

Trust, dette parallèle et droit français

L'APPORT DE L'ARRÊT *BELVÉDÈRE*

Cass. com. 13 sept. 2011, n° K 10-25533, A 10-25731, T 10-25908, publié au Bulletin.



CHRISTOPHE GARCIA
Avocat
à la Cour
Olswang
France LLP



ALEX BEBE EPALE
Doctorant
Université
Paris I
(Panthéon-
Sorbonne)

L'arrêt *Belvédère* était très attendu, et le moins qu'on puisse dire est qu'il n'a pas déçu : la qualité de créancier du trustee, la réception du mécanisme de la dette parallèle soumis au droit new yorkais, le tout dans le contexte d'une procédure collective de droit français. Loin d'être un aboutissement, cet arrêt est une étape essentiellement dans la réflexion en cours sur l'évolution des outils de financements structurés en France, notamment les crédits syndiqués. Mais il ne fera pas oublier que le modèle anglo-saxon n'est pas le seul possible, car il ne fait aucun doute que l'agent des sûretés de droit OHADA pourrait inspirer le législateur dans le cadre de la réforme attendue de l'article 2328-1 du Code civil.

« Mais attendu qu'après avoir décrit le système de la dette parallèle (*parallel debt*), consacrée par l'article 8.24 de la convention de partage des sûretés, consistant pour l'émetteur de l'emprunt et ses garants à prendre, envers les agents des sûretés, afin de faciliter la constitution, l'inscription, la gestion et la réalisation de celles-ci directement au nom de ces agents, un engagement contractuel non accessoire équivalent à celui dont ils sont tenus dans leurs rapports avec les porteurs des titres de créance ou le trustee, l'arrêt relève que la convention prévoit que toute somme versée entre les mains de l'un des agents ou d'un autre créancier privilégié s'imputera sur le montant total de la dette et que les agents ne conserveront eux-mêmes les sommes encaissées qu'à titre fiduciaire ; qu'ayant ainsi retenu que les sociétés débitrices, libérées à due concurrence par tout règlement ou autre mode d'extinction de la dette, n'étaient pas exposées à un risque de double paiement et que toute création d'un passif artificiel était exclue dans la mesure où la créance de chacune des sociétés BNY Mellon, Natixis et Raiffeisen n'est admise, conformément à la loi française de la procédure collective régissant les conditions de l'admission, que solidairement avec celle des deux autres, la cour d'appel en a exactement déduit que, sous cette réserve, le droit de l'État de New York applicable aux

crédits syndiqués, en ce qu'il admettait le principe d'une dette parallèle envers les agents des sûretés, n'était pas contraire à la conception française de l'ordre public international ; que le moyen n'est pas fondé. »

La dette parallèle et le trust viennent de recevoir, au plus haut niveau, leur consécration jurisprudentielle. Le 13 septembre dernier, la Chambre commerciale de la cour de cassation a explicitement reconnu les effets de ces mécanismes de financement internationaux en France. L'événement est assez inédit pour être remarqué¹. Il est en effet rare que la Haute Juridiction se prononce avec une telle précision sur des questions aussi techniques. Alors que les stigmates de la crise financière sont encore là, toute nouvelle qui viendrait conforter les investisseurs notamment sur les financements structurés ne peut être que bien accueillie dans la pratique.

En l'espèce, *Belvédère*, une société française avait émis en 2006 des titres obligataires à taux variables dits *floating rate notes*, le contrat d'émission (l'*indenture* de droit américain) ayant été soumis au droit new yorkais, une banque américaine ayant été désignée en qualité de trustee. Cette émission était couverte par une garantie apportée par les sept filiales de l'émetteur. Par ailleurs, la convention de partage des sûretés, également soumise au droit new yorkais, avait désigné deux autres banques en qualité d'agents des sûretés : Natixis Banque Populaire pour les sûretés françaises, Raiffeisen Bank Polska SA pour les sûretés polonaises. En 2008, après l'ouverture de plusieurs procédures de sauvegarde à l'encontre de l'émetteur et de l'ensemble de ses filiales garantes, les agents des sûretés et le trustee ont été admis solidairement à déclarer chacune une créance correspondant au montant total de l'emprunt. La difficulté provient de ce que le montage utilise des mécanismes anglo-saxons dont il appartient au juge de vérifier, d'abord s'ils sont opposables à une procédure ouverte en France, ensuite, s'ils permettent aux agents des sûretés d'être considérés comme des créanciers. La Haute Juridiction saisit cette occasion pour reconnaître la technique du trust en droit français (I.), tout comme elle reconnaît, sous certaines réserves, que le mécanisme de la dette parallèle n'est pas contraire à l'ordre public international français (II.).

1. V. aussi R. Dammann et A. Albertini, « L'arrêt *Belvédère* : la réception du trust et de la *parallel debt* en droit français », JCP E n° 46, 17 nov. 2011, 1803, R. Libchaber, « Le trust et la *parallel debt* devant la Cour de cassation », Bull. Joly Sociétés n° 12, déc. 2011, p. 987 et M. Menjucq et Th. Mastrullo, « Affaire *Belvédère* : qualité de créancier, trust et dette parallèle », *Revue des procédures collectives* n° 6, novembre 2011, comm. 173.

I. LA QUALITÉ DE CRÉANCIER DU TRUSTEE

Une question logique de détermination de la loi applicable se posait préalablement : en effet, le pourvoi faisait valoir qu'étant une condition de l'admission de la créance, la qualité de créancier de l'auteur de la déclaration² devait être appréciée au regard de la loi d'ouverture de la procédure, c'est-à-dire la loi française. Sur ce, la Cour de cassation, suivant en cela les motifs de l'arrêt attaqué, opère cette distinction classique entre la loi applicable à la production, la vérification et l'admission des créances, qui est celle de l'État d'ouverture, tandis qu'il revient à la loi de la « source » de la créance de définir la qualité de créancier. Il appartenait donc aux juges, sur le fondement de l'article 4.2 h) du règlement CE n° 1346/2000, d'appliquer la loi de l'État de New York pour apprécier si le *trustee* et les agents des sûretés avaient la qualité de créanciers.

Deuxièmement, s'agissant du *trustee*, il fallait déterminer la nature de sa créance. La cour d'appel de Dijon, se référant à l'*indenture*, avait considéré qu'il résultait des clauses du contrat que le *trustee* disposait d'une créance propre à l'égard de la société émettrice, tandis que la société *Belvédère* faisait valoir que le *trustee* ne pouvait agir qu'au nom et pour le compte des porteurs de titres, et que les « *global notes* » n'étaient pas des obligations de droit français, la société *BNY Mellon* ne pouvait pas se prévaloir de l'article L. 228-86 du Code de commerce qui permet au représentant de la masse des obligataires de déclarer la créance des porteurs de titres dans le cadre d'une sauvegarde judiciaire. En effet, si c'est la loi du contrat source de la créance qui définit la qualité de créancier, c'est également elle qui régit les droits des porteurs de notes et du *trustee*, sauf contrariété à l'ordre public³. Il fallait donc se référer à la loi de l'État de New York pour vérifier que cette créance existait et que sa déclaration par le *trustee* fût possible⁴. La position de la cour d'appel de Dijon sur la qualité de créancier du *trustee* pouvait se discuter, compte tenu des clauses de l'*indenture*. La société *Belvédère* espérait remettre en cause l'interprétation des magistrats de Dijon devant la Cour de cassation, qui, sur cette question, s'est retranchée derrière l'appréciation souveraine des juges du fond.

En tout état de cause, la Cour de cassation consacre ici la possibilité pour les praticiens de prévoir que le *trustee* sera créancier direct de l'émetteur. Il faut bien avoir à l'esprit que cela doit rester une prévision contractuelle, et que la simple conclusion d'un *indenture* ne suffit pas à faire du *trustee* un créancier direct de l'émetteur autrement que sur la base des rémunérations qui lui sont dues en sa seule qualité de *trustee*. En effet, il est de l'essence même de l'*indenture* d'organiser la représentation collective des porteurs de titres, et le *trustee* est bien souvent un représentant des obligataires dans les rapports avec

la société émettrice⁵. Il veille à la conservation des titres garantis. Ainsi, seules des clauses contractuelles spécifiques, et non le mécanisme du *trust* en lui-même, peuvent-elles conférer au *trustee* une créance directe à l'égard de l'émetteur, portant sur la valeur des titres obligataires. En cas de paiement, il conserverait alors le montant des créances uniquement à titre « fiduciaire », comme le précise la Cour de cassation. Le *trustee* est donc créancier à titre personnel, mais pour le compte des porteurs de titres de créances.

Le mécanisme de la dette parallèle se rapproche de cette technique, mais cette dette trouve son fondement dans un autre contrat, d'où le parallélisme, ce qui génère le risque théorique d'un double paiement.

II. UNE RECONNAISSANCE CONDITIONNELLE DE LA PARALLEL DEBT

Pour mémoire, la dette parallèle (ou *parallel debt*) consiste en un engagement pris par un emprunteur envers un seul et même créancier, en l'espèce le « *security agent* » représentant l'ensemble des autres créanciers, aux termes duquel l'emprunteur s'engage à rembourser au seul « *security agent* » une dette en tous points identique à celle de la dette sous-jacente. Le recours à la dette parallèle a pour principal objectif de faciliter la constitution, l'inscription, la gestion et la réalisation des sûretés directement et au seul nom du « *security agent* »⁶.

Le mandat, la solidarité active ou encore la *parallel debt*, et plus récemment l'article 2328-1 du Code civil⁷ sont des techniques qui offrent un cadre de gestion des sûretés. Lorsque la loi applicable aux différents contrats de financement connaissait l'institution du *trust* comme c'est le cas en l'espèce, il était généralement prévu que la sûreté sera constituée par un *trust*, le contrat désignant parfois en qualité de « *security agent* » la banque agent du crédit. Dans les contrats soumis au droit français, les praticiens les plus prudents utilisaient le mécanisme de la solidarité active⁸. La dette parallèle implique un dédoublement artificiel de la dette du débiteur par le contrat, ce qui aboutit à la création d'une « dette miroir » de la dette principale, munie de l'ensemble des sûretés au profit du « *security agent* ». N'eussent été les prévisions contractuel-

2. En l'occurrence les agents des sûretés (et le *trustee*), agissant en qualité de « *security agent* », au nom et pour le compte des « *noteholders* », mais demandant aussi l'admission de leur propre créance au titre de l'article 8.14 du contrat de partage des sûretés.

3. V. Y. Loussouarn et M. Trochu, « Conflits de lois en matière de sociétés », *Juris Classeur Sociétés*, fasc. 194-20, n° 196 et s.

4. X. Vamparys, « Pouvoirs du *trustee* de titres soumis au droit de l'État de New York et procédure de sauvegarde », note sous CA Dijon 21 sept. 2010, n° 09/02078, SA *Belvédère*, BJS déc. 2010 n° 12, p. 1003.

5. M. Goblet, *Les Techniques de financement par actions et obligations aux États-Unis d'Amérique*, Dunod, 1959, p. 281.

6. V. E. Fiszelson, « L'affaire *Belvédère* : la consécration du *trust* et de la dette parallèle », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 6, novembre 2011, étude 32, et « La transmission des sûretés françaises consenties dans le cadre de crédits syndiqués de droit étranger », *Revue de Droit bancaire et financier* n° 4, juillet 2011, prat. 5.

7. Ce texte, qui s'inspire du modèle luxembourgeois, permet au droit français de disposer d'un équivalent du « *security trustee* ». Contrairement à la solidarité active, il n'exige pas que l'agent des sûretés désigné soit prêteur au titre du crédit syndiqué. Il est toutefois limité aux sûretés réelles. v. J.-F. Adelle, « L'agent des sûretés en droit français : pour une clarification des régimes de l'article 2328-1 du Code civil et de la fiducie de sûretés », *Rev. Dr. banc. et fin.* n° 5, sept. 2010, étude 20 ; en tout état de cause, l'article L. 2328-1 du Code civil n'exige pas que l'agent des sûretés soit l'un des prêteurs. Sur ce point, les praticiens peuvent donc trouver satisfaction dans le droit français sans avoir besoin de recourir à des institutions de droit étranger.

8. Dans les crédits syndiqués en France, la solidarité active ne crée pas un lien d'obligation direct entre le débiteur et l'agent des sûretés, indépendamment d'une créance que celui-ci détiendrait éventuellement au titre du contrat de prêt. D'ailleurs, dans la solidarité active, le recours à un tiers est exclu, l'agent des sûretés devant nécessairement être l'un des prêteurs. v. J.-F. Adelle, étude préc. ; G. Ansaloni et I. Dursun, « L'agent des sûretés : une fiducie spéciale au service de la prise de garantie pour le compte d'un *pool bancaire* », *JCP E* 2009, 1671.

les, ce mécanisme irait *a priori* bien au-delà de la simple solidarité active qui, dans son principe même, implique une unicité de la cause de la dette, et une opposabilité des exceptions, notamment le paiement fait à l'un des créanciers. L'argumentation du pourvoi reposait sur cette idée. En effet, la dette de l'émetteur à l'égard des porteurs de notes et du *trustee* n'avait pas la même cause que celle qui le liait aux agents des sûretés, cette dernière résultant de la convention de partage des sûretés⁹. De ce point de vue, il est donc clair que si le dispositif contractuel n'avait pas prévu un mécanisme permettant d'éviter la création d'un passif artificiel, ou que le paiement fait par le débiteur au titre de la dette parallèle ne le libère à due concurrence au titre de la dette principale, le schéma contractuel tout entier se serait trouvé en contradiction avec l'ordre public international français.

L'argumentation du pourvoi reposait en effet sur une confusion fondamentale : elle partait du principe qu'il existait une unicité de cause entre la créance des porteurs de notes et du *trustee*, et celle des agents des sûretés. Le pourvoi voyait cette cause juridique unique dans le contrat d'émission. Dès lors, difficile d'imaginer l'unicité de la cause et un parallélisme des dettes. La Cour de cassation, se référant à la convention de partage des sûretés, précise que celle-ci est le seul fondement de la dette parallèle. Cette convention contient l'engagement de l'emprunteur et de ses garants de prendre, envers les agents des sûretés, un engagement contractuel « non accessoire » équivalent à celui dont ils sont tenus dans leurs rapports avec les porteurs de titres de créance ou le *trustee*. Dans le contexte d'une procédure collective, naît alors un risque qui a été soulevé par le pourvoi. En effet, il ne faut pas que le créancier parallèle puisse valablement recevoir paiement de l'emprunteur, alors que la dette principale serait éteinte d'une quelconque manière. Une telle possibilité pourrait empêcher l'apurement du passif du débiteur, voire s'avérer frauduleuse. Les exceptions inhérentes à la dette principale doivent donc pouvoir être opposées au créancier parallèle. De fait, la dette parallèle n'a qu'une utilité fonctionnelle. Il s'agit d'un reflet, qui doit disparaître aussitôt que disparaît l'image. La Cour de cassation elle-même précise que ce mécanisme permet simplement de « faciliter » la constitution, l'inscription, la gestion et la réalisation des sûretés, ceci au nom des agents des sûretés, qui ne conserveront alors les sommes reçues qu'à titre fiduciaire.

La Cour de cassation affirme par ailleurs que si la clause de dette parallèle n'est pas contraire au principe d'égalité des créanciers dans la procédure collective, c'est-à-dire à un certain ordre public interne ou international français, c'est d'une part parce que comme la solidarité active de droit français, elle permet à l'un des créanciers de demander au débiteur le paiement de la totalité de la dette, et au débiteur de se libérer en payant l'un des créanciers ;

d'autre part, la clause de dette parallèle doit éviter la création de tout passif artificiel, c'est-à-dire que le contrat de partage des sûretés doit aménager des conditions permettant d'éviter le double paiement de la dette née de l'indenture. On parvient aisément à ces résultats en prévoyant, notamment par un *intercreditor agreement*, que les agents des sûretés s'engagent à reverser aux porteurs de titres de créance les sommes qu'ils reçoivent en paiement, d'où la conservation à titre fiduciaire ; en tout état de cause, les sommes versées par l'émetteur doivent s'imputer sur le montant de l'émission. Dans la procédure collective du débiteur, la déclaration des créances des agents des sûretés ne peut donc être admise que solidairement.

Le présent arrêt apporte sans doute une touche de modernité dans la pratique des financements internationaux, en acceptant en France les effets du *trust*, qui n'y est pas reconnu¹⁰, et en transposant la technique de la *parallel debt* qui permet de surmonter les inconvénients du mandat et de la solidarité active.

Les options restent nombreuses pour les praticiens, chacune avec ses avantages et ses limites : par exemple, si l'article 2328-1 du Code civil a donné une existence légale à l'agent des sûretés, il n'en a pas fait autre chose qu'un simple mandataire, contrairement à un « *trust agent* » ; ce qui, dans les crédits syndiqués, impose un formalisme très lourd en termes d'inscription des sûretés. De plus, ce texte est clairement restreint aux sûretés réelles, et s'il est évident que l'agent des sûretés agit pour le compte des créanciers, il ne précise pas que l'agent agit « en son nom », d'où une certaine réticence des praticiens dans les débuts, qui préféreraient inscrire les sûretés au nom de chaque créancier¹¹. Il est pourtant clair que tout l'intérêt du dispositif devrait être de permettre à l'agent des sûretés de pouvoir constituer, inscrire et réaliser les sûretés en son nom, c'est-à-dire en cette qualité¹². Mais ce mécanisme ne saurait lui conférer une créance personnelle à l'encontre du débiteur, qu'il pourrait par exemple déclarer au passif de la procédure collective (contrairement au mécanisme de la dette parallèle).

En matière de financements structurés¹³ ou de syndications bancaires, on peut imaginer un schéma dans lequel la banque « chef de file » serait désignée en qualité de fiduciaire dans le cadre d'une fiducie sûreté, à charge pour elle d'organiser avec les autres membres du syndicat la répartition du produit de la vente des biens en cas de défaillance du constituant débiteur. La fiducie présente déjà au moins l'avantage de concerner tout type de sûreté, mais l'article 2328-1 du Code civil présente l'intérêt, dans le cadre des crédits syndiqués, de ne pas faire appel à la propriété sûreté pour garantir le remboursement des crédits.

Gageons que la jurisprudence *Belvédère* inspirera le législateur dans le cadre de la réforme espérée de l'article 2328-1 du Code civil. ■

9. Dans un mécanisme de solidarité active, il est possible de prévoir que l'emprunteur est tenu de payer entre les mains du banquier agent. Une telle clause, qui n'est qu'une indication de paiement, ne crée pas une dette parallèle. Elle permet aux membres du syndicat d'éviter les risques d'une procédure collective ouverte à l'encontre de l'un des prêteurs qui aurait reçu le paiement de l'emprunteur. Mais ce risque demeure, puisque malgré cette clause, l'emprunteur pourra toujours se libérer entre les mains d'un prêteur, cette circonstance n'engageant que sa responsabilité contractuelle : J. Bertran de Balanda, « Crédit syndiqué et sûretés », *Banque & Droit*, mars-avr. 1997, p. 3 et s.

10. Malgré la signature de la convention de La Haye du 1^{er} juillet 1985 relative à la loi applicable au *trust* et à sa reconnaissance par la France, ce texte n'a pas encore été ratifié.

11. V. J.-F. Adelle, étude préc., p. 7.

12. V. aussi Rapport de Paris Europlace, « The Legal Environment of the Paris Financial Marketplace », p. 31.

13. Sur l'utilisation de la fiducie dans les financements structurés, v. J.-F. Adelle et X. Paper, « La fiducie dans les financements d'infrastructures », *Revue Banque*, n° 739, sept. 2011, p. 50.