

Journée d'études en Droit Economie Gestion
Sociologie

**SOCIÉTÉS EN CRISE :
RÉVOLUTIONS, TRANSITIONS ET
TRANSFORMATIONS**

TRANSFORMATIONS

*Impacts et mesures de la crise des subprimes. Une réelle
sécurité des marchés ?*

Thomas BLANGIS

Faculté de droit et des sciences politiques. Laboratoire IRDP.

Impacts et mesures de la crise des subprimes. Une réelle sécurité des marchés ?

1. « Le terme titrisation est noté CCC. La technique financière, elle, reste AAA »¹. Cette citation illustre parfaitement le paradoxe qui englobe la titrisation. Effectivement, cette dernière est très controversée. Cela s'explique en grande partie par la crise des subprimes mais aussi par le rôle que la technique financière a joué dans la distribution de crédits douteux auprès des investisseurs.
2. La crise de 1929 avait eu pour conséquence une période de forte réglementation aux États-Unis. Avec le temps, l'État s'est désengagé progressivement ce qui a fait apparaître la titrisation à la fin des années 70 aux États-Unis. On constate ainsi une ouverture pour les établissements de crédit à d'autres activités que les activités traditionnelles telles que la réception des fonds afin d'octroyer des crédits.
3. L'Europe, et plus particulièrement la France, va également évoluer dans ce sens durant les années 80. Par la suite, les économistes vont nommer cette évolution les « 3D » qui signifie déréglementation, décloisonnement et désintermédiation². Ainsi, la titrisation est l'expression de cette désintermédiation car elle traduit un accroissement du rôle des marchés financiers comme source de financement de l'économie.
4. Les banques ont, en quelque sorte, changé de « *business model* » en passant d'un modèle « *Originate-To-Hold* », dans lequel la banque qui consent le crédit conserve à son bilan la créance qui en résulte jusqu'à son remboursement à terme, à un modèle « *Originate-To-Distribute* » qui désigne un modèle économique dans lequel les banques octroient des crédits dans le but de distribuer les créances qui en résultent³.
5. Le terme « titrisation » quant à lui a pour origine le terme « *securitisation* » qui provient des États-Unis. Il signifie en français « les valeurs mobilières transformées en titres ». Schématiquement, la titrisation peut être définie comme l'opération au terme de laquelle un établissement de crédit cède certains de ses actifs à une entité ad hoc, une société ou un fonds commun de titrisation, qui va émettre, en contrepartie, pour financer l'acquisition de ces actifs, des valeurs mobilières sur les marchés financiers.
6. Elle présente de nombreux intérêts pour les acteurs qui participent à l'opération et, plus particulièrement, pour l'initiateur. Ainsi, elle permet de transférer les risques, gérer le bilan, obtenir un financement en cas de difficultés financières et enfin, améliorer le ratio de solvabilité pour répondre aux exigences normatives.
7. Néanmoins, les possibilités offertes par la titrisation ont été dérivées de leur objectif et ont été utilisées de manière abusive. C'est ainsi qu'est née la crise dite des « *subprimes* ». Une quête du rendement s'était engagée pour les établissements de crédit. Ils ont alors fait preuve de moins de vigilance à l'égard de leurs emprunteurs. C'est notamment le cas de la catégorie « *subprime* » qui comprend des emprunteurs peu fiables en termes de remboursement.

¹ J-M. Beacco, B. Hubaud & L-L André, *Titrisation : Maillon clé du financement de l'économie*, Mars 2013, RB éditions, Eyrolles, p.3.

² A-C Muller, *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bull Joly, juillet 2015, n°07/08, Page 348.

³ M. Roussile, *L'irrésistible ascension du modèle Originate To Distribute*, Revue de Droit bancaire et financier, n°3, Mai 2016.

8. Dans cette crise, c'est « l'irresponsabilité et parfois l'apparente impunité des différents acteurs qui a frappé les esprits, tout comme l'immoralité intrinsèque d'une économie « casino » faisant le jeu d'intérêts particuliers au détriment de l'économie réelle »⁴.

9. Cependant, l'Europe fait face aux enjeux du financement de l'économie réelle. Les nouvelles exigences de fonds propres ont été modifiées par les accords de Bâle III. Or, la titrisation est un moyen pour les établissements de crédit de contribuer au financement de l'économie réelle tout en répondant aux exigences prudentielles qui confortent une réduction de leur capacité à contribuer au dit financement. Également, le LCR « *Liquidity Coverage Ratio* » impose aux banques de détenir un stock d'actifs liquide et de haute qualité pour faire face à un stress de liquidité. Cependant, les prêts bancaires ne sont pas éligibles aux stocks d'actifs. Les établissements de crédit sont ainsi incités à céder les crédits qu'ils octroient⁵.

10. Malgré ce besoin, on le constate aisément, les crises ont pour effet de modifier la vision que l'on avait sur certaines questions comme par exemple, la régulation qui n'a été perçue comme positive qu'avec la crise de 2008. Par conséquent, les crises constituent « le passage à un nouveau paradigme ».⁶

11. Ainsi, le cadre réglementaire mis en place postérieurement à la crise a eu pour objectif de ne plus commettre les mêmes erreurs et promouvoir une titrisation saine. Cependant, ce mécanisme assez complexe manque d'un encadrement législatif et la doctrine peine à l'appréhender.⁷

12. En matière de titrisation, la principale préoccupation des intéressés est le risque. C'est ce risque qui va conditionner la qualité d'une opération de titrisation. Le risque peut avoir des causes multiples. En effet, il peut s'agir de la qualité des actifs titrisés, un manque d'information, de clarté ou encore des comportements frauduleux lors de la chaîne que constitue l'opération de titrisation. Cependant, il n'est pas toujours aisé de déceler ces risques.

13. La crise des subprimes a mis en lumière les comportements frauduleux de la part de nombreux acteurs. Les législateurs ont alors décidé de mettre fin à l'autorégulation et ont tenté de légiférer. L'idée sous-jacente des réformes aura été de responsabiliser les parties prenantes à l'opération de titrisation.

14. Responsabiliser signifie rendre quelqu'un, un groupement conscient de ses responsabilités. Juridiquement, il existe de nombreuses possibilités d'y parvenir. En matière de titrisation, le législateur, et notamment le législateur européen, a décidé de se focaliser sur ceux qu'il estime être les responsables les plus importants de cette crise à savoir, l'initiateur et les agences de notation.

15. L'objectif est d'organiser une ligne de conduite pour ces intervenants afin d'éviter toutes prises de risque excessives⁸. Néanmoins, le législateur n'a pas œuvré avec la même logique concernant les deux entités.

⁴ A. Benassy-Quéré, B. Esambert, C. Walter, D. Lamoureux, J-C Le Duigou, J-F Péresse (dir.), *Éthique et crise financière*, Paris l'Harmattan, DL 2009, p.11.

⁵ F. Lacroix, *Titrisation : Le diable au secours de l'économie réelle ?*, Revue Banque 2014 ; n°774 ; Page 35.

⁶ O. Lacoste, *Comprendre les crises financières*, Eyrolles, Eyrolles Pratique, 9 avril 2009, p. 15.

⁷ P. Le Cannu, Th. Granier, R. Routier, *Droit commercial, Instruments de paiement et de crédit - Titrisation* ; Précis Dalloz ; 9ème édition ; Droit privé ; Page 682 ; 923

16. Concernant l'initiateur, le législateur européen a eu pour objectif d'investir personnellement celui-ci dans l'opération qu'il a lui-même entreprise et l'incite à mettre en place des titrisations « saines » sous l'impulsion du projet de titrisation STS (Section II). Les agences de notation, quant à elle, ont fait l'objet de recommandations afin de garantir une plus grande indépendance. Cependant, le législateur a souhaité aller plus loin encore en instaurant un régime de responsabilité des agences notamment sur le plan civil (Section I).

I - Responsabiliser les agences de notation

17. Cette notation a fait l'objet de nombreuses critiques. L'affaire *Enron* en 2005 avait révélé chez les agences des comportements frauduleux et a également mis en lumière les risques de conflits d'intérêts.⁹

18. Le phénomène de dérégulation des marchés initié lors des années 80 a profité à l'autorégulation des acteurs. C'est ainsi qu'au fil des années, la notation est devenue un élément indispensable des marchés financiers. Plusieurs facteurs ont contribué à son expansion tel que l'internationalisation ou encore le développement de techniques et de montages complexes¹⁰. La notation s'est incorporée dans la réglementation. Néanmoins, l'activité n'a obéi pendant longtemps à aucune règle.

19. La recherche de profit ainsi que l'étroite collaboration ont eu comme conséquence, pour l'agence de notation, une obligation implicite de ne pas dénigrer ce financement en lui attribuant une note défavorable¹¹. Cette note oriente l'émetteur sur le coût de l'émission et rassure le souscripteur sur la légitimité du prix proposé.¹² Certains considèrent que leurs interventions étaient inappropriées et sont devenues, de facto, l'une des causes de cette crise.¹³

20. Il est important de rappeler que les agences de notation sont des agences privées et qu'elles sont rémunérées par leur client, c'est-à-dire les émetteurs. Si l'agence qui attribue la note n'était pas celle qui conseille celui qui va structurer l'opération de titrisation, il n'y aurait pas de doute sur la confusion des intérêts.

21. L'agence de notation attribuait en effet une note qui était basée sur un véhicule qu'elle avait elle-même construit. Elle perdait ainsi du fait de son activité de conseil tout moyen de se dédire sur son activité de notation au risque de discréditer sa notoriété¹⁴.

22. Il a ainsi été reproché aux agences de recevoir une part trop importante de leur rémunération de la part des émetteurs dans les opérations de titrisation. La logique voudrait pourtant qu'elles aient vocation à défendre les intérêts des investisseurs. L'oligarchie selon certains auteurs n'a pas arrangé l'absence d'indépendance ni la neutralité de leurs évaluations.¹⁵

⁸ Th. Bonneau, *Norme prudentielle*, Revue de droit bancaire et financier, n°3, Mai 2015.

⁹ J-M. Moulin, *Conflits d'intérêts chez les agences de notation*, Bull Joly Bourse, 01/12/2008, Page 580

¹⁰ J-F De Polignac, *Les améliorations relatives à la notation*, Revue Lamy droit des affaires - N°63, 1er septembre 2003

¹¹ A. Prüm, *Les agences de notation dans la ligne de mire des politiques*, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2009.

¹² Th. Bonneau, N. Molfessis & F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, Corpus Droit Privé, 3ème édition, P. 338, 245.

¹³ A. Couret & H. Le Nabasque *et al (dir.)*, *Droit financier*, Dalloz, Précis droit privé, 2ème édition, 2012, page 621, 865.

¹⁴ J-M Moulin, *Conflits d'intérêts chez les agences de notation*, Bull Joly Bourse, 01/12/2008, p.580.

¹⁵ A. Prüm, *Les agences de notation dans la ligne de mire des politiques*, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2009.

23. Suite à la crise des subprimes, de nombreuses propositions ont émergé afin de ne plus reproduire ces erreurs. Par exemple, certains économistes ont avancé l'idée que la notation ne devait plus être un dispositif privé mais devait relever du service public¹⁶. Les législateurs européens et français ont oeuvré dans le sens d'un contrôle de l'activité des agences (A) complété par un régime de responsabilité civile de ces dernières (B).

A - La surveillance et le contrôle des agences de notation

24. Tout d'abord, le règlement européen relatif aux agences de notation¹⁷ de crédit a été adopté le 17 novembre 2009 dans un but de transparence et de fiabilité des activités des agences de notation. Il s'agissait de l'une des premières manifestations de la reconquête du droit sur l'autorégulation¹⁸. Ce règlement fixait notamment des règles pour prévenir les conflits d'intérêts et favoriser leur indépendance à travers des exigences organisationnelles.

25. L'AEMF a été instituée le 1er janvier 2011 en tant que partie intégrante du système européen de surveillance financière (SESF). Son objectif principal est de protéger l'intérêt public en assurant l'intégrité, la transparence et le bon fonctionnement des marchés.

26. En juillet 2011 avec le règlement (UE) dit « CRA II »¹⁹, elle a été dotée du pouvoir de surveillance exclusif sur les agences de notation enregistrées dans l'Union Européenne. À ce titre, les agences de notation de crédit établies dans l'Union Européenne doivent être enregistrées auprès de l'AEMF pour pouvoir mener leurs activités.

27. Les agences doivent toutes désormais faire l'objet d'un agrément. Celui-ci était auparavant délivré de manière discrétionnaire par les autorités de surveillance des États membres²⁰. Désormais, l'enregistrement exige que les règles relatives à l'organisation et au fonctionnement de l'agence permettent d'éviter tout risque de conflit d'intérêts.

28. Le règlement de 2009 n'était que les prémices de la réglementation. La crise de la zone euro a poussé de nombreux États membres à tirer la sonnette d'alarme pour un renforcement de l'encadrement²¹. Le règlement se verra renforcé par le règlement (UE) du 21 mai 2013²² modifiant ledit règlement. Au regard de l'article 6§4 bis, les agences sont tenues de se doter de structures de contrôle interne relatives aux conflits d'intérêts.

29. Le règlement 2013 envisage une plus grande transparence notamment lors des changements de méthodes. L'agence doit informer le public de ce changement sur son site web. Elle devra, à cet effet, en donner les raisons et ouvrir un délai de consultation d'un mois pour recueillir les avis des personnes intéressées selon l'article 8§5 bis.

¹⁶ S. Alamowitch & Th. Granier, *Éclairage. Titrisation et crise financière*, Bull Joly, 01/01/2008, Page 10.

¹⁷ Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

¹⁸ J-M Moulin, *Le règlement européen (CE) n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit*, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 22, 3 Juin 2010, 1522.

¹⁹ Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 est venu modifier le règlement (CE) n°1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

²⁰ J-F Biard, *Les agences de notation de crédit*, La semaine Juridique Entreprises et Affaires n° 27, 7 juillet 2011.

²¹ A-C Muller, *Révision du règlement (CE) n°1060/2009 : Agence de notation*, Revue de Droit bancaire et financier, n°3, Mai 2013, comm. 116.

²² Règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

30. L'AEMF devra également en être informée au regard de l'article 14§3. Enfin, lorsqu'une agence a pris conscience qu'une erreur a été commise dans une méthode qu'elle emploie, elle aura pour obligation de notifier l'erreur à l'AEMF ainsi qu'aux entités qui ont fait l'objet d'une notation par le biais de cette méthode. Pour terminer, elle devra publier l'erreur sur son site web au regard de l'article 8§7(b).

31. L'effort des réformes successives a été concentré sur la transparence de l'activité des agences de notation par la publication et le contrôle. Cependant, les difficultés demeurent quant aux qualités des méthodologies ou encore sur un « *business model* » qui ne change pas. En effet, les agences continuent à avoir comme principal rémunération les émetteurs par leurs activités de notation et de conseil.

32. Peut-on aller encore plus loin ? En effet, il reste de nombreuses questions en suspens, notamment l'oligopole avec un renforcement de la concurrence ou la réduction de la dépendance des acteurs du marché aux notations. Ce point semble avoir été amorcé par le règlement (UE) de 2013, l'AMF, à ce propos, a beaucoup insisté sur cette nécessité et c'est certainement sur ce point que le droit aura un rôle à jouer²³.

B - Instauration d'une responsabilité des agences de notation

33. La mise en place d'un régime de responsabilité civile des agences de notation a émergé aussi bien dans l'esprit du législateur français (1) que dans celui du législateur européen (2) qui, en revanche, n'a pas souhaité l'imposer aux États membres.

1. Proposition française

34. Au départ, le règlement européen de 2009 ne prévoyait pas une telle responsabilité. Ainsi, le législateur français est intervenu à travers la loi du 22 octobre 2010 pour instaurer une responsabilité des agences de notation²⁴. Cette loi apporte en France sa pierre à l'édifice²⁵ et pose de nombreuses règles inédites notamment en termes de responsabilité des agences de notation.

35. Ce régime se fonde sur les règles relatives à la responsabilité de droit commun en matière extra-contractuelle résultant des articles 1240²⁶ et 1241²⁷ du code civil. Certains auteurs affirment que ce dispositif est surprenant de par sa sévérité²⁸ en raison du fait qu'il s'appuie, pour fonder la responsabilité, sur les nombreuses obligations prévues au sein du règlement 2009. De plus, cette responsabilité peut être mise en œuvre par les parties mais également par les tiers au contrat. On entend par là, les investisseurs.

²³ J-F. Biard, *Les agences de notation de crédit*, La semaine Juridique Entreprises et Affaires n° 27, 7 juillet 2011.

²⁴ Article L.544-5 Code monétaire et Financier « Les agences de notation de crédit mentionnées à l'article L.544- 4 engagent leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n° 1060 / 2009 ».

²⁵ M. Thouch, *Loi de régulation bancaire et financière : Les agences de notation de crédit*, Revue de Droit bancaire et financier n° 2, Mars 2011.

²⁶ Article 1240 du Code Civil « Tout fait quelconque de l'homme, qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé à le réparer ».

²⁷ Article 1241 du Code Civil « Chacun est responsable du dommage qu'il a causé non seulement par son fait, mais encore par sa négligence ou par son imprudence ».

²⁸ M. Thouch, *Loi de régulation bancaire et financière : Les agences de notation de crédit*, Revue de Droit bancaire et financier n° 2, Mars 2011.

36. Certains auteurs considèrent au contraire que ce régime sera difficile à mettre en œuvre dans la mesure où il fait peser sur le demandeur la démonstration de l'existence d'un dommage dû à une faute, en l'occurrence, la violation par l'agence de notation d'un des devoirs prévus dans la réglementation européenne et la preuve d'un lien de causalité entre ce dommage et la faute. Or, ce lien de causalité semble difficile à établir en raison de la nature même de la notation qui n'est qu'une opinion affectée par l'aléa. Ce n'est qu'une probabilité²⁹.

37. Afin d'établir une faute de la part de l'agence de notation, le demandeur sera tenu de démontrer qu'il y a eu une erreur manifeste lors de l'appréciation du risque ou un conflit d'intérêts conduisant à un comportement bienveillant à l'égard de l'organisme de titrisation. Il semble évident qu'une telle démonstration ne sera pas aisée à mettre en œuvre.

38. Les agences de notation afin de se prémunir d'un tel régime pourraient user du jeu des clauses pour aménager leur responsabilité. Cependant, le législateur français a complété le dispositif, certainement dans un objectif de meilleure protection des cocontractants³⁰, en précisant que « *les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation mentionnées à l'article L.544-4 sont interdites et réputées non-écrites* »³¹. Concernant la question des clauses limitatives de responsabilité, celles-ci demeurent soumises au droit commun qui les répute non écrites qu'en cas de faute lourde ou dolosive.

39. Pour aller encore plus loin, le risque de « délocalisation » des contrats³² conclus par les agences a été pris en compte par le législateur français en réputant non écrit « *Tout accord ayant pour effet de soumettre, par avance et exclusivement, aux juridictions d'un Etat tiers à l'Union européenne un différend relatif aux dispositions du règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité, alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord* ». ³³ En réalité, l'article n'empêche que les clauses soumettant les litiges aux Etats tiers à l'Union européenne, il serait ainsi parfaitement possible de choisir les juridictions britanniques ou celles d'un autre État membre, plus favorables envers les agences.

40. En définitive, le droit français a été qualifié à de nombreuses reprises, sur ce sujet, d'agressif. Il peut surprendre de par sa sévérité, notamment en raison de la pertinence d'une telle responsabilité qui, selon certains auteurs, s'appuie sur le fait de sanctionner une opinion soumise à l'aléa.³⁴

2. Proposition européenne

41. L'Union européenne était très déterminée à procéder à la mise en place d'un régime de responsabilité pour les agences de notation. Ainsi, par un règlement (UE) n° 462/2013, modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009, le

²⁹ J-F. Biard, *Les agences de notation de crédit*, La semaine Juridique Entreprises et Affaires n° 27, 7 juillet 2011.

³⁰ A-D Merville, *Agence de notation : La responsabilité civile, pénale et administrative des agences de notation*, Revue de Droit bancaire et financier n° 3, Mai 2013, étude 9.

³¹ Article L.544-6 Code Monétaire et Financier.

³² N. Rontchevsky & M. Storck, *Une tentative de réponse française à la crise financière : commentaire de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010*, RTD com 2011

³³ Article L.544-5 Code monétaire et Financier.

³⁴ X. Clédât, *Agences de notation : la délicate mise en œuvre de leur responsabilité civile*, Revue Lamy Droit civil, n°96, 2012.

législateur a mis en place un recours. Néanmoins, cette tentative ne relève que de la simple intention et il revient aux États membres d'appréhender cette proposition effectuée par les instances européennes.

42. Il convient de s'attarder sur les conditions de ce recours (a) afin de constater que, à l'instar du législateur français, le législateur européen conditionne la validité des clauses limitatives de responsabilité (b).

a - Conditions du recours

43. Le règlement distingue le recours effectué par un investisseur (1) du recours effectué par un émetteur (2).

1. Recours de l'investisseur

44. L'investisseur n'ayant aucune relation contractuelle avec l'agence de notation doit, au regard de l'article 35 bis du règlement, démontrer que l'agence a commis une infraction énumérée à l'annexe III du règlement (CE) 1060/2009 de manière intentionnelle ou avec une négligence grave et qu'elle a causé une perte chez l'investisseur qui s'est raisonnablement appuyé sur la notation. Cette dernière indication laisse sous-entendre que l'investisseur doit engager sa propre évaluation du risque de crédit et qu'il ne s'appuie pas uniquement sur l'évaluation effectuée par l'agence.

45. Également, le texte indique qu'il faut que l'infraction ait été « intentionnelle » ou bien liée à une « négligence grave ». Le degré de gravité se justifie de par la nature même du travail des agences de notation à savoir un avis soumis à l'aléa.

2. Recours de l'émetteur

46. L'émetteur peut se fonder sur la relation contractuelle qu'il entretient avec l'agence pour fonder son action en réparation au regard de l'article 35 bis alinéa 1er.³⁵ Exception faite de la responsabilité liée aux liens contractuels les unissant, le considérant 32 du règlement³⁶ indique que cette responsabilité peut être engagée pour des dommages qui sortent du cadre de la responsabilité contractuelle à condition que l'émetteur ne fournisse pas d'informations trompeuses ou inexactes.

b. Clauses limitatives de responsabilité

47. Le règlement prévoit³⁷ que les clauses limitatives de responsabilité ne sont valables que si elles sont raisonnables et proportionnées. Le texte ajoute également qu'elles doivent être admises par la législation nationale applicable. Selon le paragraphe 4 de l'article 35 bis du règlement, les caractères « raisonnable » et « proportionné » sont « interprétés et appliqués conformément au droit national ». Au regard de la marge d'appréciation qu'offre ce

³⁵ « L'émetteur peut demander réparation des lors qu'il montre que son instrument ou ses instruments financiers sont couverts par cette notation de crédit et que l'infraction n'a pas été causée par des informations trompeuses et inexactes fournies par l'émetteur à l'agence de notation de crédit, directement ou par l'intermédiaire d'informations accessibles au public ».

³⁶ « Un émetteur peut aussi éprouver des difficultés à invoquer la responsabilité civile de l'agence de notation à son égard même lorsqu'il est lié contractuellement avec celle-ci: par exemple, une baisse de notation de crédit, décidée sur la base d'une infraction au règlement (CE) n° 1060/2009 commise de manière intentionnelle, par négligence grave, peut avoir un effet négatif sur la réputation et les couts de financement d'un émetteur, causant ainsi à celui-ci un préjudice même s'il n'est pas couvert par la responsabilité contractuelle ».

³⁷ Article 35 bis §3 règlement (UE) n°462/2013.

règlement aux États membres dans l'interprétation du dispositif, le règlement semble dénué d'intérêt. Par exemple, l'article 35 bis du règlement impose que la « négligence grave », provoquant l'une des infractions énumérées à l'annexe III du règlement (CE) de 2009, soit définie par les droits nationaux.

48. Le règlement invite constamment à se référer aux droits nationaux. En outre, ce régime de responsabilité civile n'a aucune force contraignante et l'on décèle un échec dans la tentative d'harmonisation des législations potentiellement lié à une mésentente des États membres. Néanmoins, le règlement demeure un socle sur lequel on peut s'appuyer si l'on souhaite mettre en place une telle responsabilité.

49. En définitive, l'action des législateurs à l'encontre des agences de notation a eu pour but d'envoyer un signal : la titrisation est en train d'être remodelée. On cherche dorénavant à trouver un juste équilibre entre l'autorégulation et l'encadrement législatif. Cette question s'est d'ailleurs posée pour les parties prenantes à l'opération de titrisation.

II - Responsabiliser les parties prenantes à l'opération de titrisation

50. L'idée d'une convergence des intérêts entre les investisseurs et l'initiateur à l'opération de titrisation semblait être une option satisfaisante. C'est ainsi qu'il fut décidé de mettre en place une rétention du risque dans l'opération de titrisation. (A) Également, le législateur européen a oeuvré pour promouvoir une facette positive de la titrisation au travers d'un label dit « STS » (B).

A - Obligation de rétention

51. Consacrée par le législateur européen, l'obligation de rétention est désormais prévue au sein du règlement délégué (UE) n°625/2014 du 13 mars 2014 complétant le règlement (UE) n°575/2013 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences pour les investisseurs, sponsors, prêteurs initiaux et établissements initiaux eu égard à l'exposition au risque de crédit transféré.

52. La rétention du risque par l'initiateur a été favorablement admise en raison de l'alignement des intérêts des acteurs qu'elle engendre³⁸. Désormais, il est exigé que l'entité agissant en qualité d'initiateur, de sponsor ou de prêteur initial maintienne en permanence, pour chacune des tranches vendues ou transférées aux investisseurs, un intérêt économique de 5%³⁹.

53. L'intérêt retenu doit être égal à 5% de la valeur nominale de chacune des tranches vendues ou transférées aux investisseurs ou la valeur nominale des expositions titrisées. L'idée de tranche est indispensable pour qualifier une opération de « titrisation » au regard du règlement (UE) n°575/2013. Il énonce qu'il s'agit d'une opération « par laquelle le risque de crédit associé à une exposition ou à un ensemble d'expositions est subdivisé en tranches »⁴⁰. À ce titre, le « *tranching* » est obligatoire pour obtenir la qualification d'opération de titrisation.

³⁸ F. Faure-Dauphin, C. Marion, *La régulation de la titrisation toujours en question*, Revue droit bancaire et financier, n°1, janvier 2015, prat. 1.

³⁹ Article 405 §1 a) du règlement (UE) n°575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

⁴⁰ Article 4 § 61 du règlement (UE) n°575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

54. L'exigence de rétention est satisfaite dans l'un des nombreux cas prévus par le texte à savoir : (a) une rétention au prorata dans chacune des tranches vendues ou transférées aux investisseurs ; ou (b) une rétention de l'intérêt de l'initiateur pour les expositions renouvelables ; ou (c) une rétention d'expositions choisies de manière aléatoire ou (d) une rétention de la tranche de première perte ; ou (e) une rétention d'une première perte dans chaque exposition titrisée⁴¹.

55. L'article 1er du règlement délégué (UE) du 13 mars 2014 dispose dans son article 1er que le rétenteur est « l'entité agissant en qualité d'initiateur, de sponsor ou de prêteur initial qui retient un intérêt économique net dans la titrisation conformément à l'article 405, paragraphe 1, du règlement (UE) n°75/2013 ».

56. Au regard du règlement (UE) n°75/2013, l'initiateur est une entité qui a pris part directement ou indirectement à l'accord d'origine ayant donné naissance aux obligations ou obligations potentielles du débiteur ou débiteur potentiel et donnant lieu à l'exposition titrisée ou achète les expositions d'un tiers pour son propre compte et qui les titre.⁴²

57. Le texte parle également de « sponsor », le règlement (UE) n°75/2013 le définit comme « un établissement, autre qu'un établissement initiateur, qui établit et gère un programme de papier commercial adossé à des actifs ou un autre dispositif de titrisation qui rachète les expositions d'un tiers ». ⁴³

58. Au regard du texte, l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial doit communiquer expressément à l'établissement ou plutôt l'investisseur qu'il retiendrait en permanence un intérêt économique net qui ne serait pas inférieur à 5%⁴⁴. Néanmoins, il convient de se reporter au règlement délégué (UE) n°625/2014 dans son article 3 pour comprendre que « l'intérêt économique net significatif retenu n'est pas partagé entre différents types de rétenteurs ». À cet effet, un initiateur et un sponsor ne peuvent ensemble détenir cet intérêt. En revanche, le texte précise que des initiateurs multiples, des sponsors multiples ou encore des prêteurs multiples sont en mesure de retenir un intérêt économique net significatif.⁴⁵

59. Le règlement poursuit en indiquant que l'exigence de rétention est satisfaite par chaque initiateur à proportion de l'ensemble des expositions titrisées mais par dérogation, la rétention est satisfaite si l'un des multiples initiateurs assume seul cette exigence.⁴⁶ Cependant, le règlement exige l'application alternative de deux conditions : (1) l'initiateur ou le prêteur initial devra avoir mis en place le programme ou le dispositif de titrisation et le gère ou (2) lorsque l'initiateur ou le prêteur initial, qui a mis en place le programme ou le dispositif, a apporté plus de 50% du total des expositions titrisées. En revanche, lorsque les expositions titrisées ont été sponsorisées par des sponsors multiples, l'exigence de rétention est satisfaite par le sponsor dont (1) l'intérêt économique est le mieux aligné sur les investisseurs tel que convenu par les sponsors multiples sur la base de critères objectifs, tels que la structure des frais,

⁴¹Article 405 du règlement (UE) n°75/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

⁴² Article 4§13 du règlement (UE) n°75/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

⁴³ Article 4§14 du règlement (UE) n°75/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

⁴⁴ Article 405§1 du règlement (UE) n°75/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

⁴⁵ Article 3§1 du règlement délégué (UE) n°625/2014 de la commission du 13 mars 2014.

⁴⁶ Article 3§2 et §3 du règlement délégué (UE) n°625/2014 de la commission du 13 mars 2014.

la participation à la mise en place et à la gestion du programme ou dispositif de titrisation et l'exposition au risque de crédit des titrisations; ou (2) chacun des sponsors de façon proportionnelle en fonction du nombre de sponsors.⁴⁷

60. Le règlement européen dans son article 405 (1) indique que l'établissement qui n'agit pas en qualité d'initiateur ne peut s'exposer au risque de crédit lié à une position de titrisation sans qu'il soit expressément prévu que l'initiateur ne retienne en permanence un intérêt net significatif qui ne sera pas inférieur à 5%. Le législateur européen, en œuvrant ainsi, se concentre sur les investisseurs. Une telle approche peut sembler curieuse étant donné que l'on cherche à responsabiliser les initiateurs afin de protéger les investisseurs. Néanmoins, ce texte est tout à fait justifié par la pratique. En effet, ce ne sont pas les établissements européens qui œuvrent à la mise en place d'opérations de titrisation mais au contraire, les entités américaines. Il s'agissait dans ce cas de trouver une solution afin de contrôler les agissements des initiateurs. Dès lors, le législateur européen a décidé de pousser ses investisseurs à l'autorégulation.

61. Le règlement (UE) emploie ainsi une approche indirecte car les principaux intéressés ne sont pas directement visés par les dispositions du présent règlement. C'est dans ce cadre qu'une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des règles communes en matière de titrisation ainsi qu'un cadre européen pour les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 648/2012 a émergé⁴⁸.

62. Cette proposition estime que cette approche a vocation à représenter une charge supplémentaire pour les investisseurs, tenus de s'informer du respect de cette obligation de rétention. Elle s'appuie sur le fait qu'il n'est pas toujours aisé de disposer de ces informations. Aussi, elle propose de mettre en place une obligation directe de rétention similaire au modèle mis en place aux Etats-Unis accompagnée d'une obligation de déclaration. Ainsi, les investisseurs disposeront facilement d'un accès à cette information. En revanche, pour les opérations de titrisation dont l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial n'est pas établi dans l'Union, la proposition de règlement rappelle que l'approche indirecte sera conservée pour ces cas de figure.

63. En définitive, le législateur a œuvré dans le sens d'une plus grande responsabilisation des acteurs en amont de la chaîne de titrisation. Cependant, le législateur européen s'est attaché également à responsabiliser les investisseurs car, à défaut de contrôler les principaux initiateurs, elle a décidé de rendre ses propres protagonistes plus vigilants.

B - Titrisation « saine »

64. La fin de l'année 2014 a été marquée par un renouvellement au sein des institutions européennes. La nomination de Jean- Claude Juncker en tant que président de la Commission a su emporter l'adhésion du Parlement et du Conseil en se basant sur la relance de la croissance en Europe et du financement de l'économie.⁴⁹

⁴⁷ Article 3§4 du règlement délégué (UE) n°625/2014 de la commission du 13 mars 2014.

⁴⁸ Résolution législative du Parlement européen du 26 octobre 2017 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des règles communes en matière de titrisation ainsi qu'un cadre européen pour les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées.

⁴⁹ K. Lachgar, *Financement de l'économie réelle, Union des marchés de capitaux et nouvelle philosophie de la régulation : l'espoir est permis*, Bull Joly Bourse, 01/07/2015, Page 306.

65. Dans ce contexte, le commissaire Hill a présenté, le 18 février 2015, trois documents de consultation concernant l'Union des marchés de capitaux en Europe incluant une possible relance de la titrisation. Ainsi, la Commission européenne déclare son soutien le 27 mars 2014 dans une communication dans laquelle elle demande de relancer la titrisation pour « faciliter l'accès des PME aux marchés des capitaux ». ⁵⁰ Également, le Président de l'AMF dans le rapport annuel du 13 juin 2013 déclare que « la titrisation quand elle est bien faite, est utile au financement de l'économie ». La BCE ainsi que la Banque d'Angleterre ont publié conjointement un document dans lequel elles exposent les avantages que représentent la titrisation. ⁵¹ Il énonce également les problématiques qui empêchent la titrisation de repartir en Europe avec des principes qui permettent d'identifier une « bonne titrisation ».

66. Le commissaire Hill avait déclaré « Si les titrisations de créances PME revenaient ne serait-ce qu'à la moitié de leur niveau de 2007, cela pourrait représenter quelques 20 milliards d'euros de financement en plus » ⁵² C'est ainsi que les instances européennes se sont lancées à la recherche d'une « bonne » titrisation. ⁵³ Le cadre réglementaire mis en place postérieurement à la crise a pour objectif de ne plus commettre les mêmes erreurs et promouvoir une titrisation saine. Cependant, l'Autorité Bancaire Européenne (ABE) souhaite aller encore plus loin et tentent de défendre le projet d'une « super titrisation ». ⁵⁴

67. Des travaux ont été discutés à ce sujet. Ils désirent promouvoir une titrisation STS « Simple ; Transparente & Standardisé ». ⁵⁵ Elle justifie une distinction entre la « bonne » titrisation de la « mauvaise » par un intérêt de confiance de la part des investisseurs. L'autorité énonce pour cela plusieurs principes qui peuvent permettre d'identifier une titrisation STS, notamment la conservation par l'initiateur d'un intérêt dans le portefeuille titrisé, des obligations de transparence renforcées, une cession parfaite sur un plan juridique, ou encore la mise en place de priorités de paiements reposant sur des principes simples. À ce titre, le Parlement européen a donné son avis au travers d'une résolution législative en date du 26 octobre 2017. ⁵⁶

68. La responsabilité de vérifier ces critères incombe aux initiateurs et sponsors. L'intérêt est pour eux, comme pour les investisseurs, de s'intéresser à ce type de produit et ne plus se reposer entièrement sur les appréciations des agences de notation.

⁵⁰ Communication au Parlement européen et au Conseil sur le financement à long terme de l'économie européenne, COM (2014) 168, 27 mars 2014.

⁵¹ BCE / BA, « *The case for a better functioning securitization market in the European Union* » <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb>.

⁵² Discours à la conférence annuelle de la Fédération Bancaire Européenne, 17/09/2015.

⁵³ S. Leboucher, *Titrisation : Pour une meilleure répartition des risques*, Revue Banque n°788, Octobre 2015.

⁵⁴ F. Faure-Dauphin, C. Marion, *La régulation de la titrisation toujours en question*, Revue Droit bancaire et Financier, n°1, Janvier 2015, prat. 1.

⁵⁵ L'Autorité Bancaire Européenne (ABE) a publié le 7 juillet 2015 un avis à la Commission sur un cadre pour les titrisations éligibles, dans lequel elle propose des critères pour définir les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées, et notamment un ensemble d'éléments spécifiques pour les titrisations à court terme que sont les papiers commerciaux adossés à des actifs (ABCP). L'ABE a également proposé un traitement prudentiel plus sensible au risque des instruments de titrisation à long terme, ainsi que pour les ABCP, en ajustant les exigences de fonds propres proposées dans le dispositif de Bâle relatif aux titrisations de 2014 afin de prendre en compte le niveau de risque relativement plus faible des titrisations STS.

⁵⁶ Résolution législative du Parlement européen du 26 octobre 2017 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des règles communes en matière de titrisation ainsi qu'un cadre européen pour les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées.

69. La titrisation STS pourrait permettre de faire « barrage » à un phénomène grandissant que l'on nomme « *shadow banking* ». Cette notion vise les « entités réalisant une activité de transformation de maturité, de liquidité, d'effet de levier ou de transfert de risque de crédit qui ne sont pas supervisées dans le cadre de la consolidation prudentielle et ne sont pas soumises aux exigences prudentielles ». ⁵⁷ On parle aussi de système bancaire parallèle.

70. Le Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board) estime la taille du système bancaire parallèle au niveau mondial à environ 46 000 Milliards EUR en 2010, contre 21 000 Milliards EUR en 2002. ⁵⁸ Il l'estime cependant utile pour le financement de l'économie réelle mais lui reconnaît un danger potentiel ⁵⁹.

71. Selon la Banque centrale européenne ⁶⁰ (BCE), la taille du système bancaire parallèle a plus que doublé sur la dernière décennie. Ainsi, il semble que plus on resserre l'étau réglementaire autour des banques plus ce mouvement de croissance du *shadow banking* semble s'accélérer. Ces dernières, sous la pression réglementaire, ont tendance à délaissier les actifs et opérations risqués à cette finance parallèle qui n'est pas soumise aux mêmes exigences.

72. « Il faut réguler pour éviter une nouvelle crise mais si on ne veut pas qu'une déflagration intervienne sur un tout autre terrain, inconnu aujourd'hui, dans quelques années, je crois qu'il faut aller au-delà, prendre de la hauteur et faire en sorte que notre planète communie dans un minimum d'éthique pour permettre au libéralisme de se prémunir contre ses excès » ⁶¹. D'autant plus que les chiffres ont démontré que les taux de défaut en Europe sont restés contenus comparés à d'autres marchés, il est ainsi contre-productif de réglementer encore plus sévèrement la titrisation européenne pour des maux dont elle ne souffre guère ⁶².

73. À ce propos, certains ⁶³ ont déjà proposé des mesures telles que l'opportunité de desserrer certaines contraintes pesant sur les banques ou encore, ce qui semble plus approprié, réglementer le système bancaire parallèle et procéder à un alignement entre les acteurs bancaires traditionnels et ceux issus du « *shadow banking* » concernant les obligations qui s'imposent déjà en termes de ratio prudentiel ou de transparence afin d'assurer une réelle sécurité des marchés.

⁵⁷ N. Mathey, *Système bancaire parallèle - ACPR : conformité aux orientations de l'ABE en matière de shadow banking*, Revue de Droit bancaire et financier n°2, Mars 2017, comm. 54.

⁵⁸ Financial Stability Board, *Shadow Banking : Strengthening Oversight and Regulation*, Recommendations, 27 oct. 2011

⁵⁹ Financial Stability Board publishes *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*.

⁶⁰ European Central Bank, *Report on financial structures*, oct. 2015

⁶¹ A. Benassy Quéré, B. Esambert, C. Walter, D. Lamoureux, J-C Le Duigou, J-F Péresse (dir.), *Éthique et crise financière*, Paris l'Harmattan, DL 2009, p.42.

⁶² F. Faure-Dauphin, C. Marion, *Titrisation : La régulation de la titrisation toujours en question*, Revue Droit bancaire et Financier, n°1, janvier 2015, prat. 1.

⁶³ H. Boucheta, *Shadow banking : menace ou opportunité ?*, Bull Joly Bourse, 01/04/2016, n°4, page 171.