

CANDIDAT : Arnaud Kwasigan AGBA

Docteur en droit, ATER en droit privé à l'Université Toulouse 1 Capitole.

TITRE : LA COUVERTURE EN DROIT FINANCIER

SOUS-TITRE : *Étude des financements structurés et de la gestion structurée au regard du droit des sûretés et du droit des contrats*

SOUTENANCE : Le 1^{er} décembre 2009 à l'Université Toulouse 1 Capitole.

DIRECTEUR DE THÈSE : Monsieur le Professeur Sébastien NEUVILLE

JURY : Messieurs les Professeurs Bernard BEIGNIER (Président), Michel STORCK (Rapporteur), Thierry GRANIER (Rapporteur), Christian GOLLIER, Jérôme JULIEN, et Sébastien NEUVILLE.

MENTION : Très honorable avec les Félicitations du jury, autorisation de publier en l'état et proposition pour un prix de thèse.

RÉSUMÉ

I. Présentation et intérêt de la thèse

La notion de « couverture » se rencontre dans la plupart des domaines de la vie. Dans tous les cas où elle est invoquée, elle renvoie à la notion de « risque ». Curieusement, lorsqu'elle est utilisée dans le secteur financier, elle est confinée dans une acception trop restrictive. En effet, dans le secteur financier, la couverture renvoie à la notion de sûreté, plutôt qu'à la notion plus large et plus réaliste de garantie.

Une telle acception cache mal la polémique doctrinale classique de la distinction entre les « sûretés » et les « garanties ». Cette thèse s'intéresse, d'une part, aux financements structurés, précisément aux financements d'acquisition et aux financements de projets et, d'autre part, à la gestion structurée. Dans ce second volet de l'étude, sont spécialement visés les fonds à formule et les fonds garantis.

Le choix des financements structurés est motivé par le fait qu'il s'agit d'opérations à forte valeur

ajoutée, marquées par une omniprésence de risques divers, lesquels sont exacerbés par la pluralité et la diversité de la nature des intervenants. Quant au choix de la gestion structurée, il est guidé par le fait que ces opérations drainent également des fonds importants, émanant essentiellement des ménages. Là aussi les risques sont permanents, d'où la nécessité d'étudier la notion de couverture au regard des techniques d'éviction des risques en question.

Cette thèse vise donc à redonner à la notion de « couverture » la plénitude de son sens, c'est-à-dire son sens de garantie plutôt que celui de sûreté. Ensuite, elle analyse les différents types de garanties auxquelles l'intervenant pourrait avoir recours, ceci en termes d'efficacité et d'adéquation par rapport à l'opération financière envisagée.

L'acception restrictive de sûreté. - On ne saurait invoquer la notion de « couverture » sans faire référence à celle de « risque ». Malheureusement, comme le témoigne le texte de l'article 61 du décret du 7 octobre 1890, tel que modifié à plusieurs reprises, la couverture devrait être vue dans un sens restrictif de sûreté.

Bien entendu, d'autres techniques de garanties étaient utilisées dans le but d'endiguer les risques encourus par les intervenants. Mais ces techniques ne sauraient être regroupées sous le vocable de sûreté, à cause du *numerus clausus* que la notion de sûreté sous-tend et qui suppose que l'on y consacre une acception conceptuelle. En effet, certains auteurs prônent une approche conceptuelle, de telle sorte que — selon eux — la sûreté devra rester confinée dans son rôle d'accessoire à un rapport quelconque d'obligation et se caractérisant par sa finalité, son effet et sa technique.

Une telle conception est, malheureusement, aux antipodes des réalités que sous-tend le fonctionnement des marchés financiers.

La nécessité de révision de la notion de « couverture ». - Cette étude a pour dessein de démontrer que, dans le domaine des financements structurés et de la gestion structurée, eu égard aux risques auxquels les intervenants sont soumis, cette notion viserait, non seulement les sûretés réelles, mais aussi les sûretés personnelles, de même que les techniques de garantie relevant de la théorie générale des obligations.

Cette recherche est d'autant plus importante que les marchés financiers sont en proie à des crises financières, et que les opérations s'y rapportant s'effectuent, généralement, à l'échelle internationale. L'acception restrictive de sûreté devrait, par conséquent, laisser place à la conception plus réaliste de garantie.

La conception réaliste de garantie. - L'enfermement de la notion de sûreté dans son sens conceptuel entraîne des incidences, notamment dans le domaine des procédures collectives. Cette thèse propose des réformes, en vue de conférer à la notion de couverture la plénitude de son sens. Elle suggère qu'une synonymie soit établie entre les notions de garantie et de couverture, de sorte

que la notion de sûreté soit utilisée dans un sens fonctionnel. En ce sens, des techniques participant des opérations de garanties, telles que les techniques relevant du régime général des obligations, devraient être prises en compte, au titre de la notion de couverture.

Cette conception fonctionnelle, soutenue par certains auteurs prône la dimension économique du droit des sûretés. En effet, doit donc être considéré comme *sûreté* tout mécanisme de garantie qui par effet induit tend à préserver le créancier contre l'insolvabilité du débiteur. La famille des sûretés devra donc rester ouverte à toutes les formes nouvelles de garanties, quelles qu'elles soient et quelles que soient leurs origines. Enfin, abondant dans le même sens, des auteurs avaient d'ailleurs fait état de l'émergence de ce qu'il convient de désigner par « sûretés nouvelles », en désignant ainsi de nouvelles formes de garanties, parmi lesquelles figurent en bonne et due place les institutions issues du régime général des obligations.

L'analyse de l'efficacité des techniques de garantie utilisées. - Le second volet de cette étude souligne l'inadaptation des techniques traditionnelles de sûretés et les insuffisances des réformes récentes en la matière. De ce fait, les positions de thèses défendues dans ce volet concernent essentiellement l'appel à une réforme ultime des sûretés, cette fois-ci plus globale, une réforme adéquate de l'organisation financière, notamment du système de fonctionnement des agences de notation. Une problématique mondiale devrait appeler une solution universelle. À cet effet, cette étude prône une réforme opérée par les États à l'échelon international.

Par ailleurs, les clauses de compétence devraient être maniées par les intervenants, de manière à en tirer un bon profit en termes de gestion des risques.

Déplorant le fait que la plupart des conventions internationales en la matière sont soit inapplicables, soit non ratifiées, cette thèse vise à appeler les autorités étatiques à adapter leurs législations respectives ou à veiller à ce que les conventions internationales répondent aux attentes des intervenants.

Enfin, cette recherche établit des propositions, respectivement dans les domaines de l'organisation financière, des sûretés, des assurances, de la théorie générale des obligations, et du droit international privé.

Pour mener cette recherche, il a fallu établir un plan révélateur des aspects pratiques de la couverture des risques.

II. Plan de la thèse

Le plan retenu a consisté à partir de la situation actuelle, en envisageant la couverture et le droit des sûretés (**Première Partie**), avant de s'intéresser à la couverture et le droit des contrats (**Seconde Partie**).

Première Partie : La couverture et le droit des sûretés

Se référant à la distinction classique en droit des sûretés, cette thèse invoque la notion de couverture, d'abord par rapport aux sûretés réelles (**Titre I**), et ensuite par rapport aux sûretés personnelles (**Titre II**).

Titre I. La couverture et les sûretés réelles

Telle qu'officiellement appréhendée, la notion de couverture renvoie à celle de sûretés réelles, classiques (**Chapitre 1**) ou contemporaines (**Chapitre 2**).

Chapitre 1. Les sûretés réelles classiques et la structuration

Au terme de cette étude, nous soutenons que, doivent être considérées comme des sûretés classiques les techniques de garanties traditionnelles telles que l'hypothèque, le gage, le nantissement, ...

L'étude de ces techniques dénote un excès de formalisme, lequel est incompatible avec les impératifs de célérité et d'efficacité que sous-tendent les pratiques financières. À cet effet, il convient de mentionner que des réformes ont été opérées. C'est le cas notamment de la réforme du nantissement, opérée avec la loi MAF du 2 juillet 1996, avec l'institution du gage de compte d'instruments financiers. Mais malgré les apports intéressants de cette réforme, le gage de compte d'instruments financiers demeure empreint de formalisme, que ce soit lors de sa constitution ou lors de sa réalisation. C'est aussi le cas de la réforme opérée par l'Ordonnance du 23 mars 2006. En effet, cette Ordonnance a opéré une réforme en profondeur des sûretés réelles. Toutefois, ses apports restent limités. Par exemple, elle a institué une pluralité de gages, aux régimes différents. De plus, elle n'a pas tiré les conséquences des travaux relatifs à l'institution de la fiducie. De surcroît, elle n'a pas eu pour effet d'instituer des régimes dérogatoires aux règles régissant les procédures collectives. Nous souhaitons donc qu'une réforme ultime et audacieuse soit réalisée. En effet, cette réforme devra être préparée par une Commission unique (contrairement à ce qui avait prévalu en 2006, avec

la mise en place de deux Commissions : la Commission Grimaldi chargée principalement de la réforme des sûretés réelles, et la Commission Marini chargée de travailler sur la fiducie). Elle devrait être globale et concerner donc toutes les sûretés, réelles et personnelles, ainsi que plus généralement toutes les techniques de garantie.

Nous prôtons, par ailleurs, la synonymie entre les notions de « couverture », de « garantie », et de « sûreté ». C'est dans cette optique que les sûretés réelles contemporaines devraient être considérées comme des techniques de couverture.

Chapitre 2. Les sûretés réelles contemporaines et la structuration

Nous dénommons par le vocable de « sûretés réelles contemporaines », les techniques de garantie récentes, telles que l'hypothèque rechargeable, le collatéral, et la fiducie. Ces techniques ont pour point commun l'utilisation de la pleine propriété des biens à titre de garantie. Le mécanisme est novateur, même si on pourrait relever que la propriété dont il est question est une propriété au rabais et non la propriété au sens de l'article 544 du Code civil.

Les limites ultimes de la pertinence de cette pratique se situent dans le fait que la réussite de cette pratique sera toujours fonction de la valeur de l'assiette de la garantie, de sa liquidité. Les notations conférées par les agences de notation auraient pu constituer une solution. Mais, il n'en est pas ainsi. On a assisté à l'existence de notations de complaisance. De plus, les agences de notation interviennent le plus souvent, dans les mêmes opérations, en amont en tant que conseil, et en aval en tant que juge du résultat du montage, ce qui met en cause la crédibilité des notations, notamment en matière de titrisation.

Sur ces points, nos positions de thèses concernent l'invitation à la réforme du fonctionnement des agences de notation, à l'échelle internationale, avec la mise en place d'une autorité supranationale ; l'éviction des conflits d'intérêt, avec le cloisonnement des activités des agences de notation ; la limitation du nombre de cession de titres dans les opérations de titrisation afin d'y instituer une bonne traçabilité ; la responsabilisation des cédants.

Par ailleurs, le formalisme inhérent aux sûretés contemporaines demeure d'actualité.

La notion de « couverture » n'est pas étrangère au domaine des sûretés personnelles. On y retrouve, par exemple, la notion d'« obligation de couverture » que l'on oppose à celle d'« obligation de règlement », ce qui confirme l'idée selon laquelle la notion de couverture reste ouverte.

Titre II. La couverture et les sûretés personnelles

Dans cette partie, les travaux de recherches s'intéressent à la couverture des risques dans la pratique des financements structurés (Chapitre 1) et à la la couverture des risques dans la pratique de la gestion structurée (Chapitre 2).

Chapitre 1. La couverture des risques dans la pratique des financements structurés

Les sûretés personnelles utilisées dans les financements structurés (financements d'acquisition et financements des projets) sont essentiellement le cautionnement, la garantie autonome, et la lettre d'intention. Là également, on note l'excès de formalisme que sous-tend leurs pratiques et leurs faiblesses face aux règles des procédures collectives. Il convient de regretter le fait que la réforme opérée par l'Ordonnance du 23 mars 2006 se soit juste bornée à élever la garantie autonome et la lettre d'intention au rang de sûreté personnelle légale sans y affecter des régimes exhaustifs et adéquats. C'est dans cette perspective que nous souhaitons que le législateur s'oriente vers une seconde réforme, cette fois-ci plus globale.

Le problème des agences de notation resurgit également, notamment avec la notation des garants, ce qui nous conforte dans nos vœux de réforme de leur fonctionnement.

Par ailleurs, se pose la question de la qualification des techniques d'assurances et de contrats dérivés (produits dérivés classiques et dérivés de crédit) au regard des sûretés personnelles. Nos positions de thèse soulignent des rapprochements certains entre quelques techniques d'assurances, d'une part, et quelques dérivés de crédit, d'autre part, par rapport aux sûretés personnelles.

Pour le reste, nous déplorons les dérives auxquelles donnent lieu le recours aux contrats dérivés et nous proposons une implication active de la doctrine en la matière, ainsi que la révision des documentations contractuelles. Ce dernier point viserait à limiter le recours aux contrats dérivés à des fins purement spéculatives.

Chapitre 2. La couverture des risques dans la pratique de la gestion structurée

Les problèmes rencontrés avec les sûretés personnelles dans la gestion structurée sont analogues à ceux qui sont visibles en matière de financements structurés. Les rapprochements des régimes de la gestion des fonds et des actifs titrisés méritent d'être soulignés.

Le problème de la notation des titres intervient également. Celui des contrats dérivés n'est pas non plus en reste.

Toutefois, la notion de couverture ne saurait être confinée dans l'acception trop restrictive et irréaliste de « sûreté ». La réalité des pratiques de marchés commande que cette notion soit étendue

aux techniques découlant du droit des contrats.

Seconde Partie. La couverture et le droit des contrats

Doivent être considérées comme des techniques de couverture, non seulement les techniques d'élaboration des contrats (**Titre 1**), mais aussi les clauses de compétence (**Titre 2**).

Titre 1. La couverture et l'élaboration des contrats

Nous nous sommes intéressé à l'élaboration des conventions dans les financements structurés (**Chapitre 1**) et à l'élaboration des conventions dans la gestion structurée (**Chapitre 2**).

Chapitre 1. La couverture et l'élaboration des conventions dans les financements structurés

Il existe de nombreuses conventions utilisables dans les financements structurés, lesquelles sont régies par des régimes juridiques différents. Bien entendu, les conventions en question ne confèrent pas les mêmes garanties, selon qu'elles sont régies, par exemple, par le droit français ou par un droit d'influence anglo-saxonne.

Par ailleurs, un accent particulier devrait être mis sur les définitions. Et en tant que techniques de couverture et donc de gestion des risques, le maniement des clauses devrait être de rigueur, de la phase de négociation jusqu'à la phase d'exécution des contrats.

Les clauses n'ont pas les mêmes portées, selon le type d'opération. Il convient donc de veiller tout particulièrement à l'élaboration des clauses essentielles.

Pour finir, la qualification juridique de certains mécanismes de garantie, telles que la garantie de substitution, la garantie du passif et le crédit-vendeur, par rapport aux sûretés personnelles « officielles » témoignent du fait que la notion de couverture reste ouverte.

Chapitre 2. La couverture et l'élaboration des conventions dans la gestion structurée

Dans le domaine de la gestion structurée, les conventions émanent généralement des organismes professionnels (ISDA, FBF, ...). Les régimes de ces conventions sont tributaires de la législation du lieu d'implantation de l'organisme qui en est l'auteur, de sorte que, le plus souvent, le choix d'une convention pourrait renvoyer à celui d'une loi applicable. Or, les législations des États ne fournissent pas le même degré de protection, selon la qualité de l'intervenant. Ces aspects peuvent être parés par le choix et la rédaction de clauses contractuelles.

Titre 2. La couverture et les clauses de compétence

Eu égard à la définition que nous retenons de la notion de couverture, il est évident que la couverture pourrait être opérée par le recours aux clauses de compétence juridictionnelle (**Chapitre 1**) et aussi par le recours à l'arbitrage (**Chapitre 2**).

Chapitre 1. La couverture par les clauses de compétence juridictionnelle

Les financements structurés et la gestion structurée s'opèrent généralement dans un contexte international. Cela met donc en présence des lois et des juridictions différents, qui plus est présentant des garanties variables en termes de couverture contre les risques. À cet effet, le bon maniement des clauses contractuelles s'y rapportant serait recommandable.

Au terme de nos recherches, nous relevons que, dans les transactions effectuées dans les limites des frontières européennes, le droit communautaire fournit un arsenal efficace. En revanche, lorsque les transactions sont opérées dans un contexte strictement international on assiste à un vide juridique. Certes, des conventions internationales existent, mais elles sont inapplicables pour la plupart d'entre elles. En effet, soit elles ne sont pas encore entrées en vigueur ou ne sont pas ratifiées, soit elles sont entrées en vigueur tout en excluant expressément leur application au domaine des titres.

À cet effet, nos positions conduisent à interpeller les autorités étatiques à adapter leurs législations respectives ou à veiller à ce que les conventions internationales répondent aux attentes des intervenants.

Enfin, pour ce qui concerne essentiellement les rapports entretenus avec les pays en voie de développement et les pays émergents, le recours à l'arbitrage s'avère recommandable.

Chapitre 2. La couverture par le recours à l'arbitrage

Le recours à l'arbitrage devra être vu comme un véritable rempart contre les décisions rendues par les juridictions de certains États. Il convient de voir dans l'arbitrage un moyen pour les intervenants de déroger à l'arbitraire de certains États dont la crédibilité des juridictions est sujette à caution. Cette vision est d'autant plus pertinente que les financements structurés mettent en présence les États émergents et également les pays sous-développés. Or, le plus souvent, la crédibilité des juridictions de ces États pourrait ne pas être garantie, soit parce que leurs autorités judiciaires ne sont pas indépendantes par rapport à leurs pouvoirs exécutifs, soit parce que ces juridictions sont

gangrenées par la corruption. Il convient donc de saluer la consécration jurisprudentielle du droit des États à compromettre.

Toutefois, l'arbitrage n'est pas un mécanisme parfait. Ses retombées dépendent de la loi sous l'égide de laquelle il a été institué. En effet, les lois française et suisse, par exemple, consacrent l'extension de la clause compromissoire à des personnes non signataires, ce qui n'est pas le cas des lois anglaise et allemande. Sur ce point, nous exhortons les juridictions françaises à opérer un revirement jurisprudentielle. Un tel revirement jurisprudentiel améliorerait l'image de la Place de Paris dans un environnement fortement concurrentiel entre les principales Places financières de la planète.