



Haut Comité Juridique
de la Place financière de Paris

AVIS

*du Haut Comité Juridique
de la Place Financière de Paris (HCJP)
Enjeux de la SFTR et du « re-use »*

Le 19 mars 2015



Créé en janvier 2015 sous l'impulsion de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), de la Banque de France, de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et du Trésor, le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) est constitué d'experts indépendants. Il précise les positions juridiques de la Place Financière de Paris, aide et accompagne les autorités publiques françaises dans le cadre des travaux de négociations des textes européens et internationaux et contribue à renforcer la sécurité juridique en fournissant des réponses à des questions juridiques intéressant l'ensemble des acteurs financiers à la fois publics et privés (voir communiqué de presse ci-joint en annexe).

La Commission européenne, à l'instar d'autres instances internationales tel le Conseil de Stabilité Financière (ou Financial Stability Board*) , s'est interrogée sur la participation dans le développement de la crise financière mondiale de 2008 d'acteurs non réglementés de différents horizons dans le cadre du financement d'acteurs de la vie économique (sociétés commerciales ou industrielles), mais aussi du secteur bancaire ou financier.

Certaines opérations effectuées par ces acteurs ont particulièrement attiré l'attention pour avoir joué un rôle central dans l'endettement excessif au sein du secteur financier. Un certain nombre d'opérations ont été identifiées, telles les cessions temporaires de titres (pensions livrée ou prêts de titres), pour lesquelles des règles de transparence sont prévues** dans une proposition de règlement du 29 janvier 2014 (la Proposition SFTR). Au-delà, ce sont les réutilisations de titres donnés en garantie par les bénéficiaires de ces garanties, qui ont retenu l'attention des autorités européennes. La Commission et la BCE dénoncent le fait que cette pratique, qui génère des chaînes dynamiques de collatéral où le même titre est prêté plusieurs fois, contribue à accroître le niveau de levier et renforce le caractère pro-cyclique du secteur financier, qui devient vulnérable aux paniques (« runs ») et aux mouvements soudains de réduction du levier. Ces autorités soulignent en outre l'opacité de ces opérations, qui rend difficiles l'identification des droits de propriété («qui possède quoi?»), le suivi de la concentration des risques et l'identification des contreparties («qui est exposé à qui?»).***

Elles ont aussi souligné les conséquences de l'utilisation par les créanciers des actifs remis à titre de sûreté aux fins de faire diminuer les coûts de financement. Cette réaffectation crée des chaînes complexes rendant incertains les risques pris par chaque acteur de ces chaînes, et en particulier par le débiteur initial.

Ainsi, la faillite de Lehman Brothers a mis en lumière la difficulté d'identifier (i) quels droits (en particulier d'utilisation) avaient été reconnus à certains créanciers bénéficiant de garanties sur instruments financiers, (ii) si ces droits avaient été ou non exercés et (iii) qui se trouvait au final propriétaire des instruments financiers ainsi grevés d'un tel droit.****

* *Global shadow banking monitoring report 2013, 14 novembre 2013.*

** *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à la déclaration et à la transparence des opérations de financement sur titres (2014/0017 (COD)).*

*** *Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen COM(2013) 614 final et ECB, SRC/2014/38 du 28 mai 2014.*

**** *Voir le considérant 17 de la Proposition SFTR.*



La question de la réutilisation des titres donnés en garantie par le bénéficiaire de la garantie est une question particulièrement sensible en droit français (mais aussi dans beaucoup de juridictions de droit civil au sein de l'union Européenne qui connaissent une notion de la propriété héritée du droit romain), dont le droit des titres s'accommode mal du droit d'utilisation consacré par la Directive sur les contrats de garantie financière.

Le droit des titres français repose sur deux principes fondamentaux :

- l'inscription en compte constitue le titre financier (ce n'est donc pas une simple preuve du droit de propriété),
- le titulaire du compte-titres a un droit de propriété sur les titres inscrits au crédit de son compte.

Il en résulte :

- d'une part qu'un titre financier ne peut pas figurer, en même temps, au crédit de deux comptes-titres et,
- d'autre part, que si le titulaire d'un compte-titres peut disposer sans restriction des titres inscrits au crédit de son compte-titres, il ne saurait disposer de titres non inscrits au crédit de son compte dont, par hypothèse, il n'a pas la propriété.

La « réutilisation » des titres par le bénéficiaire de la garantie ne pose aucune difficulté lorsque la propriété des titres a été transférée à titre de garantie* . Il ne s'agit pas d'une « réutilisation » à proprement parler, mais simplement de l'exercice, par le bénéficiaire de la garantie, de son droit de propriété sur les titres. Pratiquement, le titre est débité du compte du constituant, crédité au compte du bénéficiaire qui, propriétaire du titre, peut à son tour en disposer, à charge de restituer un titre équivalent au constituant, à l'échéance convenue. Le système est parfaitement sécurisé, les effets juridiques sont connus, l'identification du propriétaire du titre résulte de la seule localisation du titre.

La situation est différente lorsque le bénéficiaire de la garantie ne dispose que d'un nantissement sur les titres. La Directive concernant les contrats de garantie financière (dite « collatéral ») consacre au bénéfice du bénéficiaire un droit de réutilisation des titres nantis, juridiquement inconnu du droit français et de la plupart des pays de tradition civiliste, et pratiquement délicat à mettre en œuvre. Juridiquement, l'utilisation ne pourrait consister qu'en un « re-nantissement », le bénéficiaire de la garantie ne pouvant disposer de plus de droits qu'il n'en a. La pratique ne s'est pas engagée dans cette voie. Elle a contourné la difficulté en recourant au prêt de titres : le constituant consent un prêt de titres au bénéficiaire du nantissement, ce prêt transfère la propriété des titres au bénéficiaire qui peut alors les utiliser et se matérialise par un débit du compte du constituant prêteur et le crédit corrélatif du compte du bénéficiaire emprunteur.

** Pas plus qu'il ne pose de difficulté lorsqu'il s'agit du droit pour l'emprunteur de titres ou le bénéficiaire d'une pension livrée, titulaires d'un droit de propriété sur les titres qui leur sont remis en exécution du contrat.*



Dans ce contexte, le HCJP a étudié avec une particulière attention l'article 15 du projet de Règlement SFTR qui revient sur les modalités d'exercice par un créancier du droit d'utiliser les titres qui lui ont été remis en garantie.

Il est prévu à l'article 15.1 de la Proposition SFTR que le droit de « rehypothecation »* d'instruments financiers peut être consenti si (i) la contrepartie fournissant la garantie (en fait les actifs objets de la garantie) a été informée des risques résultant de l'octroi d'un tel droit de « rehypothecation » et (ii) cette contrepartie a donné un consentement exprès et préalable par signature à un tel droit reconnu au bénéficiaire du droit de « rehypothecation ».

En outre, l'article 15.2 subordonne l'exercice effectif du droit de « rehypothecation » à la double condition (i) du respect de l'accord contractuel convenu à ce sujet et (ii) du crédit des instruments financiers au compte du bénéficiaire de la garantie. L'article 15.3 précise enfin que ces dispositions encadrant la « rehypothecation » ne modifient pas les règles européennes sectorielles qui viendraient encadrer plus strictement une telle faculté (par exemple en l'interdisant), en évoquant explicitement les directives UCITS et AIFM.

Cet article, et les propositions d'amendements récemment faites par les parlementaires européens, tendant notamment à la suppression de l'article 15.2, appellent les remarques suivantes quant aux enjeux qu'il soulève au regard de l'ordre juridique français et des textes communautaires.

1° Le champ d'application de l'article 15 du projet de Règlement

Le projet de règlement SFTR concerne les opérations de « rehypothecation », celle-ci étant définie à l'article 3.7 de la comme « l'utilisation d'instruments financiers par une contrepartie qui les reçoit à titre de garantie, en son nom propre et pour son propre compte ou pour le compte d'une autre contrepartie ».

Cette approche diffère de celle :

- de la Directive concernant les contrats de garantie financière (art. 2), qui se réfère au « droit d'utilisation » (right of use), défini comme « le droit du preneur de la garantie d'utiliser et d'aliéner la garantie financière fournie en vertu du contrat comme s'il en était propriétaire conformément aux conditions de constitution du contrat de garantie financière avec constitution de sûretés ».
- du FSB, reprise par la Banque centrale européenne, qui distingue la notion de « rehypothecation » de celle de « re-use » en ces termes : « Re-use is defined broadly as any use of securities delivered in one transaction in order to collateralise another transaction, thereby encompassing the concept

* La version française de la Proposition de SFTR utilise le terme de « réaffectation ».



of Re-hypothecation ». « Re-hypothecation is defined more narrowly as re-use of clients assets». Re-hypothecation primarily occurs in the prime-brokerage business, where broker-dealers use client assets, mostly obtained from hedge funds in the form of a pledge in margin lending activities, for their own purposes. »

Aussi, le HCJP s'interroge-t-il sur le champ d'application du projet de Règlement. A-t-il vocation à régir toutes les opérations de cessions temporaires de titres ou seulement les garanties financières (l'intitulé de l'article 15 « Rehypothecation of financial instruments received as collateral » paraît inviter à la seconde interprétation) ? Toutes les garanties financières ou seulement celles qui n'emportent pas transfert de propriété des titres au bénéficiaire de la garantie ?

Le rapport de M. Renato Sorù au Parlement européen (2014/0017(COD) propose de substituer à la « rehypothecation » la notion de « re-use », telle que définie par le FSB (« re-use » means any use of securities delivered in one transaction in order to collateralise another transaction »), embrassant ainsi les seules garanties financières, mais toutes les catégories de garanties financières, qu'elles emportent ou non transfert de propriété des titres donnés en garantie.

Le HCJP s'interroge sur la portée de ce champ d'application et les modalités prévues par le projet de Règlement SFTR.

La question est de savoir si cette réaffectation a vocation à seulement s'appliquer aux opérations n'emportant pas transfert de propriété des instruments financiers qui seraient sous le « contrôle » d'une contrepartie, laquelle n'en serait pas, par définition, propriétaire (à l'instar d'un créancier bénéficiant d'un nantissement). Cela reviendrait à limiter l'application des règles en matière de réaffectation essentiellement aux instruments financiers grevés d'une sûreté.*

Il y a des débats aujourd'hui pour savoir si ces règles ne devraient pas être étendues à l'ensemble des contrats de garantie financière emportant ou non transfert de propriété, dans l'objectif de mieux encadrer l'utilisation des instruments financiers qui font l'objet d'une garantie financière.

Une telle approche est en effet source de confusion car un transfert en pleine propriété, même à titre de garantie, entraîne nécessairement transfert du droit d'user et de disposer de la chose dont la propriété a été transférée. La portée même du transfert de propriété serait affaiblie, voire mise en doute si ce droit était subordonné à une information complémentaire ou s'il était contraint par le respect de certaines règles incompatibles avec le concept même de propriété (définie comme le droit de jouir et de disposer des choses de la manière la plus absolue).

Le système français reposant sur la notion de propriété des instruments financiers, une telle confusion contribuerait à affaiblir la protection des investisseurs.

* Une sûreté sur instrument financier pourrait être définie comme un privilège consenti à un créancier sans que ce dernier ne soit pour autant propriétaire de l'instrument financier. A l'inverse, une garantie pourrait être définie comme le transfert en pleine propriété d'instruments financiers à titre de garantie. Lors de la transposition française de la directive 2002/47 sur les contrats de garanties financières, ce double vocable « sûreté » et « garantie » a pu être utilisé, notamment pour limiter la faculté d'utilisation ou d'aliénation aux seules sûretés (voir article L. 211-38 III du Code monétaire et financier).



2° La subordination de l'exercice du droit de re-use du bénéficiaire de la garantie au transfert des titres au crédit de son compte

L'article 15 du projet de Règlement SFTR subordonne l'exercice du droit de « rehypothecation » à l'inscription au crédit des instruments financiers au compte du bénéficiaire de la garantie : « les instruments financiers reçus en garantie sont transférés sur un compte ouvert au nom de la contrepartie qui les reçoit ».

Cette proposition conduit à subordonner le droit d'utilisation des titres à l'acquisition de leur propriété, ne serait-ce qu'un instant de raison, par le bénéficiaire de la garantie.

L'amendement proposé par le rapporteur R. Sorù complète la proposition: « the financial instruments received as collateral are transferred from the account of the providing counterparty to a separate account opened in the name of or held by the receiving counterparty ». Il sécurise ainsi pleinement l'opération en empêchant que le titre donné en garantie puisse figurer à la fois dans le compte du constituant et dans celui du bénéficiaire.

Cette proposition présente l'immense avantage de la sécurité et de la simplicité en ce qu'elle fait obstacle à une inflation de titres et permet une identification rapide des titulaires de droits sur les titres donnés en garantie et de la nature de leur droit.

3° La portée de la limitation du re-use par l'article 15 de la proposition SFTR

La directive MiFID II, à l'instar de MiFID I, autorise tout intermédiaire à se voir consentir un droit d'utilisation des titres appartenant à ses clients avec leur accord exprès (article 16.8), mais interdit la constitution de garantie avec transfert en pleine propriété par un client non professionnel au bénéfice de son prestataire de service (article 16.10). Il conviendrait qu'une telle interdiction d'usage soit également prévue en cas de recours à la réutilisation consentie par un constituant d'une sûreté sans transfert de propriété, pour éviter tout contournement des règles précitées de la directive MiFID II.

Il conviendrait en outre de s'assurer de l'articulation de ces règles avec la directive Collateral, qui prévoit aujourd'hui la faculté pour le constituant d'un contrat de garantie financière de consentir un droit de réutilisation (si les obligations garanties ont été contractées entre des personnes réglementées).

The Chairman, Michel PRADA