », *Bull. Joly Bourse*, 2014, n° 11, p. 545.
- « Les nouvelles infrastructures : les contreparties centrales », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, dossier 4.
- « Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne : aspects juridiques », *Banque & Droit*, n° 106, mars-avr. 2006, p. 24.
- « Le code de bonne conduite est-il suffisant ? », *Revue Banque*, n° 686, déc. 2006, p. 26.

BOUCHETA (H.) et GAUDEMET (A.),

- « Réforme des marchés dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de structure », *Bull. Joly Bourse*, n° 6, 2011, p. 384.
- « Réforme des marchés de dérivés de gré à gré aux États-Unis et dans l'Union européenne : les nouvelles obligations de comportement », *Bull. Joly Bourse*, n° 5, 2011, p. 339.

BOUJEKA (A.), V ° « Marchés financiers », *Rép. Eur. Dalloz*, juin 2010.

BRÉHIER (B.),

- « Commentaire – À propos de la révision de la MIF », *Bull. Joly Bourse*, n° 4, 2011, p. 287.
- « Les nouvelles régulations bancaires et financières », *Bull. Joly Bourse*, 2010, p. 426.

BRÉHIER (B.) et GUÉRIN (P.), « Eclairage. Un peu de lumière sur les *Dark Pools* », *Bull. Joly Bourse*, n° 6, 2009, p. 456.

BROUSSEAU (E.), « L'économiste, le juriste et le contrat », *Études offertes à Jacques Ghestin : Le contrat au début du XXI^e siècle*, LGDJ, coll. Anthologie du droit, 2014.

de BROUWER (F.), « EMIR : un enjeu majeur pour les opérateurs de dérivés », *Bull. Joly Bourse*, n° 5, 2013, p. 263.

CADIET (L.), « Vente. Transport des créances et autres droits incorporels. Cession de créance : conditions », *J.-Cl. Civil Code*, art. 1689 à 1695, fasc. 20, 2014, § 137.

CAILLEMER DU FERRAGE (A.), « Close-out netting et faillites internationales », *RDBF*, n° 1, janv. 2007, p. 99.

CATILLON (V.), « Le droit des sûretés à l'épreuve des crises financières systémiques », *LPA*, 2008, n° 159, p. 8.

CAVET (S.), « Cœur Défense : et la Cour de cassation créa le droit du débiteur en difficulté », *RJDA*, mai 2011, p. 20.

CERLES (A.), « La cession de créance à titre de garantie », *RDBF*, n° 4, juill. 2010, comm. 142 .

CHAGNY (M.), « Risques, finance et droit », *RDBF*, n° 6, nov. 2010, étude 29.

CHAMOULAUD-TRAPIERS (A.), *V^o usufruit*, *Rép. Civ. Dalloz*, sept. 2012.

CHARLERY (E.), « L'incertitude du régime juridique de la couverture d'engagements financiers », *RLDA*, déc. 2006, n° 629, p. 33.

CHOLET (D.), « La novation de contrat », *RTD civ.*, 2006, p. 471.

COMOTTO (R.), « Les utilisations du collatéral par les marchés financiers », *Banque et Stratégies*, 17 janvier 2012, n° 299.

COURET (A.), « Innovation financière et règle de droit », *D.*, 1990, p. 135.

CRÉDOT (F.-J.) et SAMIN (T.),

- « *Coeur Défense*, un dossier emblématique d'application de la loi Dailly », *Revue Banque*, n° 720, janv. 2010, p. 81.
- « Cession à titre de garantie », *RDBF*, n° 3, mai 2010, comm. 84.
- « Requalification en nantissement », *RDBF*, n° 2, mars 2007, p. 52.

CROCQ (P.),

- « La nouvelle fiducie-sûretés : une porte ouverte sur une prochaine crise des *subprimes* en France ? », *D.*, 2009, p. 716.
- « Lacunes et limites de la loi au regard du droit des sûretés », *D.*, 2007, p. 1354.
- « L'étrange refus de la cession de créance de droit commun à titre de garantie », *RTD civ.*, 2007, p. 160.
- « La réforme des procédures collectives et le droit des sûretés », *D.*, 2006, p. 1306.

DAIGRE (J.-J.),

- « De la directive de 1993 à celle de 2004 : d'un modèle de marché à un autre », *Banque & Droit*, n° 102, juill.-août 2005, p. 7.
- « Le domaine matériel de la compensation des dettes et créances afférentes aux transferts temporaires de propriété d'instruments financiers », *Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p. 271.

DAIGRE (J.-J.) et PAILLER (P.), « Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », *Revue des sociétés*, 2009, p. 37.

DAIGRE (J.-J.) et ROUSSILLE (M.), « L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières », *Dr. et pat.*, n° 140, sept. 2005, p. 25.

DAMMANN (R.), « La réforme des sûretés mobilières : une occasion manquée », *D.*, 2006, p.1298.

DAMMANN (R.) et LACROIX (F.), « Les lacunes du droit de la faillite internationale », *RDBF*, n° 5, sept. 2009, dossier 25.

DAMMANN (R.) et PODEUR (G.), « Cession de créances à titre de garantie : la révolution n'a pas eu lieu », *D.*, 2007, p. 319.

DANIS (M.) et DU BOIS DE GAUDUSSON (T.), « Cœur Défense ou comment une holding financière luxembourgeoise bénéficie de la loi française », *JCP E*, 2012, act. 91.

DEGUEE (J.-P.) et DEVOS (D.), « La loi applicable aux titres intermédiés : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 », *RDCB*, 2006, n° 1, p. 5.

DELLECI (J.-M.), « Le nouveau droit de propriété des titres négociés », *JCP E*, 1994, n° 25, p. 305.

DOUVRELEUR (O.), « Lehman Brothers prime broker », *RDBF*, n° 5, sept. 2009, étude 5.

DRUMMOND (F.),

- « Les titres intermédiés, regard sur un nouveau concept du droit financier », *Mélanges offerts à Paul Didier, Études de droit privé, Economica*, 2008, p. 147.
- « Le contrat comme instrument financier », *Mélanges en hommage à François Terré, L'avenir du droit*, Dalloz, PUF, Juris-Classer, 1999, p. 661.

DRUMMOND (F.) et SCHMIDT (Y.), « Les manifestations en droit financier », *LPA*, 27 nov. 2003, p. 22.

DUBERTRET (M.), « La dualité des mécanismes d'inopposabilité en matière de transmission de titres », *Mélanges AEDBF-France IV*, sous la dir. de H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE, Revue Banque Édition, 2004, p. 141.

DUBERTRET (M.) et MANGENET (D.), « Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 », *D.*, 2009, p. 448.

DUPICHOT (Ph.), « Du régime hypothécaire », *D.*, 2006, n° 19, p. 1291.

DUQUERROY (D.), GEX (M.) et GAUTHIER (N.), « Credit default swaps et stabilité financière : quels risques ? quels enjeux pour les régulateurs ? », *Revue de stabilité financière*, n° 13, sept. 2009, p. 89.

ECONOMOU (S.), « La proposition de directive européenne sur les contrats de garantie financière », *Bull. Joly Bourse*, 2002, n° 1, p. 1.

ELIET (G.), « Le droit et la place financière française : quelques remarques », *Rev. Éco. Fin.*, n° 57, févr. 2000, p. 195.

ELIET (G.) et GAUVIN (A.), « Transposition en droit français de la directive “collatéral” », *RDBF*, n° 74, mars-avr. 2005, p. 47.

ESSOMBE MOUSSIO (J.-J.), « La liquidation d'office des positions insuffisamment couvertes », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 191.

FLOUR (J.), AUBERT (J.-L.), FLOUR (Y.) et SAVAUX (E.), « La cession de contrat », *Deffrénois*, n° 13-14, 2000, p. 811.

FRANDESCAKIS (V), V ° « conflit de lois », *Rép. Internat. Dalloz*, 1^{ère} éd., n° 137.

FREMEAUX (E.) et DAUBLON (G.), « La réforme du droit des sûretés (ordonnance n° 2006-346 du 23 mars à 2006) », *Deffrénois*, n° 13, 2006, p. 1085.

FRISON-ROCHE (M.-A.),

- « Définition du droit de la régulation économique », *D.*, 2004, p. 126.
- « La régulation, objet d'une branche de droit », *LPA*, 3 juin 2002, p. 3.

- « Esquisse d'une sociologie du droit boursier », *L'Année sociologique*, n° 49, 1999, p. 457.
- « Le contrat et la responsabilité : consentements, pouvoirs et régulation économique », *RTD civ.*, 1998, p. 43.
- « L'échange des consentements. Synthèse », *L'échange des consentements, Rev. juris. com.*, n° spécial, nov. 1995, p. 151.

FRISON-ROCHE (M.-A.) et NUSSENBAUM (M.), « Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré », *RJDA*, n° 8-9, 1997, p. 679.

GALLAND (V), V ° « Marchés financiers (Fonctionnement) », *Rép. Soc. Dalloz*, oct. 2010.

GAOUAOU (S.), « Conservation d'actifs, La Cour d'appel entérine la responsabilité des dépositaires », *Option Finance*, 20 avr. 2009, n° 1025, p. 10.

GAUDEMET (A.),

- « EMIR 2/5 : les techniques d'atténuation des risques », *RDBF*, n° 1, janv. 2015, comm. 22
- « EMIR 1/5 : le domaine d'application », *RDBF*, n° 1, janv. 2015, comm. 21
- « Les obligations de négociation et de compensation », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, dossier 2.
- « La réforme des marchés dérivés de gré à gré : les causes d'un retard », *D.*, 2010, p. 1038.

GAUVIN (A.), « Brèves réflexions sur le droit financier », *Banque & Droit*, n° 61, sept.-oct. 1998, p. 22.

GELPI (B.), « Le droit de réutilisation », *RDBF*, n° 1, janv. 2007, dossier 3.

GERMAIN (M.) et KESSEDJIAN (C.), « La loi applicable à certains droits sur les titres détenus auprès d'un intermédiaire, le projet de Convention de La Haye de décembre 2002 », *Rev. crit. DIP*, 2004, p.49.

GIBRILA (D.), « L'affaire "Cœur Défense" revue et corrigée par la Cour de cassation », *Journ. Sociétés*, n° 88, juin 2011, p. 73.

GINESTET (C.), « La qualification des sûretés (première partie) », *Deffrénois*, n° 2, 1999, p. 80.

GISSINGER (P.),

- « Garanties financières et opérations de marché », *RDBF*, n° 1, janv. 2007, p. 91.
- « La sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré : mode d'emploi », *Marchés et techniques financières*, n° 81, mai 1996, p. 62.
- « L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré », in *La modernisation des activités financières*, sous la dir. de Th. BONNEAU, GLN-Joly, coll. Pratiques des affaires, 1996, p. 155.

GOUT (O.), « Le droit des sûretés réelles mobilières après l'ordonnance du 23 mars 2006 », *LPA*, 18 mai 2006, p. 4.

GOUTAY (Ph.),

- « Responsabilité du dépositaire, le débat est-il clos ? », *Banque & Droit*, juill.-août 2010, n° 132, p. 9.
- « Lehman Brothers : intermédiaire sur les marchés boursiers », *RDBF*, n° 5, sept. 2009, dossier 21.
- « Qualification et régime du contrat de conservation des titres financiers. Pour une approche moderne et non conservatrice », *Banque & Droit*, n° 126, 2009, p. 3.
- « Responsabilité des intermédiaires : compensation et règlement-livraison », *Banque & Droit*, n° 70, mars-avr. 2000, p. 8.
- « Le transfert de propriété des instruments financiers négociés hors d'un marché réglementé », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 217.

- « Titre négociable et opposabilité », *Mélanges AEBDF-France*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Revue Banque Édition, 1997, p. 201.

GRÉGOIRE (M.), « Le régime juridique des garanties financières », *Le nouveau droit des garanties sur instruments financiers*, par D. LECHAIN, G. JAKHIAN, V de FRANCQUEN, V. MARQUETTE, sous la coordination de M. GRÉGOIRE, éd. Bruylant, coll. UB³, t. 8, p. VIII.

GRIMALDI (M.),

- « L'hypothèque rechargeable et le prêt viager hypothécaire », *D.*, 2006, p. 1294.
- « Problèmes actuels des sûretés réelles: rapport français présenté aux journées portugaises de l'association Henri Capitant (20-30 mai 1996 ; les garanties du financement) », *LPA*, 26 juin 1996, n° 77, p. 7.

GUERIN (P.), « Eclairage. Un peu de lumière sur les *Dark Pools* », *Bull. Joly Bourse*, 2009, n° 6, p. 456.

ISDA,

- « *Payment netting reduces payments due on the same date and in the same currency to a single net payment* » ; www.isda.org, n° 29.
- *Commentary on the ISDA 2001 ® cross-agreement bridge*, www.isda.org.

JACQUET (J.-M.), V ° « Contrats », *Rép. Internat. Dalloz*, déc. 1998.

JAMIN (Ch.), « Cession de contrat et consentement du cédé », *D.*, 1995, p. 131.

JAMIN (Ch.) et BILLIAU (M.), « Cession conventionnelle du contrat : la portée du consentement du cédé », *D.*, 1998, p. 145.

JEANTIN (M.), « Le droit financier des biens », *Prospectives du droit économique, Dialogues avec Michel Jeantin*, Dalloz, Paris, 1999, p. 5.

JEULAND (E.), « L'énigme du lien de droit », *RTD civ.*, 2003, p. 455.

KARLIN (M.), « Responsabilité des teneurs de compte conservateurs », *RDBF*, n° 2, mars 2010, Étude 8.

KENSICHER (H.), « Avant et après la sauvegarde *Coeur Défense* », *Décideurs : stratégie finance droit*, avr. 2010, p. 70.

KOURI (R.) et ROUSSILLE (M.), « Commentaire – Nouvelles lignes directrices de l'ESMA en matière de gestion d'actifs : nouveaux risques pour les sociétés de gestion », *Bull. Joly Bourse*, n° 3, 2013, p. 128.

KRAJESKI (D.), « *L'intuitus personae* et la cession de contrat », *D.*, 2001, p. 1345.

KROL (J.), « Présentation générale de la directive MIF et de sa mise en œuvre », *Banque & Droit*, n° 102, juill.-août 2005, p. 4.

LARGUIER (J.), « La notion de titre en droit privé », *D.*, 1951, p. 165.

LARROUMET (Ch.),

- « La cession de créance de droit commun à titre de garantie », *D.*, 2007, p. 344.
- « La descente aux enfers de la cession de contrat », *D.*, 2002, p. 1555 .

LASSERRE (V.), « Le risque », *D.*, 2011, p. 1632.

LE CORRE (M.), « La restauration jurisprudentielle du climat de confiance à l'égard de la sauvegarde », *D.*, 2011, p. 919.

LE DOLLEY (E.), « L'équivalence en droit financier », *Bull. Joly Sociétés*, 2009, n° 2, p. 204.

LEGEAIS (D.),

- « La cession de créance à titre de garantie, hors les cas prévus par la loi, est constitutive d'un simple nantissement de créance », *JCP E*, n° 16, 2007, 10067.

- « L'apport du droit des marchés financiers au droit des garanties réelles », *Mélanges Michel Cabrillac*, Litec, 1999, p. 375.

LE NABASQUE (H.), « La partie cédée doit consentir à la cession conventionnelle de contrat », *D.*, 1998, p. 136.

LE NABASQUE (H.) et REYGROBELLET (A.), « La création des valeurs mobilières et l'inscription en compte », *RDBF*, n° 4, juill. 2000, p. 272.

LE NABASQUE (H.), GAILLARD (J.-M.) et BAFFREAU (M.), « L'assiette du nantissement de compte d'instruments financiers », *Actes pratiques*, avr. 1998, p. 3.

L'HOMME (J.) et CAFFARD (C.), « Garanties financières et gestion collective », *RDBF*, n° 1, janv. 2007, dossier n° 5.

LIBCHABER (R.),

- « Propos hésitant sur certains conflits de normes », *RTD civ.*, 1997, p. 792.
- « Le portefeuille de valeurs mobilières : bien unique ou pluralité de biens », *Deffrénois*, 1997, p. 65.

LIENHARD (A.), « Transposition de la directive "contrats de garantie financière" (ordonnance du 24 février 2005) », *D.*, 2005, p. 634.

MAFFEI (A.), « Controverse autour des obligations du dépositaire », *RDBF*, n° 1, janv. 2011, étude 8, p. 46.

MAINGUY (D.), « L'efficacité de la rétractation de la promesse unilatérale de contracter », *D.*, 2011, p. 1460.

MARIN (J.-C.) et de NAYER (M.-C.), « La garantie de bonne fin due par la chambre de compensation sur les marchés à terme », *RDBB*, janv.-fév. 1991, p. 15.

MARTIN (D. R.),

- « Du changement de contractant », *D.*, 2001, p. 3144.

- « De l'idée de compte », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la dir. de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 291.
- « Du don manuel de droits scripturaux », *D.*, 1998, p. 551.
- « De l'inscription en compte d'actifs scripturaux », *D.*, 1998, p. 15.
- « De la nature corporelle des valeurs mobilières et autres droits scripturaux », *D.*, 1996, p. 147.
- « Du portefeuille de valeurs mobilières considéré comme une universalité de fait », *La vie judiciaire*, 10 févr. 1992, p. 3.
- « Aspect juridique du virement », *RDBB*, 1989, p. 151.
- « Des techniques d'affectation en garantie des soldes de comptes bancaires », *D.*, 1987, p. 229.
- V° « gage d'instruments financiers », *Dict. Joly Sociétés*.

MATHIEU (M.-E.), « Le nantissement de créances notifié : une sûreté devenue absolue ? - Réflexions pratiques autour de la décision de la Chambre commerciale du 26 mai 2010 », *RDBF*, n° 5, sept. 2010, étude 22.

MATTOUT (J.-P.),

- « Le netting », *Rev. juris. com.*, n° 11 spécial, *La trésorerie et le financement des entreprises*, 1989, p. 65.
- « Opérations d'échange de taux d'intérêt et de devises : qualification et régime juridique en droit français, défaillance de l'une des parties », *Banque*, n° 468, janv. 1987, p. 128.

MATTOUT (J.-P.) et PRÜM (A.), « L'obligation de restitution d'un dépositaire d'actifs d'OPCVM », *Dr. et pat.*, sept. 2009, n° 184, p. 102.

MAYER (P.), V° « lois de police », *Rép. Internat. Dalloz*, déc. 1998.

MAZEAUD (D.), « L'acceptation par le créancier de la substitution d'un nouveau débiteur, même assortie d'aucune réserve, n'implique pas, en l'absence de déclaration expresse, qu'il ait entendu décharger le débiteur originaire de sa dette », *D.*, 1996, p. 333.

MENJUCQ (M.),

- « L'épilogue de l'affaire Cœur Défense sur les conditions de l'ouverture de la procédure de sauvegarde », *Rev. proc. coll.*, 2012, étude 7.
- « Affaire *Heart of La Défense* : incertitudes sur le critère d'ouverture de la procédure de sauvegarde », *Rev. proc. coll.*, n° 11, 2010, étude 11.
- « Affaire Cœur Défense : la Cour de cassation recadre la cour d'appel de Paris sur la notion de difficultés justifiant une sauvegarde », *Rev. proc. coll.*, n° 2, mars 2011, repère 2.

MESTRE (J.),

- « La cession de contrat suppose le consentement du cocontractant cédé », *RTD civ.*, 1997, p. 936.
- « La délégation parfaite suppose une claire décharge du débiteur originaire par le délégataire », *RTD civ.*, 1996, p. 617.
- « Pas de cession de dette sans l'accord du créancier », *RTD civ.*, 1994, p. 607.

MULLER (A.-C.),

- « La sécurisation du système bancaire et financier », *RDBF*, n° 6, nov. 2014, dossier 46.
- « Marché d'instruments financiers », *RDBF*, n° 5, sept. 2014, comm. 187.
- « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *RDBF*, n° 3, mai 2011, comm. 119.
- « Rapport de place pour la révision de la directive MIF », *RDBF*, n° 6, nov. 2010, comm. 230.

- « Aléa et marchés financiers », in *L'aléa Journées nationales Tome XIV Le Mans*, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, Association Henri Capitant, p. 75.
- « Premier bilan après un an d'application de la MIF », *RDBF*, n° 2, mars 2009, comm. 69.

M WERNER (P.),

- « Consultation on Implementating the Financial Collateral Directive (2002/47/EC) in the United of Kingdom », www.isda.org, p. 3.
- « Implementation in France of the Directive on Financial Collateral arrangement », www.isda.org, p. 2.

NAJJAR (I.), « La “couverture” du marché à terme », *D.*, 1993, p. 45.

NDOKO (N.-C.), « Les mystères de la compensation », *RTD civ.*, 1991, p. 661.

NEUVILLE (S.), « Chambres de compensation : conventions d'adhésions et sous-conventions », *Bull. Joly Bourse*, 2008, p. 74.

NOTTE (G.), « Sécurité des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (Ord. n° 2011-398, 14 avril 2011) », *JCP E*, 2011, act. n° 220.

OPPETIT (B.), « Le développement des règles matérielles », *Trav. com. fr. DIP*, 1985, p. 121.

OSMAN (F.), « Le pouvoir modérateur du juge dans la mise en œuvre de la clause résolutoire de plein droit », *Defrénois*, n° 65, 1993, p. 80.

PACLOT (Y.), « Vers une régulation financière mondiale », *RDBF*, nov.-déc. 2009, p. 1.

PAILLER (P.),

- « De nouvelles règles pour les chambres de compensation », *RDBF*, n° 6, nov. 2013, dossier 53.

- « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers », *RDBF*, n° 2, mars 2012, étude 4.

PAISANT (G.), « La réforme du délai de grâce par la loi du 9 juillet 1991 relative aux procédures civiles », *CCC*, déc. 1991, p. 4.

PAILLUSSEAU (J.), « Le droit des activités économiques à l'aube du XXI^e siècle », *D.*, 2003, p. 260.

PAROLAI (R.), STOEFFEL-MUNCK (Ph.) et ARMAND (F.), « 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° 104, nov.-déc. 2005, p. 3.

PELLET (J.), « Les obligations de déclaration dans EMIR », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, dossier 3.

PISCIONE (N.), « Les enseignements pratiques relatifs aux normes techniques », *RDBF*, n° 1, janv. 2013, p. 77.

POLACH (A.), « Risque et gestion des risques : notions », *Cahiers de droit de l'entreprise*, janv. 2008, dossier 2.

PONTON-GRILLET (D.), « La spéculation en droit privé », *D.*, 1990, p. 157.

PORTIER (P.), « Vers un droit unique des titres dématérialisés sous conservation », *Dr. sociétés*, mai-juin 2003, n° 125.

PRAICHEUX (S.), « La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière (commentaire de l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005) », *RDBF*, n° 3, mai 2005, p. 56.

PRAICHEUX (S.) et MOUSSERON (P.), « ... Et le risque devint produit », *Mélanges AEBDF-France V*, Revue Banque éditions, 2008, p. 407.

PRÜM (A.), « Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPCVM sous pression », *RDBF*, n° 3, mai 2009, repère 3.

PUECH (O.) et SAINT MARC (G.), « L'affaire *Coeur Défense*, quelles leçons pour la finance structurée en France ? », *Revue Banque*, n° 723, avr. 2010, p. 4.

REVEL (J.), « La garantie de la dette d'autrui et le droit du régime matrimonial », *D.*, 2006, p. 1309.

REYGROBELLET (A.), « Le droit de propriété du titulaire d'instruments financiers dématérialisés », *RTD com.*, 1999, p. 305.

RIVES-LANGE (J. L.), « La saisissabilité du compte courant », *D.*, 1974, p. 102.

ROBINE (D.),

- « La réforme des couvertures par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires », *D.*, 2013, p. 2281.
- « La réforme du droit spécial des garanties financières par l'ordonnance n° 2005-171 du 24 février 2005 », *Bull. Joly Bourse*, 2005, n° 5, p. 521.

RONTCHEVSKY (N.), « Les dispositions relatives au droit des sûretés personnelles », *D.*, 2006, p. 1303.

ROUSSEL GALLE (P.), « L'actualité du règlement européen du 29 mai 2000 », *Rev. proc. coll.*, n° 5, 2011, étude 4.

ROUSSILLE (M.), « La consécration de la compensation globale par la loi NRE », *RDBF*, sept.-oct. 2001, n° 5, p. 311.

ROUSSILLE (M.), BRÉHIER (B.), PAILLER (P.), ROUAUD (A.-C.), BOUCHETA (H.), « "MIF II" : ce que pourrait coûter la transparence à tout prix. Réflexions sur les enjeux de l'obligation de transparence. », *Bull. Joly Bourse*, 2012, n° 11, p. 496.

RUET (L.), « La couverture, condition (essentielle) de la formation des ordres de bourse », *Bull. Joly Bourse*, 2000, n° 109, p. 521.

SAINT MARS (B.), « Marchés financiers et garantie de du croire », *Mélanges AEBDF-France II*, sous la direction de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Banque éditeur, 1999, p. 398.

SAINT-PE (S.), « Commentaire – Le règlement EMIR et les produits dérivés non compensés : vue des asset managers », *Bull. Joly Bourse*, 2013, n° 1, p. 35.

SAINTOURENS (B.),

- « Conditions d'ouverture de la procédure de sauvegarde : l'affaire "Heart of La Defense" devant la cour d'appel de renvoi », *Rev. proc. coll.*, n° 2, mars 2012, comm. 19.
- « Conditions d'ouverture de la sauvegarde : la Cour de cassation fait le maximum », *Act. proc. coll.*, juill. 2011, comm. 106.

SCHMIDT (D.), « Les opérations de portage de titres de sociétés », in *Les opérations fiduciaires*, Colloque de Luxembourg des 20 et 21 sept. 1984, Feduci-LGDJ, 1985.

SETOUR (J.), « Responsabilité des dépositaires : une victoire à la Pyrrhus ? », *Option Finance*, n° 1077, mai 2010, p. 29.

SIRINELLI (P.), « Le quasi-usufruit », *LPA*, 21 juill. 1993, p. 30 et 26 juill. 1993, p. 4.

STORCK (M.),

- « Particularisme de l'obligation de restitution incombant au dépositaire », *RTD com.*, 2010, p. 573.
- « Du devoir d'alerte dans le droit des marchés financiers », *Études offertes au Professeur Philippe Simler*, Dalloz, 2006, p. 513.
- « Transposition de la directive communautaire relative aux contrats de garantie financière », *RTD com.*, 2005, p. 375.

STOUFFLET (J.), « Le nantissement de meubles incorporels », *JCP G*, 2006, supplément au n° 20, p. 19.

SYNVET (H.),

- « La gestion collective : à l'aube d'une ère nouvelle ? . – Introduction », *RDBF*, n° 1, janv. 2011, étude 5.

- « La faillite de Lehman Brothers : premiers enseignements », *RDBF*, n° 5, sept. 2009, dossier 20.
- « Le droit face à la finance moderne : adaptation, inadaptation ? », *RDBF*, janv.-févr. 2009, p. 24.
- « La propriété des valeurs mobilières en droit français », *20 ans de dématérialisation des titres en France : bilan et perspectives nationales et internationales*, sous la direction de H. de VAUPLANE, AEBDF, Revue Banque, 2005, p. 37.
- « L'objet du gage de compte d'instruments financiers », in *Droit et actualité, Études offertes à J. Béguin*, Litec, 2005, p. 719.
- V° « Faillite », *Rép. Internat. Dalloz*, déc. 1998.

SYNVET (H.) et TENENBAUM (A.), V° « instruments financiers », *Rép. Internat. Dalloz*, janv. 2009.

TENENBAUM (A.), « Réflexions sur la convention de La Haye du 13 décembre 2002 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire », *Rev. Sociétés*, 2004, p. 835.

TERRET (M.-E.), « La transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », *Bull. Banque Fr.*, mai 2005, n° 137, p. 46.

THIBIERGE-GUELFUCCI (C.), « Libres propos sur la transformation du droit des contrats », *RTD civ.*, 1997, p. 357.

TORCK (S.), « Les garanties réelles mobilières sur les biens fongibles après l'ordonnance du 23 mars 2006 relative aux sûretés », *RDBF*, n° 4, juill.-août 2006, p. 39.

VALLENS (J.-L.), « Réviser le règlement communautaire n° 1346/2000 sur les procédures d'insolvabilité », *Rev. proc. coll.*, n° 3, mai 2010, étude 13.

de VAUPLANE (H.),

- « *Collateral : la ségrégation des comptes comme mode de protection des actifs* », *Revue Banque*, n° 748, 2012, p. 79.
- « Les projets de réforme relatifs aux produits dérivés en Europe », *Revue Banque*, n° 740, 2011, p. 79.
- « La réforme financière aux États-Unis », *Revue Banque*, n° 727, sept. 2010, p. 82.
- « La supervision bancaire après le G20 : les enjeux pour les banques françaises », *Revue Banque*, déc. 2009, n° 719, p. 83.
- « La crise financière et le droit français », *JCP G*, n° 50, 2008, I, 220.
- « Cadre juridique des garanties financières », *RDBF*, n° 1, janv. 2007, p. 82.
- « La fiducie avant la fiducie : – le cas du droit bancaire et financier », *JCP E*, 2007, n° 36, p. 2051.
- « Transposition de la MIF, La nouvelle définition des instruments financiers à terme », *Revue Banque*, n° 695, 2007, p. 79.
- « Convention de La Haye sur les titres. Étude d'impact par la Commission européenne », *Revue Banque*, n° 684, 2006, p. 81.
- « Réforme du netting », *Revue Banque*, n° 668, 2005, p. 87.
- « La couverture des opérations de bourse : une sûreté hybride », *RDBB*, nov.-déc. 1998, p. 197.
- « Brefs propos sur le concept de Chambre de compensation », *Bull. Joly Bourse*, 1994, n° 4, p. 358.
- « Le régime juridique du transfert de propriété des titres cotés », *Banque & Droit*, n° 35, mai-juin 1994, p. 11.

de VAUPLANE (H.) et BORNET (J.-P.), « Marchés financiers : le défi de la transposition DSI », *Bull. Joly Bourse*, 1996, n° 2, p. 83.

de VAUPLANE (H.) et DAIGRE (J.-J.),

- « Directive contrats de garantie financière du 6 juin 2002 », *Banque & Droit*, n° 89, mai-juin 2003, p. 38.
- « Règles de fonctionnement de Clearnet – Analyse juridique du rôle de la chambre de compensation – décision du CMF du 24 janvier 2001 », *Banque & Droit*, n° 77, mai-juin 2001, p. 38.

VELTCHEFF (C.), « Le risque, un écueil étymologique, une aventure sémantique », *Rev. Fr. Dr. San. et Soc.*, 1996, p. 72.

de VIDT (G.), « Après Lehman, les banques se sont mises à ne plus vouloir prêter qu'en échange de *Collateral* », *Banque & Stratégie*, n° 299, janv. 2012, p. 5.

WALINE (M.), « Empirisme et conceptualisme dans la méthode juridique : faut-il tuer les catégories juridiques ? », in *Mélanges en l'honneur de Jean Dabin*, Bruylant/Sirey, 1963.

WERLEN (Dr. Th. J.) et FLANAGAN (S. M.), « The 2002 Model Netting Act: A Solution for Insolvency Uncertainty », *JIBFL*, avr. 2002, p. 154.

ZENATI (F.), « La nature juridique du quasi-usufruit (ou la métempsychose de la valeur) », in *Mélanges CATALA*, Litec, 2001, p. 605.

RAPPORTS, AVIS

AMF, « Fiche Presse. EMIR, un environnement réglementaire nouveau pour les dérivés de gré à gré », 18 mars 2013, www.amf-france.org.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, Board of the International Organization of Securities Commissions, « Margin requirements for non-centrally-cleared derivatives », second consultative document, march 2013, www.bis.org.

BCE, Avis du 17 mars 2005, *JOUE*, n° C 81, 2 avr. 2005, p. 10.

BDF, « Enquête triennale – dérivés de gré à gré (otc) 2010 », déc. 2009, F09-118, www.banque-france.fr.

BERNASCONI (Ch.), Rapport « La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte », Conférence de La Haye de droit international privé, doc. Préliminaire n° 1, nov. 2000, www.hcch.net.

CERS, Avis CERS/2012/3, 31 juill. 2012, *JOUE*, C 286/13, 22 sept. 2012.

Commission européenne,

- « Rapport de la Commission au PE et au Cons. UE d'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE) », 20 déc. 2006, COM(2006)833 final, www.ec.europa.eu.
- « 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 », www.ec.europa.eu.

ESMA,

- « Consultation paper. Revision of the provisions on diversification of collateral in ESMA's guidelines on EFTs and other UCITS issues », 20 déc. 2013, ESMA/2013/1974, www.esma.europa.eu.
- « Regulation (EU) N. 648/2012 (EMIR). What does EMIR mean for Non-financial counterparties », mars 2013, www.esma.europa.eu.
- « Orientations destinées aux autorités compétentes et aux sociétés de gestion d'OPVCM. Orientations sur les fonds cotés et autres questions liées aux OPVCM », 18 déc. 2012, ESMA/2012/832FR, www.esma.europa.eu.
- « Final report. Draft technical standards under the Regulation (EU) n° 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC Derivatives, CCPs and Trade Repositories », 27 sept. 2012, ESMA/2012/600, www.esma.europa.eu.

FBF,

- Compte rendu du comité juridique FBF, 5 avr. 2005, www.fbf.fr.
- Compte rendu du comité juridique de la FBF, 16 mars 2005, www.fbf.fr.

FLEURIOT (P.), « Rapport au Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers », févr. 2010, www.tresor.economie.gouv.fr.

GIOVANNINI GROUP (The)

- Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, avr. 2003, www.europa.eu.
- Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, nov. 2001, www.europa.eu.

G. 20, « Leaders » Statment », Pittsburgh, 24-25 sept. 2009, §13, p. 9.

GRIMALDI (M.), Groupe de travail relatif à la réforme du droit des sûretés présidé par M. le pr. M. GRIMALDI, Rapport à monsieur Dominique PERBEN, Garde des Sceaux, Ministre de la Justice, 28 mars 2005, www.ladocumentationfrancaise.fr, p. 3.

HM TREASURY, « Implementation of the directive on financial Collateral arrangements », juill. 2003, www.hm-treasury.gov.uk.

MARINI (Ph.),

- « Rapport d'information sur la crise financière et la régulation des marchés », Rapport Sénat n° 59, session ordinaire 2009-2010, www.senat.fr, p. 30.
- Rapport fait au nom de la Commission des Lois constitutionnelles, de législation, du suffrage universel, du Règlement et d'administration générale sur la proposition de loi de M. Philippe MARINI instituant la fiducie, 8 févr. 2005, www.senat.fr.

PINATTON (J.-P.) et POUPART-LAFARGE (O.), « Rapport sur la révision de la directive MIF », 11 juin 2010, www.amf.org.

de ROUX (X.), Rapport fait au nom de la commission des lois constitutionnelles, de la législation et de l'administration générale de la république sur la proposition de loi (n° 3385), adoptée par le sénat, instituant la fiducie, 1^{er} févr. 2007, n° 3655, www.assemblee-nationale.fr.

SYNVET (H.), « Rapport sur un projet de règle de conflit de lois en matière de titres financiers », juill. 2008, www.senat.fr.

UE,

- Second Advice of the Legal Certainty Group Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU, août 2008, www.ec.europa.eu.
- Clearing and Settlement Legal Certainty Group Advice, 11 août 2006, www.ec.europa.eu.

UNIDROIT, Historique de la Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, www.unidroit.org.

SOURCES PROFESSIONNELLES

Autorité des marchés financiers

- Règlement général, 2015, www.amf-france.org.

Chambre de compensation – LCH.CLEARNET SA

- Règles de la compensation, 13 janvier 2015, www.lchclearnet.com.
- Instruction IV.4-1, Collateral accepté au titre des exigences de couverture, 12 déc. 2013, www.lchclearnet.com.
- Instruction n° IV.2-1, Base de calcul de la couverture des transactions sur valeurs mobilières négociées sur un marché opéré par une entreprise de marché, 19 avr. 2013, www.lchclearnet.com.

- Instruction IV.5-2, Procédures de liquidation et de transfert en cas de défaillance d'un adhérent compensateur, 28 juill. 2009, www.lchclearnet.com.

Fédération bancaire française

- Convention de globalisation et de compensation FBF, mai 2002.
- Convention-cadre relative aux opérations sur instruments financiers à terme, juill. 2007.

International swaps and derivatives association

- *Master Agreement*, 2002, www.isda.org.
- *Euromaster Agreement*, mai 2004, (*Master Master Agreement*).

JURISPRUDENCE

CJCE

CJCE, 6 mai 2006, aff. C-341/04, EUROFOOD ; *JCP G*, 2006, II, 10089, note M. MENJUCQ ; *BRDA* 2006, n° 10 ; *D.*, 2006, p. 1286, note A. LIEHNARD ; *D.*, 2006, p. 1752, note R. DAMMANN ; *Bull. Joly Sociétés*, 2006, p. 907, note D. FASQUELLE ; *Rev. Sociétés*, 2006, p. 360 note J.-P. RÉMERY ; *JCP E*, 2006, I, 2071, note J.-L. VALLENS.

CJUE

CJUE, 2^e ch., 22 mars 2012, aff. C-248/11, RARES DORALIN NILAS et a. ; *Europe* 2012, comm. 193, obs. F. GAZIN ; *RDBF*, n° 4, juill. 2012, comm. 139, obs. A.-C. MULLER ; *Bull. Joly Bourse*, 2012, n° 6, p. 248, obs. Th. BONNEAU.

CJUE, 1^{ère} ch., 20 octobre 2011, aff. C-396/09 ; *Rev. proc. coll.*, 2011, comm. 177, étude 32 par M. MENJUCQ ; *D.*, 2011, p. 2915, note A. LIEHNARD.

COUR DE CASSATION

CHAMBRES CIVILES

Civ., 24 juin 1903, *D.*, 1903, p. 472 ; *Sirey*, 1904, p. 220.

Civ., 5 décembre 1910, AMERICAN TRADING, *Rev. crit. DIP*, 1911, p. 395 ; *JDI*, 1912, p. 1156 ; *S.*, 1911, 1, 129, note LYON-CAEN ; *Gr. arrêts DIP*, n° 11, p. 94, note B. ANCEL et Y. LEQUETTE.

Civ., 24 avril 1923, *D.*, 1926, 1, p. 16.

Req., 24 mai 1933, SOC. ADMINISTRATIE KANTOOR de MAS, *DH*, 1933, p. 378 ; *S.*, 1935, 1, 253, note H. BATIFOL ; *JDI*, 1935, p. 381, note J.-P. ; *Rev. crit. DIP*, 1934, 142, note J.-P. NIBOYET.

Req., 25 novembre 1946, DURAFOUR c/GERVAIS, *JCP* 1947, II, 3533, note D. BASTIAN.

Civ. 1^{ère}, 17 octobre 1972, ROYAL DUTCH, n° 70-13.817, *Bull.civ. I*, n° 204, p. 177 ; *JDI*, 1973, p. 716, note B. OPPETIT, *Rev. crit. DIP*, 1974, p. 520, note H. BATIFOL.

Civ.1^{ère}, 20 avril 1977, *Bull. civ. I*, n° 182.

Civ. 1^{ère}, 6 juin 1990, n° 88-19.922, *Bull. civ. I*, n° 136, p. 97 ; *D.*, 1991, p. 137, note J.-P. RÉMERY, *Rev. crit. DIP*, 1993, p. 425, note M.-N. JOBARD-BACHELIER.

Civ. 1^{ère}, 16 juillet 1992, *Bull. civ. I*, n° 238.

Civ. 1^{ère}, 2 juin 1993, n° 91-16370, *Bull. civ. I*, n° 204, p. 142 ; *Defrénois*, 1993, n° 21, p. 1274, note P. BUFFETEAU, *D.*, 1993, p. 613, note D. R. MARTIN.

Civ. 3^{ème}, 15 décembre 1993, n° 91-101.99, *Bull. civ. III*, n° 174, p. 115 ; *D.* 1994, p. 507, note BENAC-SCHMIDT ; *D.*, 1994, somm. 230 ; obs. TOURNAFOND ; *D.*, 1995, somm. 87, obs. AYNÈS ; *JCP*, 1995, II, 22366, note D. MAZEAUD ; *Defrénois* 1994, p. 795, obs. DELEBECQUE ; TERRASSON DE FOUGÈRES, *JCP N*, 1995, I, 194.

Civ. 1^{ère}, 6 mars 1996, *Bull. civ. I*, n° 119.

Civ. 1^{ère}, 12 novembre 1998, n° 96-18041, *Bull. civ. I*, 1998, n° 315, p. 217 ; GAJC, 12^{ème} éd., n° 71 ; *D.*, 1999, p. 167, note L. AYNÈS et 1999, p. 633, note D. FIORINA, *JCP* 1999, II, 10027, note S. PIEDELIÈVRE, *JCP N*, 1999, p. 351, note H. HOVASSE ; *RTD civ.*, 1999, p. 422, obs. F. ZENATI et p. 674, note L. PATARIN.

Civ. 1^{ère}, 7 mars 2006, *Bull. civ. I*, n° 138 ; *D.*, 2007, Pan. 759, obs. D.R. MARTIN ; *JCP*, 2006, II, 10109, note S. PIEDELIÈVRE ; *CCC*, 2006, n° 128, note L. LEVENEUR ; *RLDC* 2006/33, n° 2292, note M.-P. VIRET ; *RDC*, 2006, 778, obs. P. PUIG.

Civ. 1^{ère}, 30 avril 2009, n° 08-11.093, *Bull. civ. I*, n° 82 ; *D.*, 2009, p. 2400, note L. ANDREU ; *JCP*, 2009, n° 27, p. 17, note J. ANSAULT ; *JCP*, 2009, n° 37, p. 55, obs. M. BILLIAU, *JCP*, 2009, n° 16, p. 574, obs. A.-S. BARTHEZ ; *Deffrénois*, 2009, p. 1289, obs. R. LIBCHABER.

Civ. 3^{ème}, 11 mai 2011, n° 10-128.75, *Bull. civ. III* 2011, n° 77, p. ; *D.* 2011, 1457, note D. MAZEAUD ; *ibid.*, 1273, édito. F. ROME ; *ibid.*, 1460, note D. MAINGUY ; *ibid.*, 2679, chron. A.-C. MONGE et I. GOANVIC ; *RTD civ.* 2011, 532, obs. B. FAGES ; Adde obs. critiques de L. AYNÈS, *Deffrénois*, 2011, art. 40023, p. 1023 ; D. HOUTCIEFF, *Gaz. Pal.*, 4 août 2011, n° 216, p. 15 ; L. LEVENEUR, *CCC* 2011, n° 186 ; J. MESTRE, *RLDC* 2011/85, éditorial, p. 3.

Civ. 3^{ème}, 6 septembre 2011, n° 10-20.362 ; *D.* 2011, 2838, note C. GRIMALDI ; *ibid.* 2649, édito. F. ROME ; *JCP G* 2011, 1316, note L. PERDRIX ; *D.*, 2011, p. 1460, note D. MAINGUY.

CHAMBRE COMMERCIALE ET FINANCIÈRE

Com., 22 juin 1970, n° 69-1.569, *Bull. civ. IV*, n° 213, p. 185.

Com., 13 novembre 1973, n^{os} 70-14.374 et 71-10.478, *Bull. civ. IV*, n° 325, p. 290 ; *Banque*, 1974, p. 311, obs. MARTIN, Adde J. L. RIVES-LANGE, « La saisissabilité du compte courant », *D.*, 1974, p. 102.

Com., 18 février 1980, *Bull. civ. IV*, n° 86.

Com., 8 décembre 1987, n° 87-11.501, *Bull. civ. IV*, n° 266, p. 199 ; *JCP G*, 1988, II, 20927, note M. JEANTIN ; *D.*, 1988, juris., 52, note F. DERRIDA.

Com., 22 novembre 1988, *Bull. civ. IV*, n° 532.

Com., 24 janvier 1989, *Bull. civ. IV*, n° 39, *Bull. Joly*, 1989, p. 266, note D. LEPELTIER.

Com., 5 novembre 1991, n° 89-18.005, *Bull.* 1991, IV, n° 327 ; *RTD com.*, 1992, p. 436, obs. M. CABRILLAC ; *RJDA*, 1992, n° 68 ; *Bull. Joly Bourse*, 1993, p. 292, note F. PELTIER ; *Banque*, juin 1993, p. 97, obs. J.-L. GUILLOT.

Com., 7 janvier 1992, n° 90-14.831, *Bull. civ. IV*, n° 3, p. 3 ; *JCP*, 1992, I, 3591, n° 17, obs. Ch. JAMIN ; *D.*, 1992, p. 278, obs. L. AYNÈS ; *RTD civ.*, 1992, p. 763, obs. J. MESTRE ; *CCC*, 1992, n° 110, obs. L. LEVENEUR.

Com., 16 novembre 1993, *Bull. civ. IV*, n° 406, p. 295.

Com., 23 novembre 1993, *Bull. civ. IV*, n° 186, *RDBB*, 1997, p. 165, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE ; *Droit des sociétés*, 1997, n° 134, obs. H. HOVASSE.

Com., 23 novembre 1993, *Bull. civ. IV*, n° 431 ; *Bull. Joly Sociétés*, 1994, §18, p. 93, note D. LEPELTIER.

Com., 10 janvier 1995, n° 92-20.214, inédit ; *D.*, 1995, p. 203, note A. COURET ; *JCP*, 1995, I, 3851, n° 20, obs. P. DELEBECQUE ; *Rev. Sociétés*, 1995, p. 70, note P. LE CANNU ; *RTD com.*, 1996, p. 73, obs. Y. REINHARD et B. PETIT.

Com., 12 décembre 1995, n° 93-14.438, *Bull. civ. IV*, n° 294, p. 271 ; *Adde J. MESTRE*, « La délégation parfaite suppose une claire décharge du débiteur originaire par le délégataire », *RTD civ.*, 1996, p. 617 ; D. MAZEAUD, « L'acceptation par le créancier de la substitution d'un nouveau débiteur, même assortie d'aucune réserve, n'implique pas, en l'absence de déclaration expresse, qu'il ait entendu décharger le débiteur originaire de sa dette », *D.*, 1996, p. 333.

Com., 18 juin 1996, n° 94-13.660, *Bull. civ. IV*, n° 175, p. 151 ; *JCP* 1996, II, 22710 note H. HOVASSE.

Com., 6 mai 1997, n°s 95-10.252 et 94-16.335, *Bull. civ. IV*, n° 118, p. 104 ; *Defrénois* 1997, 36633, n° 976, p. 1012, obs. D. MAZEAUD ; *RTD civ.*, 1997, p. 936, obs. J. MESTRE ; *D.*, 1997, p. 588, note M. BILLIAU et Ch. JAMIN ; « Cession de contrat : nouvelles précisions

sur le rôle du cédé » ; *D.* 1998, p. 25, note L. AYNÈS ; *D.* 1998, p. 136, obs. H. Le NABASQUE ; *CCC*, 1997, n° 146, obs. L. LEVENEUR.

Com., 10 juin 1997, *Bull. civ. IV*, n° 186, p. 163 ; *D.*, 1998, n° 2, p. 15, note D.R. MARTIN ; *Banque & Droit*, 1997, n° 55, p. 30, note H. de VAUPLANE.

Com., 20 janvier 1998, n° 96-11.501, *Bull. civ. IV*, n° 36, p. 26 ; *JCP E*, 1999, p. 761, n° 14, obs. J. STOUFFLET ; *JCP E*, 1998, n° 36, p. 1360, note Y. DAGORNE-LABBE.

Com., 19 mai 1998, *Bull. civ. IV*, n° 161 ; *D.*, 1999, somm. 308, obs. M. NICOD ; *Droit des sociétés*, 1998, n° 108, obs. H. HOVASSE ; *RTD civ.*, 1999, p. 677, note J. PATARIN.

Com., 26 mai 1998, n° pourvoi 96-11.839, inédit.

Com., 22 novembre 1998, *Bull. civ. IV*, n° 322 ; *Bull. Joly Sociétés*, 1989, §19, p. 84, note D. LEPELTIER.

Com., 26 avril 2000, n° 97-10.415, *Bull. civ. IV*, n° 84, p. 74 ; *D.*, 2000, p. 717, note Ch. LARROUMET.

Com., 14 janvier 2003, n° 99-20.872, inédit ; *Bull. Joly Bourse*, 2003, §44, p. 254, note L. RUET ; *Banque & Droit*, mars-avr. 2003, n° 88, p. 33, note H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE ; *RTD com.*, 2003, p. 541, note M. STORCK ; *LPA*, 5 août 2003, n° 155, p. 13, note D. ROBINE ; *Dr. sociétés*, 2004, comm. n° 13, p. 30, note Th. BONNEAU.

Com., 8 juillet 2003, n° 01-17.710, inédit ; *Bull. Joly Bourse*, 2003, § 76, p. 595, note L. RUET ; *Dr. sociétés* 2004, comm. n° 13, note Th. BONNEAU.

Com., 8 juillet 2003, n° 00-18.141, *Bull. civ. IV* n° 118, p. 137 ; *D.* 2003, p. 2095, note V. AVENA-ROBARDET ; *Bull. Joly Bourse*, 2003, §75, p. 591, note L. RUET ; *Banque & Droit*, sept.-oct. 2003, n° 91, p. 48, note H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE ; *JCP E*, 2003, 1589, p. 1818, note P. GOUTAY ; *JCP G*, 2003, II, 10174, note A. GAUBERTI ; *Dr. sociétés*, 2004, comm. n° 13, note Th. BONNEAU.

Com., 31 janvier 2006, n° 04-18.920, *Bull. civ. IV* n° 19, p. 20 ; *Dr. sociétés*, 2006, comm. 94, note Th. BONNEAU ; Adde M.-P. BEVIÈRE, « Quelques propos sur la couverture, l'information et le conseil en matière d'opérations financières », *RLDA*, juill. 2006, n° 374,

p. 43 ; E. CHARLERY, « L'incertitude du régime juridique de la couverture d'engagements financiers », *RLDA*, déc. 2006, n° 629, p. 33.

Com., 19 décembre 2006, n° 05-16.395, *Bull. civ. IV*, n° 250, p. 275 ; *JCP E*, 2007, p. 1131, note D. LEGEAIS ; *JCP E*, 2007, p. 1776, obs. Ph. DELEBECQUE ; *RDBF*, n° 1, janv. 2007, comm. 17, note D. LEGEAIS ; Adde P. CROCQ, « L'étrange refus de la cession de créance de droit commun à titre de garantie », *RTD civ.*, 2007, p. 160 ; Ch. LARROUMET, « La cession de créance de droit commun à titre de garantie », *D.*, 2007, p. 344 ; R. DAMMANN et G. PODEUR, « Cession de créances à titre de garantie : la révolution n'a pas eu lieu », *D.*, 2007, p. 319 ; F.-J. CRÉDOT et T. SAMIN, « Requalification en nantissement », *RDBF*, n° 2, 2007, p. 52 ; J. STOUFFLET, « Le nantissement de meubles incorporels », *JCP G*, 2006, supplément au n° 20, p. 19 ; D. LEGEAIS, « La cession de créance à titre de garantie, hors les cas prévus par la loi, est constitutive d'un simple nantissement de créance », *JCP E*, n° 16, 2007, 10067 ; J.-F. ADELLE, « L'adoption de la fiducie a-t-elle remédié à la prohibition des cessions de créances en garantie de droit commun ? », *RDBF*, n° 2, mars 2007, étude 5.

Com., 26 février 2008, n° 07-10.761, *Bull. civ. IV* n° 42 ; *D.* 2008, p. 778, note X. DELPECH ; *D.* 2008, p. 1231, note R. SALOMON ; *Banque & Droit*, mars-avr. 2008, n° 118, p. 24, note H. de VAUPLANE, J.-J. DAIGRE, B. DE SAINT-MARS et J.-P. BORNET ; *RDBF*, n° 3, mai-juin 2008 ; comm. n° 91, p. 51, note A.-C. MULLER ; *RTD com.*, 2008, p. 371, note M. STORCK ; *Bull. Joly Bourse*, 2008, §18, p. 164, note P. GOUTAY et C. SAUDO.

Com., 30 juin 2009, n° 08-11.902, *Bul. Civ. IV*, n° 88 ; *Rev. proc. coll.* n° 4, juill. 2009, étude 16, concl. BONHOMME, *D.*, 2005, p. 2329, note R. DAMMANN et G. PODEUR ; *Bull. Joly*, 2007, p. 37, note F. JAULT-SESEKE et D. ROBINE ; *Bull. Joly*, 2007, p. 450, note F. JAULT-SESEKE et D. ROBINE ; *Bull. Joly*, 2008, p. 1018, note F. MÉLIN ; *D.* 2009, p. 2591, note S. MOREIL ; *D.*, 2009, act. 1886, obs. A. LIENHARD ; *D.*, 2009, chron. 2582, obs. I. ORSINI ; *Gaz. Pal.*, 26-28 juill. 2009, p. 7, note N. FRICÉRO ; *Gaz. Pal.*, 1er-3 nov. 2009, p. 6, obs. F. REILLE ; *JCP E*, 2009, p. 1974, note B. ROLLAND ; *RTD com.*, 2009, p. 625, obs. J.-L. VALLENS ; *RTD civ.*, 2009, p. 776, obs. P. THERY ; *LEDEN*, sept. 2009, p. 1, obs. F.-X. LUCAS ; *Dict. perm. diff. entr.*, 2009, *Bull.* n° 306, obs. P. RÉMERY ; *Act. proc. Coll.*, 2009, n° 224, obs. DOM ; *RLDA*, 2009, n° 42, p. 25, obs. F. MÉLIN ; *Dr. sociétés*, 2009, n° 230, note J.-P. LEGROS ; *Rev. crit. DIP*, 2010, p. 179, obs. D. BUREAU ; *Rev. proc. coll.*, 2009, n° 147, obs. T. MASTRULLO.

Com., 4 mai 2010, n° 09-14975, *Bull. civ. IV*, n° 82 ; n° 09-14187, *Bull. civ. IV*, n° 83 ; n° 09-14.976, inédit ; *Banque & Droit*, juill. 2010, p. 24, H. de VAUPLANE ; *Banque & Droit*, juill. 2010, p. 38, J.-J. DAIGRE, B. de SAINT-MARS, J.-P. BORNET ; *RDBF*, n° 4, juill. 2010, comm. 161 obs. I. RIASSETTO ; *D.*, 2010, p. 1207, obs. A. LIENHARD ; *Banque & Droit*, n° 132, juill.-août 2010, F. BUSSIERE, Chron. de gestion collective ; Ph. GOUTAY,

« Responsabilité du dépositaire, le débat est-il clos ? », *Banque & Droit*, juill.-août 2010, n° 132 p. 9 ; *Rev. sociétés* oct. 2010, comm. 187, obs. R. MORTIER. ; A. MAFFEI, « Controverse autour des obligations du dépositaire », *RDBF*, n° 1, janv. 2011, étude 8, p. 46 ; H. SYNDET, « La gestion collective : à l'aube d'une ère nouvelle ? . – Introduction », *RDBF* n° 1, janv. 2011, étude 5 ; M. STORCK, « Particularisme de l'obligation de restitution incombant au dépositaire », *RTD com.*, 2010, p. 573.

Com., 26 mai 2010, n° 09-13.388, *Bull. civ. IV*, n° 94 ; *D.*, 2010, p. 578, obs. X. DELPECH, *JCP G*, n° 26, 2011, p. 770, obs. P. SIMLER et Ph. DELEBECQUE ; Adde M.-E. MATHIEU, « Le nantissement de créances notifié : une sûreté devenue absolue ? - Réflexions pratiques autour de la décision de la Chambre commerciale du 26 mai 2010 », *RDBF*, n° 5, sept. 2010, étude 22 ; A. CERLES, « La cession de créance à titre de garantie », *RDBF*, n° 4, juill. 2010, comm. 142 ; F.-J. CRÉDOT et T. SAMIN, « Cession à titre de garantie », *RDBF*, n° 3, mai 2010, comm. 84.

Com., 8 mars 2011, n^{os} 10-13.988, 10-13.989 et 10-13.990, *Bull. civ. IV*, n° 33 ; *JCP E*, 2011, p. 1215, note A. COURET et B. DONDERO ; M. MENJUCQ, « Affaire Cœur Défense : la Cour de cassation recadre la cour d'appel de Paris sur la notion de difficultés justifiant une sauvegarde », *Rev. proc. coll.*, n° 2, mars 2011, repère 2 ; M. LE CORRE, « La restauration jurisprudentielle du climat de confiance à l'égard de la sauvegarde », *D.*, 2011, p. 919 ; S. CAVET, « Cœur Défense : et la Cour de cassation créa le droit du débiteur en difficulté », *RJDA*, mai 2011, p. 20 ; *Procédures*, 2011, comm. 179, obs. B. ROLLAND ; *LPA*, n° 51, 14 mars 2011, p. 6, obs. G. TEBOUL ; *Droit et procédures*, 2011, n° 3, p. 5, obs. P. R. G. ; *JCP E* 2011, 1263, n° 1, obs. P. PÉTEL ; *LEDEN*, n° 4, avril 2011, comm., n° 69, obs. S. GORRIAS et C. THEVENOT ; *Gaz. Pal.*, 1^{er} et 2 avril 2011, n° 91 à 92, p. 7, note F REILLE ; *D.*, 2011, p. 743, obs. A. LIEHNARD ; *Dict. perm. Difficultés des entreprises*, *Bull.* n° 324, mars 2011, 1, note Ph. ROUSSEL GALLE ; *RJDA*, mai 2011, n° 437, p. 413 ; B. SAINTOURENS, « Conditions d'ouverture de la sauvegarde : la Cour de cassation fait le maximum », *Act. proc. coll.*, juill. 2011, comm. 106 ; D. GIBRILA, « L'affaire "Cœur Défense" revue et corrigée par la Cour de cassation », *Journ. Sociétés*, n° 88, juin 2011, p. 73 ; *Rédac. éd. Francis Lefebvre*, « Ouverture d'une procédure de sauvegarde : l'affaire "Cœur Défense" devant la Cour de cassation », *BRDA*, juin 2011, comm. n° 23.

Com. 22 mars 2011, n° 10-13.727, *Bull. civ. IV*, n° 48 ; *D.*, 2011, p. 1010, obs. X. DELPECH ; *D.*, 2011, p. 1600, note H. CAUSSE ; *RTD com.*, 2011, p. 382, obs. M. STORCK.

Com., 22 mai 2012, n° 11-17.936, *Bull. civ. IV*, n° 105 ; *RDBF*, n° 4, juill. 2012, comm. 132, note A.-C. MULLER.

Com., 26 juin 2012, n° 11-11.450, *Bull. civ. IV*, n° 133 ; *RDBF*, n° 6, nov. 2012, comm. 199, note A.-C. MULLER.

Com., 26 mars 2013, n 12-13.631, *Bull. civ. IV*, n° 46; *RDBF*, n° 3, mai 2013, comm. 107, note A.-C. MULLER.

Com., 4 février 2014, n° 13-10.630, *Bull. civ. IV*, n° 28 ; *RDBF* n° 2, Mars 2014, comm. 72, note A.-C. MULLER.

CHAMBRE SOCIALE

Soc., 12 mai 1998, n° 96-40.606, *Bull. civ. V*, 1998, n° 243, p. 184 ; *Rev. proc. coll.*, 1997, p. 417, obs. F. TAQUET.

ARRETS DE COUR D'APPEL

CA Paris, 14 mai 2004, n° 2002/17788, X c/SA Fortis Banque France ; *Bull. Joly Bourse*, 2004, §122, p. 639, note L. RUET.

CA Paris, 8 avril 2009, n° 2008/22106, Société RBC Dexia Investor Bank France SA c/SA Delta Alternative Management, SAS ; n° 2008/22085, Société Générale ; n° 2008/22106, SA RBC Dexia Investor Services Bank France c/Société Laffitte Capital Management, *JurisData* n° 2009-003079 ; n° 2008/22218 ; *Bull. Joly Bourse*, 2009, n° 28, p. 191, note I. RIASSETTO et A. PRŮM ; *RDBF*, n° 4, juill. 2009, comm. 143, note I. RIASSETTO ; *RTD Com.* 2009, p. 411, note M. STORCK ; *Banque & Droit*, n° 125, 2009, p. 54, note F. BUSSIÈRE ; *Droit des sociétés* 2009, comm. 188, note Th. BONNEAU ; *LPA*, 21 janv. 2010, n° 15, p. 5, Ph. LANGLET ; Ph. GOUTAY, « Obligation de restitution des dépositaires : les arrêts du 8 avril 2009 de la Cour d'appel de Paris », *RTDF*, n° 1, 2009, p. 166 ; H. PISANI, « La responsabilité des différents acteurs OPCVM à la lumière des affaires Lehman et Madoff », *RTDF*, n° 1, 2009, p. 14.

CA Paris, 25 févr. 2010, n° 09/22756 ; *RDBF*, 2010, comm. n° 94, note A. CERLES ; *D.*, 2010, act. 579, obs. R. DAMMANN ; *Rev. proc. coll.*, 2010, comm. n° 152, note B. SAINTOURENS ; *JCP E*, 2010, p. 1475, note B. SAINTOURENS ; *LPA*, 9 mars 2010, p. 12, note G. TEBOUL. Adde M. MENJUCQ, « Affaire *Heart of La Défense* : incertitudes sur le critère d'ouverture de la procédure de sauvegarde », *Rev. proc. coll.*, 2010, n° 11 ; O. PUECH et G. SAINT MARC, « L'affaire *Coeur Défense*, quelles leçons pour la finance structurée en France ? », *Revue Banque*, n° 723, avr. 2010, p. 4 ; H. KENSICHER, « Avant et après la sauvegarde *Coeur Défense* », *Décideurs : stratégie finance droit*, avr. 2010, p. 70.

CA Versailles, 19 janvier 2012, n° 12/02755, SA EUROTITRISATION c/SAS Heart of La Defense ; *JCP E* 2012, act. 78 ; M. DANIS et T. DU BOIS DE GAUDUSSON, « Cœur Défense ou comment une holding financière luxembourgeoise bénéficie de la loi française », *JCP E* 2012, act. 91 ; B. SAINTOURENS, « Conditions d'ouverture de la procédure de sauvegarde : l'affaire "Heart of La Defense" devant la cour d'appel de renvoi », *Rev. proc. coll.*, 2012, comm. 19 ; M. MENJUCQ, « L'épilogue de l'affaire Cœur Défense sur les conditions de l'ouverture de la procédure de sauvegarde », *Rev. proc. coll.*, 2012, étude 7 ; *Lettre d'actualité des procédures collectives civiles et commerciales*, 2012, alerte 52.

JUGEMENTS PREMIERE INSTANCE

T. com. Paris, 7 octobre 2009, RG n° 2008/089778 ; F.-X. LUCAS, « *Cœur Défense* : recevabilité de la tierce opposition contre le jugement d'ouverture, *LEDEN*, 20 septembre 2010, n° 8, p. 1.

DECISIONS DES AUTORITES DE MARCHE

Déc. AMF, 27 mai 2004, SAN-2004-07, www.amf-france.org ;°*Banque & Droit*, juill.-août 2004, n° 96, p. 36, note H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE.

Déc. AMF, 13 novembre 2008, n° 11922, www.amf-france.org.