

La question du collatéral dans les prêts de titres

Les prêts sur titres sont généralement assortis d'une garantie sur actifs. Pour être efficace, le collatéral doit être transféré en pleine propriété. Les droits nationaux, notamment français, ont su s'adapter à cette contrainte. Mais des difficultés juridiques nombreuses demeurent dans le domaine international.

Solange Fougère
Avocat à la cour
Clifford Chance

■ Le marché des prêts de titres est caractérisé depuis l'origine par un recours quasi systématique à la «collatéralisation» des opérations, c'est-à-dire la constitution de garanties sur actifs au profit du prêteur.

Le prêt de titres doit nécessairement transférer la propriété des titres prêtés à l'emprunteur, qui en a besoin pour couvrir une position courte et doit donc être lui-même en mesure de les vendre ou de les reprêter sans aucune restriction. Privé de tout droit réel sur les titres, le prêteur, qui ne dispose que d'une créance contractuelle en restitution contre l'emprunteur, encourt un risque de perte totale si l'emprunteur n'exécute pas son obligation de restitution ou tombe en faillite avant l'échéance du prêt. Dans le cadre d'une opération de pension livrée, l'acheteur de titres (économiquement prêteur de liquidités) peut toujours, d'une manière ou d'une autre, exercer un droit de rétention ou une compensation sur les titres en cas de non restitution des liquidités. Par contre, dans un prêt de titres non garanti, dit prêt «sec», le prêteur de titres se trouve démuné de toute protection de ce type, à moins qu'il n'ait par ailleurs une dette à l'égard de l'emprunteur susceptible de se compenser avec sa créance relative au prêt.

Un tel risque de crédit est inacceptable pour la plupart des prêteurs qui cherchent simplement à optimiser la gestion de leur portefeuille titres et à en diminuer les coûts de conservation

grâce à la rémunération versée par les emprunteurs. Le prêteur exige donc que l'emprunteur lui fournisse des garanties représentant au moins 100 % de la valeur des titres prêtés ; le taux de couverture peut être porté jusqu'à 102, voire 105 % dans certaines opérations, le surplus étant destiné à protéger le prêteur contre une brusque baisse de la valeur de la garantie par rapport à celle des titres prêtés, étant entendu que ces valeurs respectives sont recalculées périodiquement par référence au marché (*mark-to-market*), les variations constatées donnant lieu à des remises complémentaires ou à des restitutions de collatéral afin que le pourcentage convenu initialement soit en permanence respecté.

Des problèmes juridiques dans les opérations internationales

Les garanties prennent en général la forme de lettres de crédit, d'espèces ou de titres (valeurs du trésor le plus souvent). Les lettres de crédit, sûretés de nature personnelle fournies par des établissements bancaires, ne soulèvent pas de problème spécifique dans le cadre des prêts de titres. Les difficultés juridiques se concentrent essentiellement sur la remise en garantie d'actifs.

Comme on le verra plus loin, la formule classique du nantissement d'actifs ne permet pas de répondre aux objectifs des parties, qu'il s'agisse de la gestion

opérationnelle du collatéral ou de la réalisation de la garantie en cas de faillite de l'emprunteur. Pour être réellement efficace, le collatéral doit être transféré en pleine propriété. Tant le droit français que le droit anglais ont su s'adapter à cette contrainte et favoriser ainsi le développement des marchés de prêts de titres nationaux et internationaux sur la base de contrats cadres de place répondant aux attentes des opérateurs. Les difficultés juridiques demeurent pourtant encore nombreuses dans le domaine international. Lorsque l'opération met en présence plusieurs législations différentes, le risque est en effet que le système de collatéralisation prévu par le contrat de prêt ne soit pas entièrement compatible avec le droit applicable à l'actif remis en garantie, ou soit privé d'effet en cas de procédure collective frappant l'une des parties.

Le nécessaire transfert en pleine propriété du collatéral

Outre la couverture de son risque de crédit sur l'emprunteur, le prêteur de titres qui exige la constitution d'une garantie souhaite :

- en cas de défaillance de l'emprunteur, y compris pour cause de faillite, pouvoir disposer du collatéral comme il l'entend et l'affecter, soit par appropriation directe, soit à l'issue d'une vente, au dédommagement du préjudice que lui cause la non-restitution des titres ;
- plus accessoirement, pouvoir utiliser

❶ Le collatéral dans le contrat OSLA

Le contrat OSLA a été rédigé sous l'égide de l'International Stock Lending Association (ISLA) de Londres afin de permettre des opérations de prêts/emprunts de titres non-anglais (*overseas securities*) entre deux parties anglaises, ou une partie anglaise et une partie étrangère, dans le respect des conditions posées par les autorités fiscales anglaises. Le contrat OSLA peut néanmoins être utilisé entre deux parties non anglaises, les dispositions directement liées à la réglementation fiscale anglaise, et donc inutiles entre deux étrangers, pouvant être écartées par avenant.

Il s'agit du contrat cadre le plus utilisé pour les opérations internationales. La dernière version du contrat OSLA date de décembre 1995. S'y ajoute un «*1996 UK Tax Addendum*» reflétant quelques modifications dans la législation fiscale anglaise. Les prêts effectués dans le cadre du contrat OSLA ne peuvent concerner que des *overseas securities* au sens du paragraphe 1(1) de l'Annexe 23A de l'Income and Corporation Tax Act 1988, c'est-à-dire essentiellement des titres dont l'émetteur n'est pas résident au Royaume-Uni. Si les parties souhaitent conclure des prêts de titres anglais, le contrat OSLA n'est pas utilisable.

Quant aux types de collatéral pouvant être fournis par l'emprunteur, ils sont définis en annexe au contrat OSLA et comprennent notamment :

- les titres représentatifs de la dette publique du Royaume-Uni, ou d'émissions en livres sterling d'un autre gouvernement, dans les deux cas, négociés au Central Gilts Office (CGO),
- les obligations et actions au porteur ou au nominatif, les lettres de crédit ou certificats de dépôts (que l'émetteur soit ou non britannique),
- les espèces (en toutes devises, sauf accord contraire des parties). L'annexe prévoit également des méthodes

d'évaluation des différents types de collatéral. Tant les prêts eux-mêmes que la prise de garantie sur les actifs constituant le collatéral font appel à la technique du transfert en pleine propriété : l'emprunteur devient pleinement propriétaire des titres que lui transfère le prêteur et celui-ci devient pleinement propriétaire du collatéral. Ce transfert de propriété est définitif en ce sens qu'à l'échéance, l'emprunteur doit non pas restituer les titres prêtés mais transférer des titres équivalents à ceux-ci (*equivalent securities*), c'est-à-dire des titres ayant à tous égards les mêmes

le collatéral pour ses propres besoins pendant la durée du prêt, non seulement en ce qui concerne les espèces mais également les titres que le prêteur peut vouloir prêter, vendre ou remettre à son tour en garantie (*rehypothecation*, selon l'expression américaine).

Quant à l'emprunteur, si l'accord lui laisse le choix des actifs composant la garantie, il peut souhaiter, en cours de prêt, récupérer les titres remis initialement pour les remplacer par des espèces, ou par d'autres titres éligibles.

En tout état de cause, l'ajustement périodique *mark-to-market* de la valeur du collatéral par rapport à celle des titres prêtés, dont la fréquence peut être quotidienne, exige la plus grande souplesse. Les remises complémentaires au profit du prêteur, tout comme les restitutions en faveur de l'emprunteur, doivent pouvoir être réalisées sans autre formalité qu'un simple transfert de compte à compte.

Le droit commun français des sûretés est inadapté

En France, le droit commun des sûretés s'est avéré en partie inapte à répondre aux exigences des praticiens, du moins concernant l'utilisation de valeurs mobilières à titre de garantie.

Le droit français dispose d'une technique simple et efficace pour transférer des espèces en garantie. Le gage-espèces est en effet constitué par simple remise d'une somme d'argent au créancier gagiste qui en devient immédiatement propriétaire – du fait de la nature consommable et fongible des espèces monétaires – à charge pour lui de restituer cette somme au débiteur si celui-ci s'acquitte correctement de ses obligations. Tous les ajustements qui peuvent s'avérer nécessaires au cours d'un prêt de titres sont réalisés de la même manière. Enfin et surtout, même en cas de faillite du débiteur, le prêteur peut compenser, sans procédure ni formalité, la créance de restitution des titres qu'il a sur l'emprunteur et la créance de restitution des espèces que l'emprunteur détient à son encontre (la créance du prêteur doit cependant être déclarée à la faillite de l'emprunteur). Cette technique issue de la pratique bancaire est restée longtemps empreinte d'un certain flou conceptuel ; son efficacité est aujourd'hui reconnue sans ambiguïté par la Cour de cassation (1).

Le régime de droit commun est par contre nettement moins favorable en matière de sûretés sur titres. Jusqu'à la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, il était tout bonnement inenvisageable d'utiliser un nantissement de valeurs mobi-

lières de droit français pour garantir des opérations de prêt de titres, ne serait-ce que parce que les formalités de constitution et de mainlevée du gage auraient dû être répétées lors de chaque ajustement du portefeuille gagé.

L'amélioration apportée par la réforme du nantissement de valeurs mobilières

La réforme du nantissement de valeurs mobilières opérée par la loi du 2 juillet 1996 suscite un regain d'intérêt pour ce type de sûreté. Dans sa nouvelle rédaction, l'article 29 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 (complété par le décret d'application n° 97-509 du 21 mai 1997) permet de nantir, non plus une série de valeurs mobilières individualisées, mais un compte d'instruments financiers en son entier, y compris les espèces y afférentes. L'assiette du gage évolue donc au gré des mouvements du compte, ce qui permettrait tous les ajustements requis par les opérations de prêt de titres. Ajoutons que la loi autorise désormais le débiteur à disposer des actifs figurant dans le compte gagé, selon des modalités convenues avec le créancier et, innovation encore plus remarquable, permet au créancier de réaliser son gage par attribution directe ou vente lorsqu'il

caractéristiques que les titres prêtés. De même, le prêteur doit restituer des titres et espèces équivalant à ceux remis en garantie par l'emprunteur. Le contrat OSLA précise d'ailleurs que nonobstant les termes «*loan*», «*Borrower*», «*Lender*» et «*Collateral*», utilisés dans le contrat afin de refléter les pratiques du marché, les opérations en cause entraînent, au regard du droit anglais, un transfert réciproque des actifs en pleine propriété avec obligations réciproques des parties de transférer à l'échéance de l'opération des actifs équivalant à ceux reçus initialement. Chaque partie

est libre de disposer comme elle l'entend des actifs qu'elle reçoit et peut ainsi les revendre, les retransférer au titre d'un autre prêt ou les donner en garantie. Il ne s'agit pas d'une détention temporaire et précaire ou, en ce qui concerne le collatéral, de la création d'une sûreté (*charge*), mais bien d'un véritable transfert de propriété. Il est en effet primordial d'éviter que le collatéral ne soit qualifié de sûreté en droit anglais car, si la garantie prenait la forme d'une *floating charge*, celle-ci devrait impérativement être enregistrée au registre des sociétés dans les 21 jours de sa création sous peine de

nullité ; quant à la *fixed charge*, elle ne permettrait pas une gestion suffisamment souple du collatéral (substitution).

En tout état de cause, l'octroi d'une sûreté risque, dans certains cas, de se révéler incompatible avec les engagements de sûreté négative (*negative pledge*) qu'à pu consentir l'emprunteur à ses autres créanciers. C'est pourquoi le contrat OSLA n'utilise pas la technique de l'*assignment by way of security* car un transfert à titre de garantie laisse subsister un droit sur l'actif lui-même au profit du constituant (*equity of redemption*), alors qu'un simple droit contractuel de

recevoir, non pas l'actif remis à l'origine, mais un bien strictement équivalent tant en quantité qu'en nature, n'est pas constitutif d'une sûreté.

Le prêt de titres ne fait pas l'objet d'une réglementation spécifique en droit anglais (sauf du point de vue fiscal). Les banques de la place de Londres se sont donc adressées à un *leading counsel* (jouissant d'une autorité comparable à celle des professeurs de droit en France) qui leur a confirmé l'efficacité juridique de ce mode de transfert. Cette position a également été renforcée par l'approbation du Contrat OSLA par l'*Inland Revenue*.

porte sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé. Le créancier est donc dispensé, dans ce cas, des formalités de réalisation – attribution judiciaire ou vente publique – normalement applicables au nantissement de biens mobiliers.

Cette nouvelle forme de nantissement laisse néanmoins subsister deux inconvénients majeurs tenant à la nature même du droit accordé au créancier :

- le débiteur-constituant reste titulaire du compte et propriétaire des biens gagés jusqu'à réalisation par le créancier ; celui-ci n'est donc pas autorisé à disposer des actifs pendant la durée du gage ;
- mais c'est surtout en cas de faillite du débiteur que les faiblesses du mécanisme se font sentir : le créancier doit se plier à l'ensemble des règles de la procédure collective et ne peut faire valoir ses droits sur l'actif qu'une fois la liquidation entamée ou en cas de vente décidée par l'administrateur judiciaire ; à moins d'obtenir l'attribution judiciaire du gage, il entrera alors en concours avec les créanciers privilégiés (superprivilèges des salaires et créances nées de la poursuite de l'exploitation).

L'apurement immédiat et définitif de la dette de l'emprunteur en faillite à hauteur des actifs détenus par le prêteur est le principal objectif de tout système

de collatéralisation. Devant les insuffisances du nantissement à cet égard, les praticiens ont souhaité que le prêt de titres puisse être assorti d'un véritable droit de propriété sur le collatéral. C'est d'ailleurs le cas pour les prêts de titres de droit anglais conclus en application du contrat cadre de place dit *Overseas Securities Lending Agreement (OSLA)* dans lequel chaque prêt de titres est garanti par un transfert de collatéral simultané en sens inverse ; la garantie du prêteur réside ainsi dans le droit de compensation qui découle de sa dette de restitution du collatéral envers l'emprunteur ❶.

Le collatéral dans la loi de 1987 sur les prêts de titres

Si, à l'instar des liquidités affectées en gage-espèces, le collatéral composé de titres peut être transféré au prêteur en pleine propriété, celui-ci n'aura plus à souffrir des conséquences d'une faillite de l'emprunteur puisque le collatéral, intégré au patrimoine du prêteur, se trouvera mis définitivement à l'abri des autres créanciers de l'emprunteur. C'est sous cet angle que le droit de propriété a pu être qualifié de «*reine des sûretés*» ❷). La cession en pleine propriété à titre de garantie, encore appelée aliénation fiduciaire (car le créancier a l'obligation de

retransférer la propriété du bien affecté en garantie si le débiteur s'exécute normalement), est donc une forme de sûreté particulièrement recherchée.

La difficulté provient de ce que, contrairement à d'autres systèmes juridiques, le droit commun français ignore la cession fiduciaire en tant que telle, sauf dérogation spécifique résultant d'une loi (une des plus notables est la cession à titre de garantie par bordereau Dailly). En l'absence de texte, la cession fiduciaire risque d'être requalifiée en nantissement par un juge français (3). Or, par hypothèse, le transfert fiduciaire aura été réalisé sans respecter les formalités applicables au nantissement de l'actif concerné (déclaration de gage signée par le constituant et virement des titres sur un compte spécial ouvert à son nom pour un nantissement de compte d'instruments financiers). Dans un tel scénario, le créancier n'aurait plus ni droit de propriété ni droit de gage.

Une intervention législative a donc été jugée nécessaire pour permettre la collatéralisation des prêts de titres de droit français par la technique de la cession à titre de garantie. Ces dispositions spécifiques font en effet partie de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 qui définit les conditions et le régime des prêts de titres en France ❸).

② Les principales dispositions juridiques de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987

(modifiée par les lois n° 88-1201 du 23 décembre 1988, 91-716 du 26 juillet 1991 et 96-597 du 2 juillet 1996)

Article 31

Les dispositions du présent chapitre sont applicables au régime fiscal des prêts de titres et au régime juridique et fiscal des prêts de titres relevant de l'article 33

(ancienne version, abrogée par la loi n° 88 1201 du 23 décembre 1988) qui remplissent les uns et les autres les conditions suivantes :

- Le prêt porte sur des valeurs mobilières inscrites à la cote officielle d'un marché français ou étranger, à celle du second marché ou qui, inscrites au hors-cote, répondent aux conditions du décret mentionné au 1° de l'article 163 octies du Code général des impôts ou sur des titres de créances négociables sur un marché réglementé et non susceptibles d'être cotés.
- Le prêt porte sur des titres qui ne sont pas susceptibles

de faire l'objet, pendant la durée du prêt, du détachement d'un droit à dividende ou du paiement d'un intérêt soumis à la retenue à la source prévue au 1. de l'article 119 bis ou à l'article 1678 bis du Code général des impôts ou ouvrant droit à un crédit d'impôt prévu au b du 1 de l'article 220 du même code, d'un amortissement, d'un tirage au sort pouvant conduire au remboursement ou d'un échange ou d'une conversion prévu par le contrat d'émission.

- Le prêt est soumis aux dispositions des articles 1892 à 1904 inclus du Code civil. Le prêt de titres peut être garanti par la remise d'espèces ou de titres en pleine propriété. Nonobstant toute disposition contraire, les parties peuvent convenir qu'en cas de défaillance de l'une d'elles,

l'autre partie sera définitivement propriétaire des espèces ou des titres remis.

- Le prêt est effectué par l'intermédiaire d'organismes agréés à cet effet par le ministre chargé de l'économie et des finances.
- Les titres sont empruntés par une personne morale soumise de plein droit à un régime réel d'imposition, par un organisme de placement collectif en valeurs mobilières, ou par une personne, société ou institution non résidente ayant un statut comparable.
- (Abrogé par la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988).
- Le prêt ne peut excéder un an.

Les parties peuvent convenir de remises complémentaires, en pleine propriété, d'espèces ou de titres, pour tenir compte de l'évolution de la valeur des titres prêtés.

Article 33

Les dettes et créances afférentes aux opérations de prêts de titres, régies par une convention cadre de place et organisant les relations entre deux parties, sont compensables selon les modalités prévues par ladite convention cadre. Cette convention cadre, lorsque l'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par les lois n° 84-148 du 1^{er} mars 1984 et n° 85-98 du 25 janvier 1985 précitées et par le titre III du livre III du Code de la consommation, peut prévoir la résiliation de plein droit de l'ensemble des opérations de prêt de titres mentionnées à l'article 31 de la présente loi. Les dispositions du présent article sont applicables nonobstant toute disposition des lois et code susvisés.

Dans un premier temps, le législateur s'est borné à prévoir la possibilité de garantir les prêts par des remises d'espèces ou de titres et à autoriser les parties à prévoir que «*en cas de défaillance de l'une d'elles, l'autre partie sera définitivement propriétaire des espèces ou des titres remis*» (loi n° 91-716 du 26 juillet 1991). Cette formulation n'était pas sans ambiguïté, car elle pouvait laisser supposer que le transfert de propriété du collatéral était retardé jusqu'à la défaillance de l'emprunteur. Quels étaient donc les droits du prêteur et à quel titre pouvait-il détenir le collatéral avant cette date ? Cette incertitude a aujourd'hui disparu, la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 ayant précisé que les remises d'espèces ou de titres sont effectuées en pleine propriété dès

l'origine. La loi du 2 juillet 1996 complète le régime du collatéral en autorisant expressément les remises complémentaires en cours de prêt et donc l'ajustement périodique du collatéral en fonction de la valorisation *mark-to-market* des opérations.

La validation des mécanismes de *close-out-netting*

On doit également mentionner, bien que cette innovation dépasse le cadre des dispositions sur le collatéral stricto sensu, la validation des mécanismes de *close-out netting* prévus par les conventions cadres de prêt de titres. La loi du 2 juillet 1996 donne aux parties à une convention cadre de place le droit de résilier et de compenser leurs opéra-

tions de prêts de titres nonobstant toute disposition contraire de la loi sur la faillite. Le prêt de titres bénéficie donc désormais du même régime dérogatoire que les pensions livrées (4) et les opérations sur instruments financiers (5). En cas de défaillance de l'une des parties, la compensation portera sur l'ensemble des créances réciproques des parties relatives à la restitution tant des titres prêtés que du collatéral, réduisant ainsi le risque de crédit au seul solde global net.

Les dispositions de la loi du 2 juillet 1996 ont été reflétées dans le nouveau contrat cadre de prêt de titres français publié par l'AFTI en février 1997 (6). Le contrat cadre prévoit que les prêts garantis (il est possible de conclure des prêts secs) donnent lieu au transfert en pleine propriété, par l'emprunteur au prêteur, d'espèces ou de titres visant à couvrir le risque de défaillance de l'emprunteur. Des remises complémentaires ou des restitutions de garantie sont effectuées périodiquement en cours de prêt pour tenir compte de l'évolution de la valeur des titres prêtés. Le collatéral

«La loi du 2 juillet 1996 donne aux parties à une convention cadre de place le droit de résilier et de compenser leurs opérations de prêts de titres nonobstant toute disposition contraire de la loi sur la faillite.»

est fourni et ajusté pour chaque prêt de manière individuelle ou, au choix des parties, sur une base globale nette pour l'ensemble des prêts.

Le prêteur dispose librement du collatéral pendant la durée du prêt (puisqu'il en est propriétaire), à charge pour lui de restituer des actifs de même nature et de même quantité à l'échéance prévue par le contrat. L'emprunteur peut, dans certaines conditions, procéder à des substitutions de collatéral. Les garanties en espèces sont rémunérées par le prêteur sous forme d'une indemnité d'immobilisation (il ne peut s'agir d'un intérêt sur dépôt car l'emprunteur n'est plus propriétaire des sommes).

En cas de défaillance d'une des deux parties, l'ensemble des opérations en cours est résilié et les dettes et créances y afférentes, y compris au titre du collatéral, sont compensées en un solde net.

Les difficultés liées aux opérations *cross border*

Si l'on peut estimer résolue la question du collatéral dans les opérations strictement internes, c'est-à-dire lorsque tout à la fois les parties, le contrat et les actifs remis en garantie sont soumis au droit français, il n'en va pas nécessairement de même dans les opérations internationales. Dès lors que la configuration contractuelle fait intervenir un droit étranger, les solutions exposées ci-dessus risquent d'être remises en cause car la collatéralisation des prêts de titres touche deux domaines dans lesquels les particularismes juridiques nationaux et l'ordre public sont particulièrement marqués : le droit des biens et la faillite.

Ces difficultés, encore accrues par le fait que la loi de 1987 est rédigée en termes extrêmement restrictifs quant à son champ d'application, peuvent être illustrées en étudiant l'application du contrat cadre OSLA de droit anglais entre un prêteur étranger et un emprunteur français et pour lequel les actifs affectés en garantie sont situés en France (7). Le transfert du collatéral à la partie étrangère est remis en cause devant un juge français par la partie française ou, plus vraisemblablement, par un créancier ou l'administrateur judiciaire de celle-ci.

Le transfert est par hypothèse parfaitement valable en droit anglais mais il s'agit ici de juger de l'opposabilité d'un droit réel – le droit de propriété dont se

«Si l'on peut estimer résolue la question du collatéral dans les opérations strictement internes, c'est-à-dire lorsque tout à la fois les parties, le contrat et les actifs remis en garantie sont soumis au droit français, il n'en va pas nécessairement de même dans les opérations internationales.»

prévaut le prêteur étranger – sur un actif situé en France : valeurs mobilières inscrites en compte au nom du prêteur auprès d'un intermédiaire agréé français (8), sommes en francs français déposées sur un compte du prêteur en France. Les règles de conflit de loi appliquées par les tribunaux français en la matière prescrivent de soumettre la question du droit de propriété à la loi de situation du bien (*lex rei sitae*) (9).

Le juge doit ensuite analyser l'opération de transfert réalisée en droit anglais afin de savoir à quel type d'acte juridique la rattacher en droit français, puisque c'est le droit français qui déterminera l'opposabilité des droits du prêteur sur le collatéral (la démarche n'est pas différente à ce stade lorsqu'il s'agit de qualifier ou «requalifier» un acte soumis au droit national mais dont la nature n'est pas claire, ou auquel les parties ont donné une appellation erronée).

Le contexte international est particulièrement instable avec une garantie sous forme de titres

A notre sens, un transfert de collatéral soumis au contrat OSLA s'analyse probablement en droit français comme une cession fiduciaire, même si techniquement il n'y a pas affectation à titre de garantie en droit anglais (10). Il s'agit en effet d'une cession sans prix et, bien que l'emprunteur perde tout droit réel sur les actifs transférés, il dispose néanmoins d'une créance en restitution contre le prêteur : seule la garantie des obligations de l'emprunteur permet d'expliquer l'opération.

Si l'objet du litige est un transfert d'espèces, celui-ci sera très probablement analysé comme un gage-espèces dont l'opposabilité ne soulève aucune difficulté en France. La situation est plus délicate s'il s'agit de titres.

Le contrat de prêt est soumis au droit anglais ; il n'est donc pas possible d'invoquer les dispositions de la loi du

17 juin 1987 qui autorisent le transfert fiduciaire du collatéral garantissant les prêts de titres. La loi ne s'applique en effet qu'aux opérations régies par les articles 1892 à 1904 du Code civil (article 31c), (encadré). Il n'est pas non plus possible à notre avis de s'appuyer sur l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 relatif à la collatéralisation des opérations sur instruments financiers (à supposer ses conditions remplies) car, dans la législation française, le prêt de titres est conçu à part des autres opérations à terme et fait l'objet de textes spécifiques, tout comme la pension livrée.

Dans ces conditions, on ne peut écarter totalement le risque de requalification du transfert en nantissement de titres pouvant conduire à son inopposabilité pour inobservation des dispositions de l'article 29 de la loi du 3 janvier 1983. Notons cependant qu'il s'agirait là d'une position extrêmement conservatrice. Pourquoi refuser aux prêts de titres soumis au droit anglais les facilités accordées aux prêts de la loi de 1987 alors qu'ils utilisent exactement les mêmes mécanismes contractuels et offrent à l'emprunteur une protection identique ? La multiplication des interventions législatives en faveur de la cession fiduciaire ces dernières années (cession Dailly en 1981, pensions livrées en 1993, instruments financiers à terme en 1996), la consécration du gage-espèces par la Cour de cassation, la signature par la France de la convention de La Haye sur la reconnaissance internationale du trust, un courant doctrinal favorable, sont autant d'arguments supplémentaires en faveur d'une généralisation de la fiducie-sûreté en droit français. Ajoutons que le principal reproche qui lui était traditionnellement adressé – la prohibition du pacte commissaire édictée par l'article 2078 du Code civil – est aujourd'hui sans objet en ce qui concerne les titres puisque le nouveau régime du nantissement de compte d'instruments financiers permet au créancier de se payer directement sur les titres cotés et les espèces figurant au

compte nanti (mais ce droit est, il est vrai, suspendu en cas de faillite).

La prudence s'impose néanmoins car les tenants de l'inopposabilité des droits du prêteur OSLA ne manqueront pas de soutenir que les dérogations ponctuelles, expresses et strictement encadrées que le législateur a récemment accordées confirment, a contrario, «l'allergie» (10) fondamentale du droit français à la cession fiduciaire.

Autre désavantage certain pour l'entité étrangère ayant conclu un contrat cadre OSLA avec une partie française : en cas de faillite de celle-ci, la procédure de *close-out-netting* prévue par le contrat ne bénéficiera pas des dispositions favorables du nouvel article 33 de la loi du

17 juin 1987 qui ne s'appliquent qu'aux opérations régies par cette loi. Pour les raisons citées plus haut, il ne nous paraît pas possible d'invoquer à défaut l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 validant le *netting* pour les opérations à terme. Le droit commun des procédures collectives viendra donc entraver l'application des clauses contractuelles : sauf liquidation immédiate, la résiliation des opérations en cours (et donc la compensation qui doit s'ensuivre aux termes du contrat) ne sera pas autorisée avant l'expiration d'un délai d'un mois laissé à l'administrateur judiciaire pour décider la poursuite ou non du contrat. En outre, si l'administrateur ne s'oppose pas à la résiliation, la compensation ne pourra intervenir que

si les créances réciproques au titre des prêts et du collatéral sont jugées «connexes», c'est-à-dire issues d'une relation économique unique. On peut raisonnablement penser que ce serait le cas du contrat OSLA, mais il n'existe pas de précédent jurisprudentiel en matière de prêts de titres.

Si une harmonisation des législations nationales relatives aux prêts de titres n'est sans doute guère probable dans un avenir proche, une simple modification de la loi du 17 juin 1987 permettrait d'étendre aux contrats de place internationaux le régime favorable accordé aux prêts domestiques, et de faciliter ainsi le développement des opérations *cross border*. ●

(1) Cass. com., 17 mai 1994, *Bull. civ. IV*, n° 178 ; D.1995, p. 24, note Ch. Larroumet ; Cass. com., 9 avril 1996, *Bull. civ. IV*, n° 116 ; D.1996, p. 399, note Ch. Larroumet ; Cass. com., 3 juin 1997, *JCP* 1997, Ed. G., II, n° 22891, rapport J.-P. Rémy.
(2) Voir Cabrillac et Mouly, «Droit des sûretés», *Litec* 1995, n° 527.
(3) Voir Legeais, «Les garanties conventionnelles sur créances», *Economica*, 1986, n° 229.
(4) Art. 12 V bis de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993, résultant de la loi n° 94-679 du 8 août 1994.
(5) Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, art. 52.

(6) Voir article de Stéphane Mouy p. 17.
(7) L'utilisation du contrat AFTI peut soulever des difficultés analogues si l'une des parties et/ou le collatéral sont soumis à un droit non compatible avec la loi française.
(8) Nous n'envisageons pas ici de manière spécifique du collatéral titres détenu via un dépositaire international, Cedel ou Euroclear.
(9) Le droit français estime en effet que le droit du lieu où se trouve l'actif gagé est le mieux à même de renseigner les tiers. Cette loi de situation peut cependant s'avérer fort délicate à déterminer lorsque le bien en question est un titre. S'il s'agit de titres de

capital, la règle est simple puisque le droit du pays de la société émettrice est toujours déclaré compétent. En matière de titres de créances, on estime généralement que, selon la forme des titres, sont applicables : le droit du teneur de registre (pour les titres matérialisés nominatifs), le droit du lieu du dépôt (titres matérialisés au porteur) ou le droit de l'inscription en compte (titres dématérialisés), mais la rareté de la jurisprudence dans ce domaine ne permet pas de donner à ces solutions une certitude absolue.
(10) Cabrillac et Mouly, «Droit des Sûretés», *Litec*, 1995, n° 529.

BULLETIN D'ABONNEMENT

Je désire recevoir abonnement(s) annuel(s) (11 numéros)
au prix de 2 900 F (étranger : 3 000 F)
Prix au numéro : 300 F

Ci-joint mon règlement pour la somme de

- Par chèque (à établir à l'ordre de la Revue Banque)
 Par carte bancaire n°
date limite de validité ... / ... / 19 ...

Le règlement d'abonnement sur l'étranger est à effectuer en francs français, par chèque payable en France, net de frais.

Bulletin à retourner à **Banque Stratégie**
18, rue La Fayette – 75009 Paris – ☎ 01 48 00 54 02

Société.....
Nom Prénom.....
Fonction.....
Service.....
Adresse.....
.....
Téléphone Télécopie.....
Code TVA (pour les pays de la CEE).....

Signature

BANQUE Stratégie

18 rue La Fayette 75009 Paris
FAX : 01 48 24 12 97
INTERNET :
www.revue-banque.fr
e-mail : banque@iplus.fr

- Directeur-gérant :
Olivier Robert de Massy
- Rédacteur en chef :
Colette Cova
- Assistante :
Christine Hauvette (54 10)
- Rédacteurs :
Jean-Pierre Bernier (54 17)
Élisabeth Coulomb (54 13)
Antoine Gille (54 15)
Agnès Melon (54 14)
- Secrétaire de rédaction :
Marie-Madeleine Martin
(54 16)
- Maquette :
Emmanuel Gonzalez
(54 12)
Alexandra Démétriadis
(54 18)
- Abonnements :
Johan Defert (54 02).

☎ devant chaque numéro,
ajouter l'indicatif 01 48 00

ISSN 0762-4077 / CPPAP 69130
Imprimé par
Léonce-Deprez, Béthune
Dépôt légal 4^e trimestre 1997