

Réflexions sur le gage de compte d'instruments financiers en couverture d'opérations de dérivés de gré à gré



STÉPHANE PLAIS*

Service juridique
des marchés de capitaux
Responsable structuration dérivés actions
BNP Paribas

Depuis 1996, les garanties adossées aux opérations de dérivés de gré à gré étaient constituées pour l'essentiel par des remises en pleine propriété compte tenu du régime de faveur accordé par la loi MAF à ce type de garantie¹. Sans remettre en cause ces remises fiduciaires, la loi NRE² a introduit la possibilité de constituer des « sûretés » bénéficiant du même régime de faveur. C'est ainsi que s'est développé, en couverture des obligations de conventions-cadres de produits dérivés, le recours au nantissement, et plus particulièrement au gage de compte d'instruments financiers. L'objet de cette étude est de démontrer que ce type de nantissement, bien que strictement encadré par la loi, répond aux exigences de souplesse inhérentes aux instruments financiers à terme. Cette analyse ne devrait pas être remise en cause par la transposition de la directive concernant les contrats de garantie financière.

Sur le marché des dérivés de gré à gré, les intervenants devant fournir une garantie réclament de façon croissante la mise en place de gages de compte d'instruments financiers en lieu et place de remises fiduciaires. Leurs motivations sont diverses. La principale d'entre elles réside, sans nul doute, dans le fait que le débiteur est seulement dessaisi des titres dans le cas d'un gage alors qu'un « collatéral » classique implique un transfert en pleine propriété. On retrouve ici la réticence des acteurs français à recourir aux mécanismes fiduciaires, faute de reconnaissance généralisée d'un tel mécanisme en droit français.

La préférence pour le gage s'explique également par le fait que la garantie sous forme de remise en pleine propriété peut s'avérer coûteuse sur le plan fiscal, la neutralité fiscale n'étant assurée que si un certain nombre de conditions sont respectées³ : la remise doit concerner une action⁴ qui, pendant la période de garantie, ne doit pas détacher de dividende ouvrant droit à avoir fiscal ou faire l'objet, par exemple, d'un amortissement, d'un échange ou d'une conversion⁵.

Cependant, les avantages du gage de compte d'instruments financiers ne doivent pas faire oublier qu'une telle sûreté est soumise à un ensemble de règles tant légales que jurisprudentielles alors que la remise en pleine propriété se caractérise par une absence de contraintes. La loi NRE a-t-elle gommé les disparités de régime entre ces deux techniques de garanties en les mettant sur le même plan ? Nous répondrons par la négative dans une première partie, en démontrant que si la loi NRE facilite incontestablement l'utilisation du gage de compte d'instruments financiers pour couvrir des opérations de dérivé de gré à gré, elle ne va pas jusqu'à calquer le régime du gage sur celui des remises en pleine propriété (I). Nous confronterons ensuite le régime du gage aux deux caractéristiques principales de la créance garantie issue d'opérations de dérivés de gré à gré : son indétermination (II) et sa fluctuation (III). Nous montrerons en particulier que les principes posés, essentiellement par la jurisprudence, pour la constitution et la gestion d'un gage ne s'opposent pas à la mise en place d'une telle garantie face à une créance née d'instruments financiers à terme.

* L'auteur remercie Nathalie Senta pour sa précieuse collaboration dans l'élaboration de cet article.

1 Art. 52 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, JO du 4 juillet 1996.

2 Art. 29 de la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, JO du 16 mai 2001, qui a complété l'art. L 431-7 du Code monétaire et financier.

3 Pour une étude d'ensemble sur le sujet, voir G. Kolifrath, « L'annexe AFB remise en garantie », RDBB, n° 62, août/sept. 1997, p.143 s.

4 Nous limitons notre exemple aux actions et aux titres donnant droit à des actions.

5 Art. 38 bis II bis du Code général des impôts. Si l'une de ces conditions venait à ne pas être respectée, le remettant ne pourrait bénéficier de la neutralité fiscale et verrait la plus-value (éventuelle) imposée comme dans le cadre d'une vente.

Enfin, le régime du gage de compte d'instruments financiers en couverture d'obligations financières (ce qui inclut les opérations de dérivés) étant amené à évoluer prochainement du fait de la transposition de la Directive du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière⁶, nous nous interrogerons, tout au long de notre étude, sur l'impact de ce texte.

I Les apports de la loi NRE

Avant d'en venir aux apports à proprement parler (B), précisons tout d'abord la portée des modifications introduites par la loi NRE (A).

A. Interprétation des termes « constitution de sûretés » introduits par la loi NRE

En ajoutant à l'alinéa de l'article L 431-7 du Code monétaire et financier consacré aux garanties, « la constitution de sûretés » à côté des remises en pleine propriété, le législateur a-t-il souhaité englober tout type de sûretés ? Les débats parlementaires n'apportent aucune réponse, le point n'ayant pas été discuté⁷. En pratique, nous savons que cet ajout avait pour but de « corriger une anomalie », notamment « celle qui fragilisait l'efficacité de certains accords de remises en garantie soumis au droit de l'Etat de New York »⁸.

Cependant, dans la mesure où le texte ne fait nullement mention de cette raison particulière, les termes « constitution de sûretés » doivent s'entendre comme englobant tout type de sûretés⁹. Il n'y a pas lieu de distinguer là où la loi – et les débats parlementaires ! – ne distinguent pas.

La transposition de la Directive « Garantie financière » ne devrait pas modifier le caractère général du régime instauré par la loi NRE. Le texte communautaire n'a pas vocation à définir les types de garanties pouvant être adossées à des opérations de dérivés de gré à gré. Sa portée se limite à organiser un régime simple et unifié pour les gages de compte d'instruments financiers et les remises en pleine propriété lorsque ces sûretés sont adossées à des obligations financières.

B. Détermination des apports de la loi NRE

En insérant, notamment, le gage dans les garanties pouvant bénéficier du régime de faveur de l'article L 431-7 du Code monétaire et financier, le législateur a-t-il souhaité placer cette garantie sous le même régime que celui octroyé aux garanties sous forme de remises en pleine propriété ? La réponse est positive dans la mesure où le créan-

cier-gagiste bénéficie de la dérogation aux dispositions sur la faillite organisée par ce texte (B-1). En revanche, elle est négative dans le sens où les règles de constitution et de réalisation du droit commun du gage de compte d'instruments financiers devront continuer à être observées (B-2).

B-1. Un régime unifié face aux procédures collectives

Aux termes du dernier alinéa de l'article L 431-7 du Code monétaire et financier, les dispositions du livre VI du Code de commerce concernant les difficultés des entreprises sont écartées pour l'ensemble des règles posées par l'article L 431-7. Ceci vaut donc à la fois pour les remises en pleine propriété et les « sûretés » évoquées par le texte. Concrètement, cela signifie par exemple que les dispositions de l'article L 621-107 6° du Code de commerce, qui traitent de l'annulation de certains nantissements constitués en période suspecte, ne pourront s'appliquer à un gage de compte d'instruments financiers, ou encore, que les règles contraignantes induites par le jugement d'ouverture de la procédure ne pourront paralyser la réalisation de ce gage.

Face aux procédures collectives, remises en pleine propriété et gages sont donc traités sur un pied d'égalité. Une telle égalité est évidemment un apport substantiel de la loi NRE et constitue, sans nul doute, pour les preneurs de garantie sur les marchés financiers, la raison du succès croissant du gage de compte d'instruments financiers.

Cette situation ne sera probablement pas modifiée par la Directive « Garantie financière ». Deux raisons à cela.

Tout d'abord, comme évoqué brièvement précédemment, la volonté du législateur européen a été d'unifier les régimes applicables à l'ensemble des sûretés portant sur des instruments financiers (ou des espèces) couvrant des obligations financières. La Directive vise toutes les sûretés, qu'elles soient translatives de propriété ou non. Cette volonté de ne pas distinguer se traduit par le fait que le texte européen associe les deux techniques dans le terme générique de « contrat de garantie financière »¹⁰. Après la transposition de la Directive, le gage de compte d'instruments financiers et la remise en pleine propriété devraient donc continuer à voir leurs sorts étroitement liés.

Ensuite, la seconde raison provient du fait que l'un des objectifs affichés par la Directive est d'assurer l'efficacité de ces contrats de garantie financière en cas d'insolvabilité du constituant. C'est ainsi que l'article 7 impose la reconnaissance des clauses de *close-out netting* nonobstant le déroulement d'une procédure collective¹¹.

La Directive « Garantie financière » ne devrait donc pas bouleverser sur ce point le droit positif français. Il convient néanmoins de souligner que la Directive n'entend pas écarter les « règles générales de [chaque] législation nationale en matière d'insolvabilité en ce qui concerne la nullité des opérations conclues au cours de la [période suspecte] » (art. 8 4/). La lecture du 16° considérant laisse à

6 Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, JOCE du 27 juin 2002.

7 AN, 26 avril 2000 ; Sénat, 17 oct. 2000 ; AN, 24 janv. 2001 ; Sénat, 18 avril 2001 ; AN, 2 mai 2001.

8 P. Gissinger, « Le « Global Netting à la française enfin adopté », *Les Echos*, 29 janv. 2001.

9 Dans le même sens, voir notamment H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., p. 654.

10 Voir la définition de ce terme à l'art. 2 a/ de la Directive « Garantie financière ».

11 Voir également l'art. 4 5/et le 5° considérant de la Directive. Pour une étude des apports de la Directive « Garantie financière », voir S. Economou, « La proposition de directive européenne sur les contrats de garantie financière », *Bull. Joly Bourse*, janv.-fév. 2002.

penser que le législateur européen a souhaité maintenir, par cette disposition, la faculté d'annuler certaines sûretés prises sciemment en fraude des droits des autres créanciers. Cela signifie-t-il que les dispositions, par exemple, de l'article L 621-108 du Code de commerce relatives aux nullités facultatives auront vocation à s'appliquer? Nous ne le pensons pas. En effet, en renvoyant au « droit national », la Directive a laissé aux États membres le soin de régler la question. Or, en France, la position est claire : l'article L 431-7 du Code monétaire et financier écarte l'ensemble des dispositions sur la faillite, par conséquent y compris celles relatives aux nullités facultatives de la période suspecte¹². On voit mal pourquoi la faculté réservée par la Directive aux droits nationaux de maintenir des cas de nullités serait l'occasion pour le législateur français de revenir sur une telle avancée.

B-2. Maintien des règles de constitution et de réalisation du droit commun

L'identité de régime ne s'étend pas, à notre avis, aux conditions de constitution et de réalisation du gage de compte d'instruments financiers. Ce dernier demeure soumis à un formalisme, certes simplifié mais auquel échappe la remise fiduciaire.

- S'agissant des conditions de constitution, il n'y a pas lieu de penser que l'article L 431-7 du Code monétaire et financier apporte une dérogation au droit commun. Il conviendra donc de se conformer à la formalité de la déclaration imposée par l'article L 431-4 du Code monétaire et financier qui traite de la mise en gage de comptes d'instruments financiers. Ce formalisme ne s'avère pas trop pénalisant pour les acteurs financiers dans la mesure où il n'est guère plus contraignant dans les faits que le formalisme lié aux remises en pleine propriété. En effet, en pratique, les énonciations que doit comporter cette déclaration aux termes du Décret d'application de l'article L 431-4¹³ se retrouvent globalement dans l'Annexe remise en garantie élaborée par l'AFB.

Notons toutefois que la déclaration pour un gage est une condition de validité alors que l'annexe AFB n'est qu'un document standard de place non imposé par la loi.

S'agissant des conditions de réalisation, l'article L 431-7 dispose que les dettes et les créances relatives aux sûretés et celles afférentes aux obligations découlant de la convention-cadre considérée sont « compensables ». Le texte semble donc poser une règle de réalisation (la compensation) dérogatoire au droit commun. Cependant, on

peut s'interroger sur le fondement juridique de ce mode de réalisation. Comme l'a estimé un auteur, le bien-fondé de la compensation, pour un gage notamment, laisse « perplexe »¹⁴. En effet, le bénéficiaire de la sûreté n'est débiteur d'aucune créance envers le constituant¹⁵. Les conditions de la compensation, qui requiert deux obligations réciproques, ne sont alors pas remplies. En pratique, le bénéficiaire du gage s'attribuera les actifs du compte gagé ou vendra lesdits actifs sur le marché... on retrouve les modalités de réalisation du droit commun posées par l'article L 431-4 du Code monétaire et financier et son Décret d'application.

La compensation comme mode de réalisation édicté par l'article L 431-7 suscite à cet égard deux observations :

Pour les modalités concrètes de la réalisation, le texte renvoie au premier alinéa de l'article L 431-7 qui renvoie lui-même à la convention-cadre appropriée (par exemple, en France, à la convention-cadre FBF d'août 2001 relative aux opérations sur instruments financiers à terme). Or, cette convention, quelle qu'elle soit, ne prévoit pas le gage comme type de garantie possible (seule la remise en pleine propriété est prévue). Pour appliquer à la lettre l'article L 431-7, un aménagement des conventions standard utilisées pour couvrir les opérations de dérivés de gré à gré serait donc nécessaire.

La compensation comme mode de réalisation du gage de compte d'instruments financiers en lieu et place des mécanismes organisés au paragraphe IV de l'article L 431-4 du Code monétaire et financier impliquerait probablement que les titres non cotés pourraient bénéficier de ce régime dérogatoire. Un tel procédé pourrait, le cas échéant, s'avérer dommageable pour le débiteur-constituant dans la mesure où on peut penser que le créancier serait libre de valoriser aux fins de compensation les actifs déposés sur le compte gagé. On le sait, une telle liberté est proscrite en droit français. Une application du droit commun est donc là encore souhaitable¹⁶.

Le mode de réalisation dérogatoire posé par l'article L 431-7 n'exonère pas, à notre sens, le bénéficiaire du gage des conditions de réalisation du gage. La réalisation doit donc être précédée du formalisme exigé par le paragraphe IV de l'article L 431-4 à savoir une mise en demeure remise en main propre ou adressée par courrier recommandé et l'écoulement d'un délai.

Même si un doute subsiste concernant les modalités de réalisation du gage, on peut conclure que la loi NRE ne permet pas de déroger aux règles établies par l'article L 431-4 du Code monétaire et financier. Ces règles, en tout état de cause, n'étant guère contraignantes, les

12 Soulignons toutefois que l'art. L 621-108 aura vocation à s'appliquer aux contrats de garanties financières couvrant les autres « obligations financières ».

13 Décret n° 97-509 du 21 mai 1997, JO du 23 mai 1997, art. 1^{er} : « La déclaration de gage d'un compte d'instruments financiers inscrits en compte auprès d'un intermédiaire habilité, un dépositaire central ou, le cas échéant, la personne morale émettrice doit être datée et contenir :

1. La dénomination "Déclaration de gage de compte d'instruments financiers"; 2. La mention que la déclaration est soumise aux dispositions de l'article 29 de la loi du 3 janvier 1983 susvisée [art. L 431-4 du Code monétaire et financier]; 3. Le nom ou la dénomination sociale ainsi que l'adresse du constituant et du créancier gagiste ou de leur siège social s'il s'agit de personnes morales; 4. Le montant de la créance garantie ou, à défaut, les éléments permettant d'assurer l'identification de cette créance; 5. Les éléments d'identification du compte spécial prévu à l'alinéa 2 de

l'article 29 de la loi du 3 janvier 1983 susvisée lorsqu'un tel compte existe [art. L 431-4 du Code monétaire et financier];

6. *La nature et le nombre des instruments financiers inscrits initialement au compte ».*

14 Voir F. Auckenthaler, « Le global netting : l'article L 431-7 du Code monétaire et financier modifié par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques », *JCP Ent. et Aff.*, 2001 I 1669 s., § 27.

L'opinion relative aux « *credit support documents* » rédigée par le cabinet Gide Loyrette Nouel pour les membres de l'ISDA (en date du 6 décembre 2001) va dans le même sens (voir § 1.3.1.3 - l'opinion est disponible sur le site internet de l'ISDA www.isda.org).

15 Excepté dans l'hypothèse où ce bénéficiaire est dépositaire des titres remis en gage, auquel cas, le bénéficiaire aurait une dette de restitution envers le constituant. Cf F. Auckenthaler, préc.

16 Ce raisonnement vaut également pour la remise en pleine propriété.

acteurs des marchés financiers peuvent s'en accommoder.

Ces quelques contraintes, bien que peu gênantes donc, devraient en principe être supprimées lors de la transposition de la Directive « Garantie financière ». Celle-ci a en effet pour objectif de limiter voire de supprimer le formalisme lié à la mise en place et à l'exécution des contrats de garantie financière¹⁷ (qui visent, rappelons-le, à la fois les remises en pleine propriété et les gages de compte d'instruments financiers).

C'est ainsi qu'aux termes du paragraphe 5 de l'article 1 et de l'article 3 de la Directive, aucun acte formel n'est requis pour la constitution. Notons toutefois que cette constitution doit pouvoir « être attestée par écrit ». Il est précisé qu'il suffit, pour cela, de démontrer que les instruments financiers concernés peuvent être identifiés. Concrètement, cette attestation pourrait par exemple prendre la forme de l'attestation de nantissement qu'un teneur de compte est tenu de délivrer au créancier en application du paragraphe I de l'article L 431-4 du Code monétaire et financier¹⁸.

Pour la réalisation, l'article 4 de la Directive donne la possibilité aux États membres d'instaurer tout mode de réalisation (vente, appropriation, compensation ou acquit des obligations couvertes) en levant toute exigence de formalisme comme l'obligation de mise en demeure, l'approbation d'une autorité judiciaire ou autre, ou l'écoulement d'un délai.

Toutefois, un certain formalisme pourra être organisé contractuellement.

Il convient de souligner que la souplesse octroyée par la Directive lors de la réalisation, ne va pas jusqu'à laisser au preneur de la garantie la liberté de valoriser les instruments financiers. Il est en effet précisé que la réalisation et l'évaluation des titres doivent se faire « dans des conditions commerciales normales » (§ 6 de l'art. 4)¹⁹. Cette préoccupation est en conformité avec le droit français qui, comme nous l'avons évoqué plus haut, n'autorise pas un créancier gagiste à « se faire justice » lui-même lorsque le bien objet de la garantie ne peut être valorisé d'une manière objective.

II L'indétermination de la créance garantie

A. Identification de la créance garantie

L'article L 431-4 du Code monétaire et financier ne requiert aucune condition ou caractéristique particulière pour la créance garantie. La constitution d'un gage de

compte d'instruments financiers pour couvrir les obligations nées d'une convention-cadre de produits dérivés ne pose en conséquence, sur le principe, aucune difficulté.

La seule référence à la créance garantie se trouve dans les mentions obligatoires devant figurer dans la déclaration de gage et énumérées dans le Décret. Cette dernière doit contenir notamment « le montant de la créance garantie ou, à défaut, les éléments permettant d'assurer l'identification de cette créance ».

En pratique, qu'entend-on par « créance garantie » lorsque l'on souhaite couvrir les obligations nées d'une convention-cadre de produits dérivés de gré à gré ? Il s'agira du solde de résiliation issu de la résiliation-compensation des opérations couvertes par ladite convention-cadre. Un tel solde ne peut être chiffré au moment de la constitution du gage. Cette impossibilité tient à deux raisons :

En premier lieu, ce solde est calculé sur la base de données financières futures dans la mesure où son calcul n'interviendra qu'à la date de survenance de l'événement provoquant la résiliation²⁰.

En second lieu, ce solde est la résultante de la valorisation de créances qui peuvent être futures voire même éventuelles. « Futures » car ces créances peuvent être issues d'opérations non nécessairement conclues à la date de mise en place du gage. Dans les faits, le gage sera constitué à la date de conclusion de la première opération, les autres opérations ne venant s'ajouter qu'à l'occasion de relations ultérieures. « Éventuelles » car la valorisation de ces créances dépendra de conditions de marché qui peuvent donner lieu à une disparition de tout ou partie des dites créances²¹.

B. Créance en germe

Les spécificités de la créance garantie liées au contexte particulier des instruments financiers à terme posent la question de la validité même d'un mécanisme de gage. Un gage de compte d'instruments financiers peut-il garantir des créances à naître, voire hypothétiques ?

La créance garantie n'existe ici qu'en germe²². Or, il a été établi par une certaine jurisprudence qu'une créance en germe peut être garantie par un gage. C'est ainsi qu'il a été reconnu par exemple, à juste titre selon nous, la validité d'un gage garantissant le solde d'un compte courant ou une ouverture de crédit dès leur mise en place²³. Le solde de résiliation né de la résiliation-compensation d'une convention-cadre de produits dérivés est très proche dans sa mécanique d'un solde de compte courant²⁴. Du fait de cette forte similitude, ces solutions jurisprudentielles devraient donc pouvoir trouver à s'appliquer au solde de résiliation.

17 Voir le 10^e considérant (pour la constitution des garanties) et le 17^e considérant (pour l'exécution des garanties) de la Directive.

18 Il est intéressant à cet égard de relever dans l'avis du Comité économique et social (2002/C 48/01, JOCE du 21 fév. 2002) la référence à la création d'une base de données (point 4 de l'avis). L'inscription de toute prise de garantie financière serait obligatoire. Cette base permettrait à tous créanciers, fournisseurs, actionnaires et autres d'avoir une idée claire de la situation patrimoniale du fournisseur de la garantie. Une telle base irait, selon nous, à l'encontre de l'objectif recherché, à savoir une suppression du formalisme. On imagine la lourdeur administrative qui en résulterait (chaque appel de marge, par exemple, devrait être enregistré sur la base !). L'introduction d'une telle base conduirait probablement les acteurs financiers à s'orienter vers d'autres garanties.

19 Voir également le 17^e considérant.

20 Plus précisément, la date de valorisation des dettes et créances dépendra de l'événement considéré. Pour un exemple : cf art. 6 et 7 de la Convention-cadre FBF relative aux opérations sur instruments financiers à terme, août 2001.

21 En théorie, le créancier gagiste peut même se retrouver débiteur.

22 Sur la notion de créance en germe, voir P. Simler et P. Delebecque, *Dalloz, Droit civil*, Les sûretés - La publicité foncière, 3^e éd., § 510 ou P. Théry, *PUF*, 1998, 2^e éd., Sûreté, et pour une illustration jurisprudentielle, voir Cass. civ. 2^e, 13 mai 1987, Société Générale c/Mme Mousset.

23 Voir CA Douai, 19 avril 1956, *RTD civ.* 1956, p.561.

24 T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers, Economica*, 2001, § 970.

La rubrique « créance garantie » de la déclaration de gage pourra donc être rédigée par exemple de la manière suivante : « le solde de résiliation calculé selon les modalités prévues dans la convention-cadre ». Cette simple formulation assurera une identification suffisante pour satisfaire aux exigences du Décret tout en renvoyant à une créance en germe²⁵.

À ce stade, il nous paraît utile d'évoquer deux techniques couramment employées par les praticiens lors de la constitution et la gestion d'une telle sûreté.

• **Technique du « coussin ».** Comme évoqué plus haut, le gage sera constitué à la date de conclusion de la première opération. Par construction, la valorisation de cette opération à son point de départ peut être nulle. Malgré cette valorisation, les établissements de crédit exigeront de leur contrepartie la constitution immédiate d'un gage à leur profit afin d'anticiper une évolution rapide de la créance garantie défavorable à la contrepartie ainsi que pour éviter des appels de marge trop fréquents. Les établissements de crédit s'assurent, par ce biais, un « coussin » permanent en deçà duquel la garantie ne pourra descendre.

On peut s'interroger sur la validité de ce montant minimum au regard du droit des sûretés dans la mesure où, en l'espèce, il pourrait être considéré que l'accessoire précède le principal.

La motivation du preneur en garantie n'est pas tant de couvrir son risque à la date de conclusion de l'opération mais plutôt là aussi de garantir sa créance future même si elle n'est qu'éventuelle. Les solutions dégagées plus haut à propos de la créance en germe peuvent donc s'appliquer.

• **Technique du « surdimensionnement ».** Outre l'exigence d'un montant minimum sur le compte gagé, les établissements de crédit recourent fréquemment à un « surdimensionnement » de l'assiette du gage.

Là encore, la légitimité juridique d'un tel procédé ne pose guère de difficulté. La doctrine met parfois en avant une notion de « proportionnalité »²⁶ entre le bien donné en gage et la créance garantie, mais, à l'évidence, le droit positif ne consacre qu'exceptionnellement un contrôle du juge pour la constitution de sûretés et ce, uniquement dans des cas prévus par le législateur²⁷. Face à la liberté conventionnelle des parties, si le principe d'utilité du gage peut être retenu, il ne contrarie pas la constitution de sûretés dépassant parfois largement le montant de la créance garantie. Le « surdimensionnement » de l'assiette du gage correspond sans conteste à une utilité économique dans la gestion de la sûreté au sens où il permet d'anticiper une évolution rapide des marchés et d'éviter des appels de marge trop fréquents.

Pour justifier qu'un gage peut couvrir une créance indéterminée après la transposition de la Directive, il ne sera plus nécessaire de recourir aux décisions de jurispru-

dence. En effet, le législateur européen, dans sa définition des « obligations financières couvertes » a visiblement souhaité être le plus large possible. Le texte englobe par exemple les « obligations présentes qu'elles soient assorties d'un terme ou d'une condition ainsi que les obligations futures ». Il précise même que les obligations peuvent découler « d'un accord-cadre ou de dispositions similaires ».

III La fluctuation de la créance garantie

A. Problématique liée à la variation de la créance garantie

Afin de maintenir les droits des deux protagonistes de l'opération, il est de pratique courante dans une convention de gage de compte d'instruments financiers de prévoir un ajustement de l'assiette du gage. Cet ajustement permet de tirer les conséquences de la variation à la hausse ou à la baisse des actifs remis en gage. Il se fait par application des clauses dites d'arrosage et d'écrêtement insérées traditionnellement dans la convention de gage. Nous ne présenterons pas ces clauses, largement commentées par ailleurs²⁸.

En l'espèce, ces clauses seront nécessaires (surtout dans l'hypothèse d'actifs volatils) mais non suffisantes. En effet, l'ajustement de l'assiette du gage doit également prendre en compte l'évolution de la créance garantie. Comme nous l'avons exposé plus haut, le solde²⁹ est amené à évoluer d'une manière substantielle. Si la créance garantie diminue, le compte gagé pourra être diminué proportionnellement par application de la clause d'écrêtement, l'assiette du gage devenant « surdimensionnée ». Mais que se passe-t-il en cas d'augmentation de la créance garantie ? Le recours, ici, à la clause d'arrosage est impossible dans la mesure où celle-ci, par essence, n'a vocation à jouer qu'en cas de baisse de valeur des actifs remis en gage.

B. Régime de l'apport d'actifs supplémentaires

En présence d'un accroissement de la créance garantie, une première position serait de considérer que l'apport d'actifs supplémentaires pour l'élargissement de l'assiette du gage devrait faire l'objet d'une affectation en gage complémentaire³⁰. Formellement, cela implique alors la mise en place d'une nouvelle déclaration de gage. Sur le plan opérationnel, on imagine les difficultés pratiques de cette exigence. Un tel formalisme serait évidemment incompa-

25 Le professeur Didier Martin confirme cette analyse en affirmant que le Décret exige seulement que « la créance garantie soit, au moins et dès l'origine de la sûreté, déterminable ». Voir D. R. Martin, « Gage d'instruments financiers », *Dict. Joly Bourse et produits financiers*, 1997-2, p.17, § 31.

26 Nicolas Molfessis, « Le principe de proportionnalité en matière de garanties », *Banque & Droit*, mai-juin 2000, p. 4 et s., n° 5-9.

27 J. Mestre, E. Putman, M. Billiau, *Traité de Droit Civil - Droit commun des sûretés réelles*, LGDJ, 1996, n° 201 et s., citant les articles 2161 et 2162 du Code civil (réduction judiciaire des inscriptions hypothécaires) et l'article 22 de la loi du 9 juillet 1991 (révision de sûretés judiciaires excessives dans le cadre de procédures civiles d'exécution).

28 Pour une analyse de ces clauses voir par exemple D. R. Martin, « Gage d'instruments financiers », préc., § 43 s. Pour un exemple de rédaction voir Actes pratiques - Sociétés, *Ed. du Juris-Classeur*, avril 1998, p. 22.

29 Précisons que le solde de résiliation, par définition, n'est calculé qu'à la date de résiliation (éventuelle) des opérations. En pratique, les parties conviennent de valoriser ce solde à chaque date d'ajustement de l'assiette du gage (dite date d'appel de marge) de la même manière que s'il s'agissait d'une date de résiliation.

30 D. R. Martin, « Gage d'instruments financiers », préc., p. 25, § 48.

tible avec la simplicité et la rapidité requises par les intervenants de marché.

Une deuxième position serait de voir dans le « surplus » de titres apportés en gage une application concrète du « complément » évoqué à l'article L 431-4 du Code monétaire et financier. Cet article, en effet, établit que l'assiette du gage se compose notamment des « instruments financiers figurant dans le compte gagé, ceux qui leur sont substitués ou les complètent, de quelque manière que ce soit ». La référence à la substitution ne pose pas de difficulté d'interprétation, elle renvoie aux opérations d'échange, de conversion, de regroupement, de division, de remboursement, etc.³¹.

Il n'en est pas de même de la référence au complément. Certains y voient « le complément éventuel à servir au titre d'une clause d'arrosage »³², d'autres considèrent plutôt que cette expression a vocation à regrouper les mécanismes d'accession telle que la souscription d'actions nouvelles par l'exercice d'un droit préférentiel de souscription³³. Les avis divergent, on le voit. Le flou de ce concept a même conduit le professeur Didier Martin à qualifier le texte d'« énigmatique ». Il nous semble en fait qu'à travers la qualification de « complément », le législateur a voulu englober le plus de situations possibles. L'ajout de l'expression « de quelque manière que ce soit » renforce, à notre sens, cette analyse.

De ce fait, rien ne s'oppose à ce que des appels de marge complétant l'assiette du gage en vue de couvrir une hausse de la créance garantie, ne soient englobés sous cette qualification. Ces appels de marges pourraient donc ne pas être soumis à déclaration de gage supplémentaire. Leur gestion serait ainsi strictement identique à celle des appels de marge opérés dans le cadre de remises fiduciaires.

On parvient, du reste, à la même conclusion en s'appuyant sur la nature de la créance garantie.

Bien que la doctrine ait reconnu qu'un gage de compte d'instruments financiers pouvait garantir des créances futures et éventuelles, elle n'en a pas, pour autant, tiré les conséquences. Le sujet est débattu en doctrine. Pour notre part, il nous semble qu'une telle reconnaissance implique nécessairement un ajustement de l'assiette du gage lorsque la créance considérée passe de déterminable à déterminée. Le « surplus » de titres ne serait alors que la résultante de la nature de la créance garantie. Il ne serait plus nécessaire de qualifier ce flux.

31 Pour une analyse précise de ce concept, voir D. R. Martin, « Gage d'instruments financiers », préc., p. 21, § 40; H. Le Nabasque, J.-M. Gaillard, M. Baffreau, « L'assiette du nantissement de compte d'instruments financiers », *RDBB* n° 67, mai-juin 1998, p. 91.

32 D. R. Martin, « Gage d'instruments financiers », préc., p. 22, § 41.

33 H. Le Nabasque, J.-M. Gaillard, M. Baffreau, « L'assiette du nantissement de compte d'instruments financiers », préc., p. 91.

En effet, nous pensons que reconnaître qu'un gage de compte d'instruments financiers peut garantir une créance future et éventuelle et considérer que l'apport de titres permettant de couvrir une hausse de ladite créance est constitutif d'un nouveau gage ne serait pas cohérent³⁴.

En résumé, même si ce point n'est tranché, pour le moment, ni en doctrine, ni en jurisprudence, le « surplus » de titres lié à la hausse de la créance garantie ne nécessite pas, à notre sens, la constitution d'un nouveau gage. Qu'il s'appuie sur un fondement textuel (interprétation du terme « complètent ») ou sur la nature spécifique de la créance, le juriste dispose de deux arguments de droit solides pour étayer cette pratique.

La transposition de la Directive devrait lui permettre de s'appuyer sur un fondement légal clair. En effet, l'article 8 3/a/ du texte communautaire qui traite notamment de la validité des appels de marges se réfère aux remises dont l'objectif est de « tenir compte de variations de la valeur des instruments financiers fournis ou du montant des obligations financières couvertes ». Une remise complémentaire liée à un accroissement de la créance garantie est donc traitée sur le même plan que n'importe quel autre appel de marge. Espérons que le législateur français ne s'en tienne pas au flou actuel et qu'il reprendra l'esprit (voire le texte) de la Directive en instaurant un régime clair et souple pour ces appels de marge.

Le gage de compte d'instruments financiers est donc une technique de garantie dont l'analyse révèle qu'elle est parfaitement adaptée à la couverture d'opérations de dérivés de gré à gré. Sur le plan de l'analyse du risque de contrepartie et de la gestion, cette sûreté présente aujourd'hui les mêmes avantages qu'une garantie sous forme de remise en pleine propriété. Si l'on excepte le traitement fiscal, la différence majeure qui subsiste entre les deux techniques concerne le droit d'utilisation des titres objets de la garantie, le créancier-gagiste n'étant que « rétenteur », faute de transfert de propriété en sa faveur. La Directive devrait mettre fin à cette distinction. Bien que non translatif de propriété, le contrat de gage pourra organiser l'utilisation des titres gagés par le bénéficiaire. Ce nouveau droit accordé au créancier-gagiste ne manquera pas de bouleverser l'ordre juridique interne mais constituera sans nul doute un argument de poids supplémentaire pour le développement de cette sûreté, en particulier pour les établissements financiers preneurs de garantie. ■

34 Il est intéressant de noter, à ce propos, que l'opinion relative aux « *credit support documents* » rédigée par le cabinet Gide, Loyrette Nouel (préc.) n'évoque nullement la nécessité d'un nouveau gage et établit que la fluctuation de la créance garantie ne pose pas de difficultés particulières en droit français (§ 3.1.5).