

LA PROTECTION DES INVESTISSEURS DANS LA TITRISATION

Victoria Baruselli Cabral de Melo *

Table des matières

INTRODUCTION.....	105
1. LES OUTILS DE PROTECTION DES INVESTISSEURS DANS LA TITRISATION	121
1.1. LES EXIGENCES DE TRANSPARENCE DANS LA TITRISATION.....	121
1.1.1. <i>Les informations qui doivent être fournies aux investisseurs.....</i>	122
1.1.2. <i>Le rôle des agences de notation de crédit.....</i>	127
1.2. LA RESPONSABILISATION DES ACTEURS DE LA TITRISATION VIS-A-VIS DES INVESTISSEURS ..	132
1.2.1. <i>La responsabilisation de l’initiateur, du sponsor et du prêteur initial de la titrisation .</i>	133
1.2.2. <i>La responsabilisation des agences de notation de crédit.....</i>	135
2. LA DILIGENCE REQUISE DES INVESTISSEURS DANS LA TITRISATION	140
2.1. LA CONSTRUCTION DU DEVOIR DE DILIGENCE DES INVESTISSEURS	140
2.1.1. <i>L’évolution du devoir de diligence.....</i>	140
2.1.2. <i>Les investisseurs concernés par le devoir de diligence.....</i>	142
2.2. L’EXERCICE DU DEVOIR DE DILIGENCE PAR LES INVESTISSEURS.....	143
2.2.1. <i>La diligence avant de détenir une position de titrisation.....</i>	144
2.2.2. <i>La diligence dans le contrôle et le suivi des positions de titrisation</i>	147
CONCLUSION.....	148

* Titulaire d’un master 2 en droit des affaires de l’Université Paris 1 Panthéon Sorbonne. Master en droit des affaires de l’Universidade de São Paulo en cours. Titulaire d’un « bacharelado » en droit de l’Universidade de São Paulo. Titulaire d’une licence en droit de l’Université de Lyon. Avocate au Brésil.

Abstract

Investors are essential to the financing of the economy and to economic growth. Investor protection is a major concern of the financial regulation. Investor protection is particularly important in securitization operations, due to their greater risks and complexity, along with market failures in the securitization market. Investors should have the proper protection tools, in order to ensure investor protection in this market, while contributing to the financing of the economy and to financial stability. The approach adopted for investor protection should not be merely passive, but it should be followed by a due diligence requirement. In light of the investor protection in securitization, this paper aims to analyze the safeguards available to investors and the due diligence required from particular cases.

Résumé

Les investisseurs sont essentiels au financement et à la croissance de l'économie. Leur protection se trouve au centre des objectifs de la régulation financière. Dans les opérations de titrisation, la protection des investisseurs mérite une attention particulière, compte tenu des caractéristiques souvent plus risquées et complexes de ces opérations, aussi bien que des défaillances existant dans le marché de la titrisation. Pour garantir la protection des investisseurs dans ce marché, tout en contribuant au financement de l'économie et à la stabilité du système économique, il est fondamental, d'abord, de mettre à leur disposition des outils de protection. Toutefois, l'approche de cette protection ne doit pas être purement passive, mais doit s'accompagner d'un devoir de diligence imposé aux investisseurs. Dans cette perspective, ce travail vise à analyser non seulement les mesures de protection qui sont à disposition des investisseurs, mais aussi le rôle actif et diligent que certains investisseurs doivent assumer.

INTRODUCTION

« La protection des investisseurs participe, avec la sécurité, l'intégrité et la transparence, des objectifs de la régulation financière. Les investisseurs sont au cœur des préoccupations, ce qui se comprend, car ils participent au financement de l'économie réelle, ce financement étant une condition *sine qua non* de la croissance », écrit T. Bonneau¹.

La protection des investisseurs dans la titrisation a une importance particulière, étant donné que les opérations de titrisation sont normalement plus complexes et plus risquées que d'autres types de produits financiers. Néanmoins, le fait de présenter des risques ne signifie pas qu'un produit ne soit pas adapté aux besoins d'un investisseur. En réalité, comme l'évoque la célèbre citation de Warren Buffett, « *Risk comes from not knowing what you're doing* »². Dans un marché marqué, d'un côté, par l'existence d'une asymétrie d'information entre les investisseurs et les parties à l'opération de titrisation et de l'autre, par une possible naïveté inappropriée de la part des investisseurs, cette citation prend alors tout son sens. Ainsi, il est essentiel de mettre à disposition des investisseurs des outils de protection. Néanmoins, certains investisseurs doivent assumer un rôle actif et utiliser ces outils en vue de réaliser la diligence qui leur est requise.

Le terme « *titrisation* », néologisme de la langue française, suggère l'idée de « transformation en titre ». Ce terme est apparu d'abord dans les milieux financiers aux États-Unis sous le nom de « *securitization* », en évoquant la transformation des actifs en « *securities* » (valeurs mobilières ou titres)³. Il s'agit ainsi de l'opération consistant à transformer des actifs illiquides ou peu liquides en titres financiers, qui sont, quant à eux, des actifs liquides et qui peuvent facilement circuler sur les marchés financiers⁴.

Traditionnellement, l'opération de titrisation correspond à la transaction par laquelle une entreprise ou un établissement de crédit (l'initiateur) transfère un portefeuille d'actifs générateurs de revenus, usuellement des créances monétaires (le sous-jacent), à une entité *ad hoc* créée spécialement pour l'opération (le véhicule de titrisation). Pour financer l'acquisition du portefeuille d'actifs, le véhicule de titrisation émet des titres financiers qui seront offerts à

¹ T. Bonneau, « Préface », in A. Tehrani, *Les investisseurs protégés en droit financier*, LexisNexis, 2015.

² « Le risque est de ne pas savoir ce que vous faites ». *Forbes Magazine*, 4 octobre 2018, disponible en ligne : <https://www.forbes.com/sites/zackfriedman/2018/10/04/warren-buffett-best-quotes/#b68cd9f42616> (consulté le [01 décembre 2020]).

³ F. Oditah, « Selected issues in securitization », in F. Oditah (dir.), *The future for the global securities market: legal and regulatory aspects*, Clarendon Press, 1996, p. 83.

⁴ A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 8 ; G. Cornu (dir.), *Vocabulaire juridique*, P.U.F., 2011, « Titrisation ».

des investisseurs sur les marchés de capitaux. Le remboursement du principal et le paiement des intérêts ou dividendes dus sur ces titres aux investisseurs sont assurés au moyen de flux générés par les actifs⁵. Ce montage permet ainsi à l'initiateur d'être payé en fonction du paiement du prix de souscription des titres financiers émis, tandis que les investisseurs sont payés grâce à l'ensemble des actifs titrisés. De ce fait, la titrisation est un moyen de financement fondé sur le transfert du risque du crédit de l'initiateur aux investisseurs⁶.

Dans le montage classique de la titrisation (titrisation classique ou « *cash* »), les actifs sortent du patrimoine de l'initiateur et sont transférés au patrimoine du véhicule de titrisation – ce qui entraîne aussi un transfert des risques liés à ces actifs. En général, les entreprises recourent à cette forme de titrisation pour se financer et améliorer leur trésorerie : elles reçoivent tout de suite la somme d'argent issue du produit de la souscription des titres et ainsi n'ont plus besoin d'attendre les revenus à venir tirés des actifs transférés. De plus, les établissements de crédit se servent de ces titrisations – qui doivent avoir pour effet de faire sortir les créances de leur bilan – aussi pour économiser du capital réglementaire, c'est-à-dire, le montant du capital qu'ils sont tenus de conserver pour se protéger de pertes potentielles, en vertu de normes prudentielles.

Au lieu de transférer les actifs sous-jacents eux-mêmes au véhicule de titrisation, certaines opérations ne visent à transférer que les risques relatifs à ces actifs : ce sont les titrisations dites synthétiques. Les effets de la titrisation classique sont synthétiquement reproduits, vu que même si les actifs sous-jacents ne sont pas objet d'un transfert juridique, leurs risques le sont. Au-delà d'une finalité de financement, ces titrisations ont pour principal but de protéger l'initiateur contre les risques liés à ses actifs. Les titrisations synthétiques sont réalisées généralement par un contrat financier appelé dérivé de crédit. À travers ce contrat, l'initiateur (ici l'acheteur de protection) achète une protection vendue par le véhicule de titrisation (ici le vendeur de protection), qui ainsi s'engage à verser un montant à l'initiateur en cas de réalisation de risques contractuellement précisés, moyennant le versement d'une prime par l'initiateur durant le contrat. Habituellement, cette opération est pratiquée par les

⁵ « Dans la plupart des cas, l'initiateur s'occupe de la gestion des créances du portefeuille, du recouvrement des paiements des débiteurs cédés et de la cession directe des sommes à l'organisme ou au trustee : il fait office de recouvreur. Pour éviter toute difficulté d'un cédant insolvable qui ne pourrait plus remplir cette obligation, un tiers peut être nommé pour effectuer cette tâche. » (J. Hubert, *Les nouveaux défis juridiques de la titrisation aux États-Unis et en Europe*, mémoire, Université Paris 2 Panthéon-Assas, 2014, p. 13-14).

⁶ X. Kergommeaux, « Titrisation », *Répertoire de droit commercial*, Dalloz, janvier 2010, § 1 ; A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 2 ; J. Hubert, *Les nouveaux défis juridiques de la titrisation aux États-Unis et en Europe*, mémoire, Université Paris 2 Panthéon-Assas, 2014, p. 13-14.

établissements de crédit (en position d'acheteurs de protection) sur des créances de prêts et titres obligataires. En comparaison avec la titrisation classique, la titrisation synthétique est considérée plus complexe et moins nombreuse⁷.

En tout cas, comme le précise A. Quiquerez, « qu'il s'agisse de titrisation classique ou de titrisation synthétique, la titrisation se compose de deux opérations distinctes, complémentaires et nécessaires : le transfert de risques liés à des actifs et l'émission de titres financiers »⁸.

La titrisation est née aux États-Unis dans le contexte de financement des crédits hypothécaires dans le début des années 1970⁹. La titrisation a pu s'y développer grâce au fait que ce système juridique possédait les instruments appropriés (notamment l'institution du *trust*¹⁰). Avec l'internationalisation des marchés financiers, la technique de la titrisation s'est diffusée mondialement.

À l'inverse des États-Unis et en l'absence d'un régime juridique favorable, le législateur français a dû intervenir pour introduire le mécanisme de la titrisation en France. Avant cette intervention, en plus du fait que la cession de créances ne pouvait être réalisée qu'en respectant les règles contraignantes du droit commun¹¹, l'achat de créances non échues à titre professionnel relevait du monopole bancaire¹². Ainsi, il a fallu attendre la loi du 23 décembre 1988¹³ pour implanter la titrisation dans le système juridique français. Cette loi a permis aux établissements de crédit et à la Caisse des dépôts et consignations de céder leurs

⁷ J. Hubert, *Les nouveaux défis juridiques de la titrisation aux États-Unis et en Europe*, mémoire, Université Paris 2 Panthéon-Assas, 2014, p. 12 ; X. Kergommeaux, « Titrisation », *Répertoire de droit commercial*, Dalloz, 2010, § 2 ; A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, §§ 11-13.

⁸ A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 13.

⁹ La première titrisation de crédits hypothécaires est attribuée à la *Government National Mortgage Association*. Les titrisations synthétiques sont plus récentes, dont la première opération a été réalisée par JP Morgan en 1997 (L. T. Kendall, « Securitization : A New Era in American Finance », in L. T. Kendall, M. J. Fishman, (dir.), *A primer on securitization*, Massachusetts Institute of Technology Press, 1996, p. 6 ; A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 9).

¹⁰ « En effet, la titrisation suppose qu'une personne, titulaire de créances les cède à une tierce personne qui émet des titres sur un marché réglementé pour financer cette acquisition. L'institution du *Trust* a permis de réaliser une telle opération et d'en assurer la sécurité. L'établissement titulaire de créances qui souhaite les céder, les confie à un trustee. Celui-ci, en qualité d'administrateur-propriétaire des biens confiés dans l'intérêt d'un ou plusieurs bénéficiaires, finance l'acquisition des créances en émettant des titres qui sont proposés à des souscripteurs par l'intermédiaire d'établissements spécialisés. Ces établissements déterminent les caractéristiques des obligations émises. Les créances ainsi financées sont garanties par les autres biens contenus dans le trust. De plus, seuls les investisseurs titulaires des titres détiennent désormais un droit de préférence sur les créances cédées. » (H. Hovasse, « La titrisation », *Juris-Classeur Banque-Crédit-Bourse*, 25 juillet 2008, LexisNexis, fasc. 2260, § 1).

¹¹ À l'époque, selon l'article 1690, alinéa 1^{er}, du Code civil, « Le cessionnaire n'est saisi à l'égard des tiers que par la signification du transport faite au débiteur ».

¹² La loi bancaire du 24 janvier 1984 considérait que cet achat constituait une opération de crédit, et était ainsi réservé aux établissements de crédit.

¹³ Suivie d'un décret n° 89-158 du 9 mars 1989 précisant la réalisation de l'opération de titrisation.

créances à une entité, appelée fonds commun de créances (le premier véhicule de titrisation français)¹⁴, qui émet sur les marchés financiers des parts représentatives de ces créances. Dans un premier temps, la titrisation était réservée aux établissements bancaires, et elle était considérée comme un outil d'amélioration de leur gestion financière. Après plusieurs interventions du législateur, l'utilisation de la titrisation s'est étendue aux entreprises et son cadre juridique s'est constamment assoupli¹⁵.

Aujourd'hui, en droit français, la notion de titrisation est appréhendée à travers l'objet de l'organisme de titrisation. Selon l'article L214-168, alinéa 1^{er}, du Code monétaire et financier : « Les organismes de titrisation ont pour objet, d'une part, d'être exposés aux risques, y compris les risques d'assurance [...] et, d'autre part, d'en assurer en totalité le financement ou la couverture [...]. ». La notion d'exposition aux risques est définie très largement, du fait que cette exposition « peut résulter de l'acquisition, la souscription ou la détention de créances ou d'autres éléments d'actif [...], l'octroi de prêts ou la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance, de garanties, de sûretés, ou de sous-participations en risque ou en trésorerie » (article L214-175-1, I, du Code monétaire et financier). Ainsi, cette notion relève d'une approche économique et englobe un vaste spectre de techniques juridiques aboutissant à l'exposition aux risques¹⁶.

Les textes européens, dans une conception plus large, définissent la titrisation comme « une opération par laquelle, ou un dispositif par lequel, le risque de crédit associé à une exposition ou à un panier d'expositions est subdivisé en tranches » et dans laquelle les paiements effectués aux investisseurs « dépendent de la performance de l'exposition ou du panier d'expositions » et « la subordination des tranches détermine la répartition des pertes pendant la durée d'existence de l'opération ou du dispositif »¹⁷. Si d'un côté cette définition ne précise pas les modalités d'exposition au risque de crédit, afin d'appréhender les différentes

¹⁴ Le premier fonds commun de créances a été créé en 1989 pour acquérir des créances détenues par la Société des bourses françaises sur des intermédiaires du marché financier (A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 34).

¹⁵ À propos de l'évolution du régime juridique de la titrisation en France : voy., T. Granier *et al*, *Droit commercial : Instruments de paiement et de crédit. Titrisation*, Dalloz, 2017, §§ 649 et suivants.

¹⁶ A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 18.

¹⁷ Article 2, point 1), du règlement (UE) n° 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations 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. À propos de ce règlement, voy., *infra*.

modalités de titrisation, de l'autre, elle ne prendrait pas en compte le cas de l'émission d'une seule tranche de titres¹⁸⁻¹⁹.

En somme, la titrisation se définit en général par trois éléments caractéristiques : l'existence d'un véhicule de titrisation, un transfert de risques liés à des actifs déterminés et, enfin, l'émission de titres financiers. De ce fait, trois participants sont structurels à cette opération : l'initiateur de la titrisation, le véhicule de titrisation et les investisseurs. L'initiateur est l'entreprise à l'origine de l'opération, qui décide de recourir à la titrisation en transférant les risques liés à ses actifs. Le véhicule de titrisation est une entité *ad hoc* (à savoir une structure juridique dotée d'une certaine autonomie et dont la création est dédiée à un but particulier), qui reçoit le transfert des actifs ou de risques et qui émet les titres financiers. En France, le véhicule de titrisation est l'entité nommée organisme de titrisation, qui appartient à la catégorie des fonds d'investissement alternatifs, lesquels constituent des organismes de placement collectif²⁰. L'organisme de titrisation peut avoir la forme²¹ soit d'un fonds commun de titrisation²², soit d'une société de titrisation²³. Les parts et actions des organismes de titrisation sont des titres financiers, aussi bien que les titres de créances²⁴ émis par ces organismes²⁵ (ce qui est plus fréquent dans le cadre d'une titrisation)²⁶. Les investisseurs sont ceux qui souscrivent aux titres financiers émis par le véhicule de titrisation et c'est grâce à eux que l'initiateur va recevoir des liquidités, moyennant une rémunération dont le montant dépend du flux de revenus produits par les actifs sous-jacents. Au-delà de ces participants indispensables, d'autres participants peuvent intervenir dans le montage d'une opération de titrisation²⁷, outre le rôle important que

¹⁸ A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 17.

¹⁹ En outre, l'article 2, point 1), du règlement (UE) n° 2017/2402, exclue de la définition de titrisation les expositions sur les entreprises de financement spécialisé au sens de l'article 147, § 8, du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

²⁰ Article L214-1, II, et article L214-24, II, 4°, du Code monétaire et financier.

²¹ Article L214-168, alinéa 2, du Code monétaire et financier.

²² Le fonds commun de titrisation est l'organisme de titrisation constitué sous la forme de copropriété, en étant dépourvu de personnalité juridique (article L214-180 du Code monétaire et financier).

²³ La société de titrisation est l'organisme de titrisation constitué sous la forme de société anonyme ou de société par actions simplifiée (article L214-176 du Code monétaire et financier).

²⁴ Les titres de créances pouvant être émis par les fonds commun de titrisation sont soit des obligations, soit des titres de créances négociables, soit des titres de créances émis sur le fondement d'un droit étranger (article L214-182 du Code monétaire et financier). Les sociétés de titrisation émettent des titres de créances en leur qualité de société anonyme ou société par actions simplifiée (voy., T. Granier *et al*, *Droit commercial : Instruments de paiement et de crédit. Titrisation*, Dalloz, 2017, §813).

²⁵ Article L211-1 du Code monétaire et financier.

²⁶ T. Granier *et al*, *Droit commercial : Instruments de paiement et de crédit. Titrisation*, Dalloz, 2017, §§ 789 et suivants.

²⁷ Comme des arrangeurs chargés du montage juridique et financier de l'opération et de la mise en rapport des participants (A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, §§ 7, 27).

les agences de notation de crédit assument vis-à-vis de ces opérations. Ces agences ont pour rôle d'informer les investisseurs et de contribuer pour la transparence du marché. D'un côté, les agences de notation évitent aux investisseurs une lourde charge (compte tenu des coûts élevés des recherches indépendantes)²⁸ et, de l'autre, la notation renforce la négociabilité et l'interchangeabilité des titres issus des opérations de titrisation²⁹.

Par ailleurs, lorsqu'on évoque la titrisation, on l'associe souvent à la crise financière et économique de 2007-2008 née aux États-Unis, la « crise des *subprimes* ». Cette crise a mis en évidence l'insuffisance des mécanismes existants de protection des investisseurs dans la titrisation. En même temps, cette crise a révélé aussi l'absence de diligence des investisseurs dans leur prise de décision d'investissement.

Les crédits « *subprimes* » sont les crédits hypothécaires accordés à des emprunteurs à risque, par opposition aux crédits « *primes* » qui sont offerts aux emprunteurs d'excellente qualité de crédit. Dans un premier temps, les crédits *primes* étaient les crédits titrisés et le risque était donc maîtrisé. Ensuite, les établissements de crédit et les courtiers³⁰ ont multiplié l'attribution de prêts *subprimes*, avec l'encouragement des pouvoirs publics américains pour promouvoir l'accès à la propriété immobilière, et en ayant confiance qu'avec l'augmentation continue des prix des biens immobiliers les emprunteurs pourraient toujours rembourser leurs emprunts en vendant leurs biens immobiliers.

Comme les banques titrisaient massivement leurs crédits *subprimes*, elles sont devenues moins vigilantes sur la qualité de crédit des emprunteurs. À la fin, ces institutions financières octroyaient des prêts à des personnes qui, en l'absence de titrisation, n'en auraient pas bénéficié (à défaut d'une qualité de crédit suffisante). C'est l'illustration du modèle économique « initier pour distribuer » ou « octroi pour cession » : les prêteurs octroient des crédits en appliquant des procédures insuffisantes et laxistes, puisqu'ils savent à l'avance que les risques liés à ces prêts sont transférés à des tiers³¹.

Étant donné que ces prêts *subprimes* qui constituaient le sous-jacent des opérations de titrisation portaient des risques plus élevés, les banques ont été conduites à mettre en place des

²⁸ J. C. Coffee, « Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly », *Columbia Law and Economics Working Paper*, n° 375; ECGI - Law Working Paper n° 162/2010, septembre 2010.

²⁹ À propos du rôle des agences de notation, voy., 1.1.2, ci-dessous.

³⁰ Les courtiers ou les « *brokers* » sont des intermédiaires indépendants qui mettent en relation un emprunteur et une banque.

³¹ T. Granier *et al*, *Droit commercial : Instruments de paiement et de crédit. Titrisation*, Dalloz, 2017, §§ 647-648; A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 3.

mécanismes afin de les gérer, en recourant à la titrisation synthétique et à des techniques de « *repackaging* ». Ces techniques correspondaient, en gros, à reconditionner des titres sous-évalués, issus des véhicules de titrisation qui ont acquis des portefeuilles de prêts *subprimes*, avec d'autres titres financiers mieux notés³². En somme, les structures de titrisation sont devenues beaucoup plus complexes et opaques. De ce fait, une asymétrie d'information s'est installée entre l'initiateur, qui connaissait la qualité des prêts titrisés, et les investisseurs, qui n'avaient pas conscience du contenu des produits issus de la titrisation, en les acquérant à grande échelle (en pensant que ces titres risqués étaient intéressants, car leur rendement était satisfaisant)³³. De plus, les agences de notation de crédit attribuaient initialement des notes satisfaisantes aux titres émis dans le cadre de ces opérations, et bénéficiaient de surcroît d'une confiance excessive de la part des investisseurs.

Dans ce contexte, une crise commence à se déclencher en 2007. Du fait notamment de la hausse régulière des taux d'intérêt aux États-Unis qui fait baisser le marché de l'immobilier et de la faible solvabilité des emprunteurs, un nombre croissant de ces crédits *subprimes* est en défaut de paiement, entraînant de nombreuses saisies immobilières et un effondrement de ce marché. Les investisseurs dans les titres émis dans la titrisation des crédits *subprimes* (notamment des banques et des fonds d'investissement) ne pouvaient plus être rémunérés une fois que ces crédits n'étaient plus remboursés, ce qui les a mis en difficultés économiques. Ces difficultés ont fini par toucher l'ensemble de l'économie, une perte de confiance générale sur les marchés financiers à l'échelle mondiale s'est installée, et les entreprises ne trouvaient plus facilement de financement auprès des banques et des investisseurs³⁴. C'est pourquoi on admet que les crédits *subprimes* ont contribué à cette crise financière et économique.

Avant la crise des *subprimes*, il existait un certain optimisme quant au développement du marché de la titrisation. Les acteurs avaient pour objectif de structurer et de dynamiser le secteur, accompagnés par une politique volontariste des pouvoirs publics et un assouplissement de la réglementation, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. La crise financière a mis en évidence les insuffisances de l'encadrement de la titrisation. La tendance visant à libéraliser la titrisation s'est alors inversée.

³² À propos, voy... J. S. L. Demers, « Towards a New Regulatory Approach for Mortgage-Backed Securities », *Journal of Law in Society*, 2018, vol. 18, n. 2, pp. 266-290.

³³ T. Granier *et al*, *Droit commercial : Instruments de paiement et de crédit. Titrisation*, Dalloz, 2017, §§ 647-648.

³⁴ X. Kergommeaux, « Titrisation », *Répertoire de droit commercial*, Dalloz, jan. 2010, §§ 12-18 ; A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 3.

Néanmoins, ce n'est pas le mécanisme de titrisation en lui-même qui était responsable de la crise des *subprimes*. Parfois perçue comme sa cause principale, la titrisation doit être davantage considérée comme le simple vecteur de sa propagation. En réalité, la crise des *subprimes* a été causée³⁵ principalement par la nature excessivement risquée des créances titrisées – ce sont les utilisateurs qui n'ont pas maîtrisé la titrisation et c'est la régulation qui a fait défaut³⁶. La régulation existant avant la crise ne stimulait pas l'alignement des intérêts des acteurs liés à l'origine et au montage de l'opération de titrisation avec ceux des investisseurs. La transparence n'était pas adéquatement exigée, en augmentant l'asymétrie d'information entre les acteurs de la titrisation. Les agences de notation n'étaient pas efficacement régulées, de façon que la qualité de la notation et l'impartialité des agences ont été contestées. En outre, la régulation n'exigeait pas que les investisseurs soient effectivement diligents dans leurs décisions d'investissement.

D'ailleurs, la réaction des autorités à la crise des *subprimes* n'a pas consisté à interdire les opérations de titrisation, mais à les réguler. De plus, comme les contraintes réglementaires et les exigences de fonds propres des établissements de crédit ont augmenté à la suite de la crise³⁷, la titrisation s'est avérée un outil important pour stimuler l'octroi de crédit et le financement de l'économie. Dans ce contexte, les autorités ont pris plusieurs mesures pour rendre les opérations de titrisation plus sûres et plus simples, et pour s'assurer qu'il existe des mesures appropriées pour gérer le risque de la titrisation – notamment des exigences de fonds propres plus élevées pour les établissements intervenant en qualité d'initiateurs ou d'investisseurs dans des opérations de titrisation, un devoir de diligence, des obligations de transparence, des exigences en matière de conduite des affaires ainsi que des obligations en matière de rétention du risque afin d'éviter la reproduction du modèle « initier pour distribuer ».

³⁵ À propos des autres raisons de la crise financière et économique de 2007-2008, voy., : M. Dévoluy, R. Kovar, « Union économique et monétaire », *Répertoire de droit européen*, Dalloz, avril 2015, §§ 752-764.

³⁶ A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 3-4 ; T. Granier *et al*, *Droit commercial : Instruments de paiement et de crédit. Titrisation*, Dalloz, 2017, §§ 632, 648, 687.

³⁷ Selon les accords de Bâle, les banques se sont engagées à respecter certaines règles comptables exigées par le ratio de solvabilité imposé par l'Accord du Comité de Bâle I, réformé par l'Accord du Comité de Bâle II et par l'Accord du Comité de Bâle III. Ce ratio exige que les banques disposent en permanence de fonds propres adéquats liés à la nature et au volume des risques auxquels elles s'exposent (J. Hubert, *Les nouveaux défis juridiques de la titrisation aux États-Unis et en Europe*, mémoire, Université Paris 2 Panthéon-Assas, 2014, pp. 17-18). Au niveau européen, ces exigences prudentielles ont été réglées par la Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE (laquelle a mis en œuvre l'Accord du Comité de Bâle III) et par le Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012. Les dispositions prudentielles sont codifiées en France aux articles L511-41 et suivants du Code monétaire et financier.

Concrètement, il s'agit des mesures prises, au niveau mondial, à travers des textes produits au sein du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (outre les nombreuses recommandations de ce comité, notamment l'Accord du Comité de Bâle III) et aux États-Unis, en particulier à travers le « *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* » du 21 juillet 2010 (qui a entraîné une réforme globale des activités financières, y compris celle de la titrisation). Au niveau européen, un grand nombre d'actes juridiques ont été adoptés pour réglementer la titrisation, notamment le règlement n° 575/2013 du 26 juin 2013 (dit « règlement CRR »)³⁸ sur les exigences de fonds propres des banques, la directive n° 2009/138/CE du 25 novembre 2009 (dit « directive Solvabilité II »)³⁹ pour les assureurs, la directive n° 2009/65/CE du 13 juillet 2009 (dit « directive OPCVM »)⁴⁰ et la directive n° 2011/61/UE du 8 juin 2011 (dit « directive AIFM »)⁴¹ pour les gestionnaires d'actifs, tels que modifiés⁴².

Le cadre réglementaire des agences de notation a été introduit, dans l'Union européenne, par le règlement n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 (dit « règlement CRA⁴³ »)⁴⁴ sur les agences de notation, tel que modifié. Aujourd'hui, les agences de notations sont soumises, entre autres, à des règles relatives aux conflits d'intérêts, à la transparence et à la qualité des notations. De plus, le règlement CRA, tel que modifié, essaye de réduire la dépendance excessive des investisseurs vis-à-vis des notations, en plus de préciser le régime de responsabilité des agences de notation⁴⁵.

Ainsi, bien que la crise des *subprimes* ait affecté son image et ralenti son utilisation, la titrisation continue d'être une opération importante et avec une forte présence dans les marchés financiers. Plusieurs banques, assureurs et autres entreprises commerciales ont intégré la titrisation dans leur palette d'outils de financement et de transfert des risques, et comptent sur la titrisation pour réussir économiquement. Il semble admis aujourd'hui que la titrisation peut

³⁸ Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

³⁹ Directive n° 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice.

⁴⁰ Directive n° 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

⁴¹ Directive n° 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010.

⁴² Des dispositions figurent également dans des actes délégués.

⁴³ « *Credit Rating Agencies* ».

⁴⁴ Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit.

⁴⁵ À propos, cf. *supra* . 1.1.2..

être un instrument utile au développement de l'économie. Le problème qui se pose est celui de l'encadrement de ce système pour éviter les dérives possibles⁴⁶.

Dans cette optique, un nouveau règlement européen a été adopté établissant des règles communes en matière de titrisation ainsi qu'un cadre européen pour les opérations de titrisation simples, transparentes et standardisées (ci-après, « titrisations STS ») : le règlement n° 2017/2402 du 12 décembre 2017 (dit « règlement Titrisation »)⁴⁷, qui est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2019. La proposition de ce règlement européen est en accord avec les recommandations de la régulation au niveau mondial, notamment celles du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (ci-après, « OICV »)⁴⁸. De plus, les exigences de fonds propres réglementaires pour les établissements intervenant en qualité d'initiateurs, de sponsors ou d'investisseurs dans des opérations de titrisation ont été modifiées par un règlement adopté le même jour⁴⁹.

En proposant le règlement Titrisation, les autorités européennes ont reconnu l'importance de la titrisation et ont considéré qu'un cadre européen de qualité en cette matière peut favoriser l'intégration des marchés financiers au sein de l'Union européenne, aider à diversifier les sources de financement et libérer des capitaux. Selon la Commission européenne :

« la titrisation joue un rôle majeur dans le bon fonctionnement des marchés des capitaux. Bien structurée, elle peut être un canal important de diversification des sources de financement et contribue à une répartition des risques plus efficace au sein du système financier de l'Union. Elle permet de distribuer plus largement les risques du secteur financier et peut contribuer à alléger le bilan des établissements de crédit, qui pourront dès lors continuer de financer l'économie. Globalement, elle peut améliorer l'efficacité du système financier et élargir les possibilités d'investissement. Elle peut faire le lien entre les établissements de crédit et les marchés des capitaux, avec des avantages indirects pour les entreprises et les particuliers (sous la forme, par exemple, de prêts, d'hypothèques d'entreprises et

⁴⁶ A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 3-4 ; T. Granier *et al*, *Droit commercial : Instruments de paiement et de crédit. Titrisation*, Dalloz, 2017, §§ 632, 648, 687.

⁴⁷ Règlement (UE) n° 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations 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.

⁴⁸ Basel committee on banking supervision, International organization of securities commissions, « Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitizations », 23 juillet 2015, disponible en ligne : <https://www.bis.org/bcb/publ/d332.pdf> (consulté le [01 décembre 2020]).

⁴⁹ Règlement (UE) n° 2017/2401 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

de cartes de crédit moins chers) et donne aux investisseurs concernés accès à des catégories d'actifs dissociés du risque de crédit de l'initiateur »⁵⁰.

La proposition du règlement Titrisation s'est appuyée sur ce qui a déjà été mis en place dans l'Union européenne pour traiter les risques inhérents aux titrisations hautement complexes, opaques et risquées. Le règlement a pour but de relancer un marché de la titrisation durable qui améliore le financement de l'économie de l'Union européenne, tout en garantissant la stabilité financière et la protection des investisseurs. Pour ce faire, le règlement vise à créer une réglementation qui puisse gagner la confiance des investisseurs et à mettre en place un cadre réglementaire plus sensible au risque⁵¹.

En somme, comme explicitée dans sa proposition, l'adoption de ce règlement a pour objectifs de :

« (1) relancer les marchés sur une base plus durable, de façon que les titrisations simples, transparentes et standardisées puissent agir comme un canal de financement efficace de l'économie; (2) permettre un transfert efficace des risques vers un large éventail d'investisseurs institutionnels ainsi que les banques; (3) permettre à la titrisation de fonctionner comme un mécanisme de financement efficace pour certains investisseurs de plus long terme ainsi que pour les banques; (4) protéger les investisseurs et gérer le risque systémique en évitant la réapparition des modèles déficients 'octroi pour cession' »⁵².

De plus, comme vue précédemment, la réglementation européenne de l'après-crise autour de la titrisation a donné lieu à un ensemble de textes épars qui visent les diverses catégories d'investisseurs régulés susceptibles d'investir dans des positions de titrisation⁵³, ce qui a donné lieu à des divergences dans les exigences applicables aux différents investisseurs. De ce fait, l'adoption du règlement Titrisation a pour objectif de renforcer la cohérence et la normalisation de la régulation de la titrisation, ce qui ne pourrait être réalisé qu'au niveau européen. On va donc actuellement vers un développement du droit européen de la titrisation.

Le règlement Titrisation comprend deux grands axes. Dans son premier axe, se retrouvent les règles qui s'appliquent à l'ensemble des titrisations, visant assurer ainsi la

⁵⁰ Commission européenne, 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, 30 novembre 2015, n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), p. 2.

⁵¹ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, p. 3.

⁵² Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, p. 2.

⁵³ F. Faure-Dauphin, « Le nouveau cadre réglementaire européen de la titrisation », *Revue Lamy droit des affaires*, n° 135, 1^{er} mars 2018.

cohérence et l'homogénéité du marché de la titrisation au sein de l'Union européenne. Le deuxième axe est consacré au nouveau régime applicable aux titrisations pouvant être désignées comme STS ou « *simples, transparentes et standardisées* », et décrit aussi bien les critères de désignation applicables aux titrisations STS que les modalités de la notification permettant de se prévaloir de la désignation STS.

Il y a deux types d'exigences STS : un pour les titrisations à long terme et un autre pour les titrisations à court terme (les programmes et les opérations « ABCP »)⁵⁴. Ces exigences sont cependant largement similaires. Le règlement Titrisation⁵⁵ pose de multiples critères relatifs à la simplicité, à la standardisation et à la transparence de la titrisation STS. À titre d'illustration⁵⁶, parmi les exigences relatives à la simplicité, le texte impose que les actifs titrisés soient homogènes, ainsi que seules les titrisations avec cession parfaite⁵⁷ peuvent devenir des titrisations STS (donc les titrisations synthétiques, en principe⁵⁸, ne sont pas incluses). De plus – c'est le cas pour tous les types de titrisation, à quelques exceptions près – la retitrisation⁵⁹ est interdite aussi pour les titrisations STS. Nombreuses sont les dispositions visant à ce que la titrisation soit standardisée, comme l'interdiction de produits dérivés⁶⁰ pour les sous-jacents

⁵⁴ Ce sont les programmes de papier commercial adossé à des actifs ou les « programmes ABCP » (« un programme de titrisations dans le cadre duquel les titres émis prennent essentiellement la forme de papier commercial adossé à des actifs ayant une échéance initiale inférieure ou égale à un an », selon l'article 2, point 7), du règlement Titrisation), et les opérations de papier commercial adossé à des actifs ou les « opération ABCP » (« une titrisation dans le cadre d'un programme ABCP », selon l'article 2, point 8), du règlement Titrisation).

⁵⁵ Chapitre 4 (articles 18 à 28) du règlement Titrisation.

⁵⁶ Voy., G. Benteux, E. Legrand, C. Tachet, « Le nouveau cadre prudentiel de la titrisation au sein de l'Union européenne (commentaires sur le règlement (UE) n° 2017/2402 du 12 décembre 2017) », *Bulletin Joly Bourse*, 2018, n° 2, p. 100 ; F. Faure-Dauphin, « Le nouveau cadre réglementaire européen de la titrisation », *Revue Lamy droit des affaires*, n° 135, 1^{er} mars 2018 ; A.-C. Muller, « Règlement (UE) 2017/2402 du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation, ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées », *Revue de Droit bancaire et financier*, n. 2, mars 2018, comm. 58.

⁵⁷ Ou une cession ou un transfert ayant le même effet juridique, d'une manière qui soit opposable au vendeur ou aux tiers. Dans la cession parfaite, la propriété des expositions sous-jacentes est transférée ou effectivement attribuée à une entité de titrisation et ce transfert de propriété n'est pas soumis à des dispositions strictes imposant leur restitution en cas d'insolvabilité du vendeur (considérant 22 et articles 20 et 24 du règlement Titrisation).

⁵⁸ La Commission Européenne évaluera si certaines titrisations synthétiques qui ont obtenu de bonnes performances pendant la crise financière et qui sont simples, transparentes et standardisées devraient pouvoir satisfaire aux exigences STS (Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, p. 17).

⁵⁹ Retitrisation c'est « une titrisation dans laquelle au moins une des expositions sous-jacentes est une position de titrisation » (article 2, point 4), du règlement Titrisation). « Ces transactions, pouvant parfois atteindre des sommets de complexité et d'opacité, ont été très vivement critiquées après la dernière crise financière, malgré leurs apports indéniables à l'animation des marchés financiers. » (G. Benteux, E. Legrand, C. Tachet, « Le nouveau cadre prudentiel de la titrisation au sein de l'Union européenne (commentaires sur le règlement (UE) n° 2017/2402 du 12 décembre 2017) », *Bulletin Joly Bourse*, 2018, n. 2, p. 100).

⁶⁰ Les produits dérivés sont des instruments financiers dont le prix dépend ou provient d'un ou plusieurs actifs sous-jacents. Ces produits permettent de gérer des risques : lorsqu'un risque existe, les acteurs économiques peuvent chercher à s'en prémunir (couverture) ou à l'exploiter (spéculation). Les produits dérivés remplissent ainsi à la fois une fonction de couverture et de spéculation (T. Bonneau, *et al*, *Droit financier*, LGDG, 2017, §§ 12 et suivants et 736 et suivants).

(sauf exception)⁶¹. Dans les exigences de transparence, on retrouve l'obligation de donner des informations aux investisseurs potentiels relatives à la performance passée des expositions similaires. Ce règlement pose encore comme principe que seules peuvent être désignées comme STS les opérations dont l'initiateur, le sponsor et le véhicule de titrisation sont établis dans l'Union européenne⁶².

L'adhésion au cadre réglementaire de la titrisation STS – plus restrictif que celui relatif aux titrisations ordinaires – reste optionnelle. Ainsi, les opérations de titrisation à caractère plus complexe et opaque ou le recours à la titrisation synthétique ne sont pas interdits, à condition de respecter le cadre général de la titrisation posé dans la première partie du règlement Titrisation. Les acteurs du marché ne seront pas obligés d'émettre et d'investir dans des titrisations STS. L'enjeu du bénéfice de la désignation STS se trouve dans le traitement prudentiel plus favorable à ces opérations, étant donné que désormais les établissements soumis au règlement CRR (notamment les établissements de crédit) pourront appliquer, dans le calcul de leurs fonds propres, une pondération à ses expositions de titrisations STS plus favorables qu'à des titrisations ne bénéficiant pas d'une telle désignation⁶³. En outre, la désignation d'une titrisation comme STS ne signifie pas que la titrisation en question soit exempte de risques, étant donné que cette désignation STS, comme déclare la Commission européenne, « renvoie au processus de structuration de la titrisation et non à la qualité de crédit sous-jacente des actifs concernés. Elle ne signifie donc pas que certaines des titrisations autres que STS, qui présenteraient par exemple une structure moins simple, ne pourraient pas être constituées d'expositions sous-jacentes aux caractéristiques de qualité de crédit appropriées »⁶⁴.

Le règlement Titrisation s'applique aux initiateurs, sponsors, prêteurs initiaux, entités de titrisation, ainsi qu'aux investisseurs institutionnels exposés à des titrisations⁶⁵. Pour la définition du champ d'application du règlement Titrisation, l'initiateur correspond à une entité

⁶¹ Pour les titrisations STS, le véhicule de titrisation « ne conclut pas de contrats dérivés et veille à ce que le panier d'expositions sous-jacentes n'inclue pas de produits dérivés, sauf si l'intention est de couvrir le risque de taux d'intérêt ou le risque de change » (article 21, § 2, du règlement Titrisation).

⁶² Article 18, alinéa 2, du règlement Titrisation. De plus, selon l'article 46, point e), du règlement Titrisation, la Commission doit présenter un rapport pour évaluer « si, dans le domaine des titrisations STS, un régime d'équivalence pourrait être instauré pour les initiateurs, les sponsors et les SSPE de pays tiers, en prenant en considération l'évolution intervenue au niveau international dans le domaine de la titrisation, notamment les initiatives relatives aux titrisations simples, transparentes et comparables ».

⁶³ À travers des modifications du règlement CRR par le règlement (UE) n° 2017/2401 du 12 décembre 2017. La même logique s'appliquera aux entreprises d'assurance, qui attendent les ajustements de la Commission européenne à ce sujet.

⁶⁴ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, p. 4.

⁶⁵ Article 1^{er} du règlement Titrisation.

qui « a pris part directement ou indirectement à l'accord d'origine qui a donné naissance aux obligations ou obligations potentielles du débiteur ou du débiteur potentiel donnant lieu à l'exposition titrisée ou achète les expositions d'un tiers pour son propre compte et les titre ensuite »⁶⁶. Le sponsor est « un établissement de crédit⁶⁷ [...], ou une entreprise d'investissement⁶⁸ [...], autre qu'un initiateur, qui : a) établit et gère un programme de papier commercial adossé à des actifs ou une autre titrisation qui achète les expositions de tiers ; ou b) établit un programme de papier commercial adossé à des actifs ou une autre titrisation qui achète les expositions de tiers et délègue la gestion de portefeuille active au quotidien qu'implique cette titrisation⁶⁹ [...] »⁷⁰. Puis, le prêteur initial est l'entité qui « [...] a conclu, directement ou indirectement, l'accord d'origine qui a donné naissance aux obligations ou obligations potentielles du débiteur ou du débiteur potentiel donnant lieu à l'exposition titrisée »⁷¹. De plus, l'entité de titrisation ou la SSPE est, au sens du règlement, « une entreprise, une fiducie ou autre entité, autre qu'un initiateur ou un sponsor, qui est créée dans le but de réaliser une ou plusieurs titrisations, dont les activités sont limitées à celles appropriées pour la réalisation de cet objectif, dont la structure vise à isoler les obligations de la SSPE de celles de l'initiateur »⁷². Comme mentionné précédemment, en France, les entités de titrisation sont les organismes de titrisation, qui prennent la forme soit d'un fonds commun de titrisation, soit d'une société de titrisation.

Finalement, le règlement s'applique expressément aussi aux investisseurs dits institutionnels. En général, les investisseurs institutionnels sont des opérateurs qui, en raison de leurs activités, interviennent de manière importante sur le marché financier et sont normalement soumis à une réglementation propre. Pour être plus précis, le règlement Titrisation considère investisseurs institutionnels⁷³ : (a) les entreprises d'assurance⁷⁴ et les entreprises de réassurance⁷⁵ ; (b) les institutions de retraite professionnelle⁷⁶ et les gestionnaires de placements ou les entités autorisées désignées par une institution de retraite

⁶⁶ Article 2, point 3), du règlement Titrisation.

⁶⁷ Au sens de l'article 4, § 1, point 1), du règlement CRR, situé ou non dans l'Union européenne.

⁶⁸ Au sens de l'article 4, § 1, point 1), de la directive MIF II.

⁶⁹ À une entité agréée pour l'exercice d'une telle activité conformément à la directive OPCVM, à la directive AIFM ou à la directive MIF II.

⁷⁰ Article 2, point 5), du règlement Titrisation.

⁷¹ Article 2, point 20), du règlement Titrisation.

⁷² Article 2, point 2), du règlement Titrisation.

⁷³ Article 2, point 12), du règlement Titrisation.

⁷⁴ Au sens de l'article 13, point 1), de la directive Solvabilité II.

⁷⁵ Au sens de l'article 13, point 4), de la directive Solvabilité II.

⁷⁶ Qui relève du champ d'application de la directive (UE) 2016/2341 du Parlement européen et du Conseil conformément à l'article 2 de ladite directive, sauf si un État membre a choisi de ne pas appliquer cette directive, en tout ou partie, à une telle institution conformément à l'article 5 de ladite directive.

professionnelle⁷⁷ ; (c) les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs⁷⁸ ; (d) les sociétés de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières⁷⁹ ; (e) les organismes de placement collectif en valeurs mobilières faisant l'objet d'une gestion interne⁸⁰ ; (f) les établissements de crédit⁸¹ ; et (g) les entreprises d'investissement⁸². En général, ces investisseurs ont une importance au niveau de l'ensemble du système financier, leur défaillance pouvant entraîner des risques systémiques. De plus, ces investisseurs peuvent ne pas être les investisseurs finaux. Ainsi, quoique ces investisseurs institutionnels bénéficient des mécanismes de protection posés par le règlement Titrisation, ils sont aussi soumis à des obligations.

En fait, les titres issus des opérations de titrisation peuvent être acquis par des investisseurs qui ne sont pas considérés comme investisseurs institutionnels au sens du règlement Titrisation. Ce règlement définit comme investisseurs, dans un sens plus général, toutes les personnes physiques ou morales « détenant une position de titrisation »⁸³. C'est vrai qu'en raison de l'ampleur des risques et de la complexité qui leur est inhérente, les instruments de titrisation ne conviennent pas normalement aux petits investisseurs. En général, les clients de détail ne peuvent pas les acquérir, sauf s'ils respectent l'ensemble des conditions posées par l'article 3 du règlement Titrisation⁸⁴. En tout cas, outre les investisseurs institutionnels, il y a d'autres types d'investisseurs qui pourraient acquérir des instruments issus des opérations de titrisation – à l'exemple des investisseurs professionnels qui ne se qualifient pas comme des investisseurs institutionnels au sens du règlement Titrisation⁸⁵.

Il convient de rappeler la catégorisation des clients faite par la directive n° 2014/65/UE du 15 mai 2014 (dit « directive MIF II »)⁸⁶, transposé en France par l'Ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017. Le but de cette segmentation est de séparer les clients selon leur connaissance des services d'investissement, mais aussi selon leur capacité financière à

⁷⁷ Conformément à l'article 32 de la directive (UE) 2016/2341.

⁷⁸ Au sens de l'article 4, § 1, point b), de la directive AIFM qui gère et/ou commercialise des fonds d'investissement alternatifs dans l'Union européenne.

⁷⁹ Au sens de l'article 2, § 1, point b), de la directive OPCVM.

⁸⁰ Qui sont des sociétés d'investissement agréées en vertu de la directive OPCVM et qui n'ont pas désigné, pour leur gestion, de société de gestion agréée en vertu de ladite directive.

⁸¹ Au sens de l'article 4, § 1, point 1), du règlement CRR.

⁸² Au sens de l'article 4, § 1, point 2), du règlement CRR.

⁸³ Article 2, point 11), du règlement Titrisation.

⁸⁴ À propos de ces conditions, voy., 2.1.2, ci-dessous.

⁸⁵ À titre d'illustration, une entreprise qui remplit aux critères de l'article D533-11, alinéa 2, du Code monétaire et financier serait un investisseur professionnel. En revanche, cette entreprise ne serait pas forcément un investisseur institutionnel au sens de l'article 2, point 12), du règlement Titrisation.

⁸⁶ Directive n° 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

supporter les risques de ces opérations. Ainsi, il existe trois catégories de clients : les clients de détail (ou les clients non professionnels), les clients professionnels et les contreparties éligibles. Les clients de détail sont définis négativement comme ceux qui ne sont pas professionnels⁸⁷, et sont ceux qui bénéficient du plus haut degré de protection. Les clients non professionnels peuvent être, par exemple, les organismes du secteur public, les pouvoirs publics locaux, les municipalités et les investisseurs particuliers⁸⁸. Les clients professionnels sont ceux qui possèdent l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre leurs propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus⁸⁹. La protection des clients professionnels est moindre que celle des clients de détail, mais plus forte que celle des contreparties éligibles. Finalement, la directive MIF II définit comme contreparties éligibles, entre autres, les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance, les gouvernements nationaux et leurs services, les banques centrales et les organisations supranationales⁹⁰.

Comme évoqué ci-dessus, un des principaux objectifs du règlement Titrisation est de garantir la protection des investisseurs. De même, le règlement CRA vise à que les investisseurs puissent être adéquatement informés pour prendre ses décisions d'investissement. D'une part, la titrisation permet aux investisseurs de diversifier leurs investissements, de bénéficier d'actifs de qualité et d'obtenir des rendements intéressants⁹¹. D'autre part, les investissements dans les titrisations ont pour effet d'exposer l'investisseur à des risques divers, pas seulement les risques de crédit liés aux expositions ou aux prêts sous-jacents, mais aussi les risques générés dans le processus de structuration des titrisations⁹². Toutefois, l'approche de la protection des investisseurs n'est pas purement passive, mais se trouve accompagnée d'un devoir de diligence qui leur est imposé.

⁸⁷ Article 4, § 1, point 11), de la directive MIF II.

⁸⁸ L'Annexe II, section II, de la directive MIF II, liste les clients pouvant être traités comme des clients professionnel à leur propre demande (considérés ainsi comme des clients de détails, puisqu'ils peuvent renoncer à ce statut).

⁸⁹ Article 4, § 1, point 10), de la directive MIF II et article L533-16, alinéa 2, du Code monétaire et financier. Ils sont énumérés par l'annexe II de la directive MIF II et par l'article D533-11 du Code monétaire et financier.

⁹⁰ Les contreparties éligibles sont définies à l'article 30, § 2, de la directive MIF II. L'article D533-13 du Code monétaire et financier offre une liste de ces contreparties éligibles (plus large que celle de la directive MIF II).

⁹¹ The Joint Forum (Basel committee on banking supervision, International organization of securities commissions, International association of insurance supervisors), « Report on asset securitisation incentives », juillet 2011, disponible en ligne : <https://www.bis.org/publ/joint26.pdf> (consulté le [01 décembre 2020]), points 2.2.1, 2.2.2 et 2.2.3.

⁹² Tels que le risque d'agence, le risque de modèle, le risque juridique et opérationnel, le risque de contrepartie, le risque de gestion, le risque de liquidité et le risque de concentration (considérant 9 du règlement Titrisation).

En considérant cette approche, le présent travail à propos de *la protection des investisseurs dans la titrisation* propose une analyse de – en s'appuyant essentiellement sur le droit français interne et sur le droit européen – non seulement les mesures de protection qui sont à disposition des investisseurs, mais aussi le rôle actif que ces derniers doivent assumer.

La crise des *subprimes* a démontré, d'un côté, que les investisseurs n'étaient pas suffisamment protégés dans les cadres des opérations de titrisation, notamment à cause d'une asymétrie d'information installée entre les initiateurs et les investisseurs et d'une déresponsabilisation des acteurs dans la création des produits titrisés. De l'autre, la crise a démontré aussi l'absence de diligence des investisseurs dans leur prise de décision liée à leur investissement dans la titrisation, marquée par une confiance excessive dans des tiers, notamment dans des agences de notation.

Une diligence appropriée par des investisseurs institutionnels pourrait contribuer au bon fonctionnement du marché de la titrisation dans son ensemble. Le devoir de diligence de ces investisseurs peut être un moyen complémentaire pour les régulateurs d'assainir le marché de la titrisation en faisant appel à la vigilance des investisseurs institutionnels.

De cette façon, *pour garantir la protection des investisseurs dans la titrisation, tout en contribuant au financement de l'économie et à la stabilité du système économique*, il faut, d'abord, mettre à disposition de ces investisseurs des outils de protection (1). Puis, les investisseurs doivent assumer leur rôle pour garantir le bon fonctionnement du marché de la titrisation et faire preuve de diligence tel que cela leur est requis (2).

1. LES OUTILS DE PROTECTION DES INVESTISSEURS DANS LA TITRISATION

Dans un marché marqué, d'un côté, par une asymétrie d'information et, de l'autre, par des conflits d'intérêts entre ses différents acteurs, les investisseurs dans des positions de titrisation doivent être dotés d'outils de protection. Ces outils consistent, notamment, dans des exigences de transparence renforcées (1.1), aussi bien que des mesures de responsabilisation des acteurs du marché de la titrisation (1.2).

1.1. Les exigences de transparence dans la titrisation

L'asymétrie d'information est un phénomène observé par les économistes selon lequel un agent économique dispose de plus d'informations qu'un autre⁹³. Cette situation existe en

⁹³E. M. Iacobucci, R. A. Winter, « Asset Securitization and Asymmetric Information », *Journal of Legal Studies*, vol. 34, n. 1, janvier 2005, p. 161-206.

matière de titrisation, spécialement entre les investisseurs et l'initiateur⁹⁴, vu que ce dernier connaît davantage les caractéristiques des actifs titrisés. La crise des subprimes a montré les risques de l'asymétrie d'information au détriment des investisseurs, ce qui a conduit à l'actuelle exigence d'un accroissement de transparence pour la titrisation. Dans l'Union européenne, cette exigence a été notamment renforcée, dans un premier temps, au travers du règlement CRA (tel que modifié) et, ensuite, par le règlement Titrisation. Ainsi, aujourd'hui, pour pallier l'asymétrie d'information et pour permettre aux investisseurs de prendre une décision d'investissement éclairée, plusieurs informations doivent leur être fournies – conformément, spécialement, le règlement Titrisation (1.1.1). De plus, les agences de notation de crédit jouent un rôle important, en ayant pour mission de réduire cette asymétrie d'information, tout en respectant le règlement CRA (1.1.2).

1.1.1. Les informations qui doivent être fournies aux investisseurs

Les investisseurs doivent être éclairés avant toute prise de décision d'investissement. L'OICV considère que pour que les investisseurs soient conscients des risques auxquels ils vont s'exposer, ils doivent disposer des outils nécessaires pour les évaluer⁹⁵. Afin qu'ils s'engagent en parfaite connaissance de cause, les investisseurs doivent recevoir des informations au stade précontractuel (avant la souscription des titres), mais aussi au stade contractuel, pour qu'ils puissent accompagner leur investissement (et éventuellement céder leurs titres). Ainsi, un principe de transparence doit être observé tout au long de l'opération de titrisation⁹⁶.

Le nouveau règlement Titrisation érige la transparence comme l'un de ses principaux piliers. Ce règlement impose des exigences de transparences concernant tous les types de titrisations, afin de permettre aux investisseurs de comprendre, d'évaluer et de comparer les opérations⁹⁷. De ce fait, les initiateurs, les sponsors et les entités de titrisation sont tenus de mettre à disposition des investisseurs des informations très complètes sur les opérations de titrisation⁹⁸. Des manquements à ces obligations de transparence peuvent même entraîner

⁹⁴ S. Alamowitch, T. Granier, « Éclairage. Titrisation et crise financière », *Bulletin Joly Bourse*, 1^{er} janvier 2008, n. 1, p. 10.

⁹⁵ International organization of securities commissions, « Global developments in securitisation régulation : Final report », 16 novembre 2012, disponible en ligne : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf> (consulté le [01 décembre 2020]). À propos : T. Bonneau, « Titrisation », *Revue de Droit bancaire et financier*, n. 2, mars 2013, comm. 75.

⁹⁶ A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, §§ 105 et 303.

⁹⁷ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, p. 16-17.

⁹⁸ G. Benteux, E. Legrand, C. Tachet, « Le nouveau cadre prudentiel de la titrisation au sein de l'Union européenne (commentaires sur le règlement (UE) n° 2017/2402 du 12 décembre 2017) », *Bulletin Joly Bourse*, n. 2, p. 100.

l'application de sanctions administratives et mesures correctives prévues par le règlement Titrisation⁹⁹.

Les informations essentielles qui doivent être fournies par ces acteurs¹⁰⁰ aux investisseurs (ou, sur demande, aux investisseurs potentiels) sont énumérées à l'article 7 du règlement Titrisation. Il s'agit (a) des informations sur les expositions sous-jacentes¹⁰¹ ; (b) de toute la documentation sous-jacente essentielle à la compréhension de l'opération, en incluant le prospectus de l'opération¹⁰²; (c) des rapports trimestriels ou mensuels¹⁰³ destinés aux investisseurs (contenant, par exemple, les données importantes relatives à la qualité de crédit ou à la performance des expositions sous-jacentes, les événements qui déclenchent des modifications de l'opération et les modalités de rétention du risque) ; et (d) toute information privilégiée devant être rendue publique conformément au règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014 (dit « règlement MAR »)¹⁰⁴ concernant les opérations d'initiés et les manipulations de marché¹⁰⁵. Lorsque cette dernière obligation d'information ne s'applique pas, le règlement Titrisation précise que tout événement important doit être informé aux investisseurs, tel qu'un manquement significatif aux obligations prévues dans les documents de l'opération, ou encore une modification des caractéristiques structurelles ou des caractéristiques de risque susceptible d'influencer de manière significative la performance de la titrisation.

Il convient de rappeler que le prospectus est un document qui met à la disposition des investisseurs des informations essentielles sur les titres avant leur émission, notamment de caractère juridique et financier. La remise aux investisseurs d'un prospectus est normalement obligatoire en cas d'émission sur un marché réglementé ou d'offre au public de titres financiers.

⁹⁹ Selon l'article 32, § 1^o, point b), du règlement Titrisation. Les articles 32 et 33 du règlement Titrisation disposent sur les sanctions administratives et mesures correctives et sur l'exercice du pouvoir de les imposer.

¹⁰⁰ L'initiateur, le sponsor et l'entité de titrisation doivent désigner parmi eux une entité chargée de satisfaire aux exigences en matière d'informations (article 7, § 2, du règlement Titrisation).

¹⁰¹ Sur une base trimestrielle, ou, dans le cas des programmes et des opérations ABCP, des informations sur les créances ou créances privées sous-jacentes, sur une base mensuelle.

¹⁰² Dans les cas d'absence de prospectus, un résumé de l'opération ou un aperçu des principales caractéristiques de la titrisation.

¹⁰³ Les rapports sont mensuels dans le cas des programmes et des opérations ABCP.

¹⁰⁴ Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission. La date de l'entrée en vigueur de la totalité des règles de ce règlement est le 21 juillet 2019.

¹⁰⁵ Une information privilégiée, au sens du règlement MAR, c'est « une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés » (article 7, § 1^o, point a), du règlement MAR. Des spécificités sur cette notion se trouvent dans les points suivants de cet article). Les opérations d'initiés et les manipulations de marché sont traitées, respectivement, dans les articles 8 et 12 du règlement MAR.

Le règlement n° 2017/1129 du 14 juin 2017 (dit « règlement Prospectus »)¹⁰⁶ pose des exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus¹⁰⁷. Ce règlement prévoit aussi une série d'exemptions de publication de prospectus¹⁰⁸, comme pour les offres adressées uniquement aux investisseurs qualifiés (lesquels sont, en substance, les clients professionnels et les contreparties éligibles¹⁰⁹). Même non obligatoire, un prospectus peut être rédigé afin de rendre le titre plus attractif¹¹⁰.

En droit français, la réalisation par un organisme de titrisation d'une offre au public ou l'admission aux négociations de ses titres sur un marché réglementé, dont la publication du prospectus est exigée, est subordonnée à l'obtention préalable d'un visa émis par l'Autorité des marchés financiers (ci-après, « AMF ») et apposé sur le prospectus¹¹¹. Le prospectus doit être accompagné, en plus, d'un document rédigé par une agence de notation de crédit qui apprécie les caractéristiques de l'émission¹¹². Dans le cadre des émissions de titres financiers régulées par l'AMF, l'organisme de titrisation est soumis à une obligation d'information périodique à destination des investisseurs et doit ainsi publier des comptes-rendus d'activité de l'exercice¹¹³. De plus, l'AMF détermine¹¹⁴ que, dans ce cadre, l'organisme de titrisation est aussi soumis au droit commun de l'information permanente applicable aux entités dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé¹¹⁵. Parmi ces règles se trouve celle qui impose que l'information donnée aux investisseurs doit être exacte, précise et sincère¹¹⁶. Néanmoins, il convient de préciser que depuis l'entrée en vigueur du règlement MAR, le rôle de l'AMF est assez réduit concernant l'information permanente.

¹⁰⁶ Règlement (UE) n° 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.

¹⁰⁷ À propos de la notion d'offre au public et des apports du règlement Prospectus sur cette notion (en conduisant à une quasi-abolition de la distinction entre « offres au public » et « placements privés »), voy., A. Pietrancosta, « Offre au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché », *Études Joly Sociétés*, 31 janvier 2019 ; A. Pietrancosta, A. Marraud Des Grottes, « La notion de « placement privé » abolie par le règlement Prospectus du 14 juin 2017 ? », *Bulletin Joly Bourse*, janvier 2018, n. 1, p. 60.

¹⁰⁸ Articles 1^{er} et 3 du règlement Prospectus.

¹⁰⁹ Article 2, point e), du règlement Prospectus.

¹¹⁰ A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 418.

¹¹¹ Instruction de l'AMF n° DOC-2011-01 du 10 janvier 2011 (modifié le 23 juillet 2015) ; articles 212-1 et suivants et 425-1 et suivants du Règlement général de l'AMF ; articles L214-181 et L412-1 du Code monétaire et financier.

¹¹² Article L214-170 du Code monétaire et financier.

¹¹³ Articles 425-13 à 425-17 du Règlement général de l'AMF.

¹¹⁴ Article 425-12 du Règlement général de l'AMF.

¹¹⁵ Articles 223-1 A à 223-10-1 du Règlement général de l'AMF.

¹¹⁶ Article 223-1 du Règlement général de l'AMF.

Concernant les exigences de transparence posées par l'article 7 du règlement Titrisation, ce dispositif précise par ailleurs que la mise à disposition des informations s'effectuera en principe par le biais d'un référentiel des titrisations, ce qui dote les exigences de transparence d'une plus grande effectivité¹¹⁷. Le référentiel des titrisations est une personne morale établie dans l'Union européenne, agréée et contrôlée par l'Autorité européenne des marchés financiers (ci-après, « AEMF »), ayant comme fonction de collecter et conserver de manière centralisée les informations relatives aux titrisations qui lui seront communiquées sur le fondement de l'obligation de transparence¹¹⁸. Comme précisent les considérants du règlement Titrisation, l'obligation faite aux acteurs concernés de mettre à disposition des informations sur les titrisations au moyen du référentiel des titrisations s'insère dans un contexte de renforcement de la transparence du marché, en ayant comme principal objectif « de fournir aux investisseurs une source unique et contrôlée des données nécessaires à l'exercice d'une diligence appropriée »¹¹⁹. Ces référentiels de titrisation constitueront « un système global qui permettra aux investisseurs et aux investisseurs potentiels d'avoir accès à toutes les informations pertinentes sur toute la durée de vie des opérations [...] et de faciliter un accès continu, aisé et libre des investisseurs à des informations fiables sur les titrisations »¹²⁰. En plus d'améliorer la transparence et la connaissance des opérations de titrisation, la collecte centralisée d'informations par les référentiels des titrisations permettrait aux investisseurs de mieux comparer les données des différentes opérations¹²¹.

D'autre part, les titrisations « privées » – c'est-à-dire celles qui ne sont pas soumises à l'établissement d'un prospectus en vertu du droit de l'Union européenne – sont exemptées du recours aux référentiels des titrisations¹²². Le considérant 13 du règlement Titrisation justifie cette exemption en disant que :

« les titrisations privées sont souvent des titrisations sur mesure. Elles sont importantes en ce qu'elles permettent aux parties d'effectuer des opérations de titrisation sans révéler au marché et aux concurrents des informations commerciales

¹¹⁷ A.-C. Muller, « Règlement (UE) 2017/2402 du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation, ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées », *Revue de Droit bancaire et financier*, n. 2, mars 2018, comm. 58.

¹¹⁸ Le référentiel des titrisations est défini à l'article 2, point 23), du règlement Titrisation et voit son régime fixé aux articles 10 à 17 du même règlement. De plus, l'article 7, § 2, de ce règlement précise que la documentation relative à toute titrisation doit indiquer quel est le référentiel des titrisations où les informations seront mises à disposition.

¹¹⁹ Considérant 13 du règlement Titrisation.

¹²⁰ Considérant 12 du règlement Titrisation.

¹²¹ A.-C. Muller, « Règlement (UE) 2017/2402 du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation, ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées », *Revue de Droit bancaire et financier*, n. 2, mars 2018, comm. 58.

¹²² Article 7, § 2, du règlement Titrisation.

sensibles [...]. Dans de tels cas, les investisseurs sont en contact direct avec l'initiateur et/ou le sponsor et reçoivent directement de leur part les informations nécessaires à l'exercice d'une diligence appropriée ».

Outre cette obligation générale de transparence qui s'applique à tous les types de titrisations, le règlement Titrisation impose des exigences de transparence accrues pour les titrisations STS. Le respect des exigences STS ne signifie pas qu'une opération de titrisation soit exempte de risques, mais qu'elle respecte un certain nombre de critères et qu'un investisseur prudent et diligent sera en mesure d'analyser les risques inhérents à la titrisation. Les normes relatives à la titrisation STS ont ainsi pour objectif d'aider les investisseurs à identifier les catégories de titrisations dont les risques sous-jacents peuvent être analysés plus facilement et de manière plus transparente¹²³.

Pour atteindre cet objectif, l'article 22 du règlement Titrisation¹²⁴ impose des exigences additionnelles pour qu'une titrisation STS puisse répondre au critère de transparence. C'est ainsi que l'initiateur et le sponsor doivent mettre à la disposition des investisseurs potentiels les données relatives aux performances passées en matière de défaut et de perte concernant des expositions similaires à celles qui sont titrisées (sur une période d'au moins cinq ans), aussi bien qu'un modèle de flux de trésorerie des passifs qui représente la relation contractuelle entre les expositions sous-jacentes et les paiements effectués entre les parties à l'opération¹²⁵. De plus, lorsque les actifs sous-jacents sont des prêts immobiliers résidentiels ou des prêts ou crédits-bails automobiles, l'initiateur et le sponsor doivent publier les informations disponibles concernant les performances environnementales des actifs financés par les prêts en question. Outre les exigences de transparence des titrisations STS, les exigences de standardisation sont aussi une forme de renforcement de la transparence, du fait qu'elles permettent aux investisseurs de mieux comparer les différents produits. Les exigences de simplicité des titrisations STS sont aussi conçues pour faciliter l'évaluation des risques sous-jacents par les investisseurs.

D'ailleurs, les titrisations STS doivent être notifiées à l'AEMF, en fournissant des explications sur la conformité de la titrisation en question par rapport aux exigences STS¹²⁶. Cette conformité peut être attestée par un tiers agréé par l'autorité compétente, ce qui n'est

¹²³ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, pp. 7-17 ; considérant 16 du règlement Titrisation.

¹²⁴ Concernant les titrisations ABCP, des exigences similaires (avec quelques adaptations) sont trouvées à l'article 24 du règlement Titrisation.

¹²⁵ À savoir, l'initiateur, le sponsor, les investisseurs, d'autres tiers et l'entité de titrisation.

¹²⁶ Article 27 du règlement Titrisation.

cependant pas de nature à exonérer les acteurs de leur responsabilité en cas de non-conformité de la titrisation, qui incombe en premier lieu aux initiateurs et aux sponsors¹²⁷. En plus de faciliter la surveillance de l'AEMF et des autorités compétentes, le règlement Titrisation attribue à la notification STS le rôle d'informer les investisseurs. Cette notification doit fournir aux investisseurs toutes les données pertinentes sur la manière dont les critères STS sont remplis¹²⁸. Ainsi, les règles de transparence déterminent que la notification dont une titrisation STS fait objet doit être mise à disposition des investisseurs¹²⁹.

En somme, la réglementation autour de la titrisation impose une grande diffusion d'informations destinée aux investisseurs. Outre ces exigences pesant sur les acteurs liés au montage des opérations, les agences de notation tiennent aussi une place importante pour garantir la transparence du marché de titrisation.

1.1.2. Le rôle des agences de notation de crédit

Les agences de notation de crédit doivent être au service des investisseurs. Elles ont pour rôle d'informer les investisseurs et de contribuer pour la transparence du marché. La mission économique fondamentale de ces agences est de pallier les asymétries d'information qui existent sur le marché.

Malgré les contestations et le discrédit des agences de notation par rapport à leurs analyses (ou aux conséquences de ces analyses), notamment après la crise de *subprimes* et la crise des dettes souveraines¹³⁰, ces agences ont encore une place centrale et un pouvoir considérable dans le marché financier, puisqu'elles sont considérées utiles et même indispensables¹³¹. Ces agences évitent une lourde charge aux investisseurs et il est difficile d'imaginer que ces derniers pourraient totalement se passer des agences de notation, compte tenu des coûts élevés des enquêtes de crédit indépendantes¹³². De plus, le marché financier suppose une très grande rapidité de transactions. Comme évoqué ci-dessus¹³³, la titrisation vise à transformer des actifs illiquides en actifs liquides qui peuvent facilement circuler sur le

¹²⁷ Article 27, § 2, et article 28 du règlement Titrisation.

¹²⁸ Considérants 9 et 31 du règlement Titrisation.

¹²⁹ Article 7, § 1, point d), du règlement Titrisation.

¹³⁰ À propos de la crise des dettes souveraines, voy., : M. Dévoluy, R. Kovar, « Union économique et monétaire », *Répertoire de droit européen*, Dalloz, avril 2015, §§ 775-783.

¹³¹ G. Parléani, « La responsabilité civile des agences de notation », in A. Gourio, J.-J. Daigre (dir.), *Droit bancaire et financier*, Mélanges AEDBF-France VI, RB Éditions, 2013, pp. 555-580.

¹³² J. C. Coffee, « Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly », *Columbia Law and Economics Working Paper*, n° 375; ECGI - Law Working Paper n° 162/2010, septembre 2010.

¹³³ Cf *supra*. Introduction

marché. La notation des titres issus des opérations de titrisation contribue justement à la liquidité de ces titres, en renforçant leur négociabilité et interchangeabilité.

Le Code de conduite pour les agences de notation de crédit de l'OICV caractérise la notation de crédit comme l'évaluation émise à travers un système établi et défini de la solvabilité d'une entité ou d'une obligation¹³⁴. À son tour, le règlement CRA définit la notation de crédit comme :

« un avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers, ou d'un émetteur d'une telle dette ou obligation financière, d'un tel titre de créance, de telles actions privilégiées ou d'un tel instrument financier »¹³⁵.

En considérant l'évolution de la finance, comme vu à travers ces définitions, la notation n'a plus forcément rapport avec la solvabilité d'une entreprise. Dans le cadre de la titrisation, la notation a rapport avec le panier de créances ou de titres titrisés, en étant, normalement, déconnectée de la solvabilité de l'initiateur ou du véhicule de titrisation. En outre, plus précisément, la notation qui concerne les discussions autour de la titrisation est la notation financière pure¹³⁶, générée à partir des contrats conclus entre les émetteurs de titres et les agences de notation¹³⁷.

La crise de *subprimes* a révélé les faiblesses des agences de notation surtout concernant la titrisation. D'abord, la qualité de la notation était contestable, démontrant une certaine inaptitude des agences de notation à noter certains titres issus des opérations de titrisation, due à leur degré de complexité. De plus – ce qui est plus grave – la crise a permis de contester leur impartialité en raison de la révélation de conflits d'intérêts présents dans le montage de ces opérations. Certes le modèle selon lequel aujourd'hui elles sont rémunérées (modèle de l'émetteur-payeur, dans lequel les émetteurs qui souhaitent être notés font appel aux agences de notation¹³⁸) pourrait déjà faire naître un conflit d'intérêts, vu que l'agence, censée être

¹³⁴ « 'Credit rating' or 'rating' means an assessment regarding the creditworthiness of an entity or obligation, expressed using an established and defined ranking system. ». International organization of securities commissions, « Code of conduct fundamentals for credit rating agencies: final report », mars 2015, disponible en ligne : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf> (consulté le [01 décembre 2020]).

¹³⁵ Article 3, § 1, point a), du règlement CRA.

¹³⁶ Les discussions autour de la notation non financière, c'est-à-dire la notation sociale et la notation environnementale, ne seront pas ici concernées.

¹³⁷ La notation dite sauvage, qui a rapport avec les dettes souveraines, ne sera pas ici concernée.

¹³⁸ À l'origine, avant les années 1970, les agences de notations étaient payées par les investisseurs (F. Partnoy, « How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers », *Legal Studies Research Papers Series*, mai 2006, Research Paper n° 07-46, University of San Diego, p. 59-102).

indépendante et agir pour informer les potentiels acheteurs de titres de façon fiable, entretient une relation contractuelle étroite avec l'émetteur qui souhaite offrir ses titres¹³⁹. Mais en plus de cela, ces agences avaient un rôle relativement opaque lorsqu'elles notaient les titrisations, du fait qu'elles étaient, d'un côté, chargées de délivrer la note des titres au public et, de l'autre, insérées dans un rôle de conseillers, voire concepteurs, des produits issus de ces opérations¹⁴⁰. Dans ce contexte, pour que les agences de notation puissent accomplir leur rôle primaire de bien informer le marché, il fallait réguler l'activité de notation de crédit.

L'OICV a établi des principes¹⁴¹ pour les agences de notation et leurs régulateurs afin de promouvoir des analyses bien informées et indépendantes. Ces principes répondent à des objectifs principaux : la qualité et l'intégrité du processus de notation (pour émettre des notations permettant de réduire les asymétries d'information dans le marché), l'indépendance des agences et la prévention des conflits d'intérêts, aussi bien que la transparence et la divulgation d'information par ces agences¹⁴².

Dans l'Union européenne, le cadre réglementaire des agences de notation a été introduit en 2009 par le règlement CRA, suivant les recommandations et le Code de conduite de l'OICV¹⁴³. Ce règlement soumet les agences de notation opérant au sein de l'Union européenne à un enregistrement préalable et leur impose des règles relatives aux conflits d'intérêts, à la transparence, à l'émission et à la qualité des notations. Le règlement CRA a été modifié une première fois par le règlement n° 513/2011 du 11 mai 2011 (dit « règlement CRA II »)¹⁴⁴, qui avait pour objectif de centraliser et de simplifier l'enregistrement et la surveillance au niveau européen, en confiant à l'AEMF des pouvoirs exclusifs de surveillance sur les agences de notation enregistrées dans l'Union européenne. Finalement, les modifications faites au

¹³⁹ G. Parléani, « La responsabilité civile des agences de notation », in A. Gourio, J.-J. Daigre (dir.), *Droit bancaire et financier*, Mélanges AEDBF-France VI, RB Éditions, 2013, pp. 555-580. ; J. Hubert, *Les nouveaux défis juridiques de la titrisation aux États-Unis et en Europe*, mémoire, Université Paris 2 Panthéon-Assas, 2014, p. 107-111.

¹⁴⁰ G. Parléani, « La responsabilité civile des agences de notation », in A. Gourio, J.-J. Daigre (dir.), *Droit bancaire et financier*, Mélanges AEDBF-France VI, RB Éditions, 2013, p. 555-580.

¹⁴¹ International organization of securities commissions, « Code of conduct fundamentals for credit rating agencies : final report », mars 2015, disponible en ligne : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf> (consulté le [01 décembre 2020]).

¹⁴² De plus, ces principes de l'OICV visent aussi le traitement confidentiel des données communiquées par les émetteurs aux agences de notation.

¹⁴³ Pour l'état du Code de conduite de l'OICV avant l'adoption du règlement CRA, v. International organization of securities commissions, « Code of conduct fundamentals for credit rating agencies », mai 2008, disponible en ligne : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf> (consulté le [01 décembre 2020]).

¹⁴⁴ Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

règlement CRA par le règlement n° 462/2013 du 21 mai 2013 (dit « règlement CRA III »)¹⁴⁵ essaient de réduire la dépendance excessive des participants du marché vis-à-vis des notations, les risques de conflits d'intérêts et le haut degré de concentration du marché des notations, en plus de préciser le régime de responsabilité des agences de notation¹⁴⁶.

Ainsi, un des objectifs de la régulation consiste à relancer la concurrence dans le marché des notations, du fait que ces agences opèrent traditionnellement sur un marché oligopolistique et que le défaut de concurrence peut entraîner des comportements abusifs sur le marché. Pour atteindre cet objectif, le règlement CRA III a promu la comparabilité des notations émises par des agences distinctes à travers la création d'un indice de notation européen (EURIX)¹⁴⁷. Par ailleurs, d'autres mesures ont été prises pour encourager le recours à des agences de notation de plus petite taille. Par exemple, lorsque plusieurs notations sont recherchées, l'émetteur devrait envisager de faire appel à au moins une agence qui ne détient pas une part de marché supérieure à 10 %¹⁴⁸⁻¹⁴⁹.

Par ailleurs, la régulation de ces agences a encadré le processus de notation et les devoirs des agences qui s'y attachent. Outre les éventuelles conventions établies entre l'émetteur et l'agence de notation – lesquelles l'agence doit aussi respecter¹⁵⁰ –, plusieurs normes obligatoires s'imposent aux agences de notation de crédit. Ces normes d'origine légale peuvent aussi protéger l'émetteur qui a contracté avec l'agence, mais leur but principal correspond à la protection des destinataires finals de la notation, c'est-à-dire, les investisseurs et le marché.

¹⁴⁵ 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.

¹⁴⁶ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, 15 novembre 2011, n° COM (2011) 747 final 2011/0361 (COD), pp. 2-6.

¹⁴⁷ L'article 11 *bis* du règlement CRA impose aux agences de notation de communiquer leurs notations de crédit à l'AEMF, qui assurerait la publication de toutes les notations existant pour un instrument de créance sous la forme d'un indice de notation européen (EURIX) à libre disposition des investisseurs.

¹⁴⁸ Selon le considérant 10 du règlement CRA III et l'article 8 *quinquies* du règlement CRA.

¹⁴⁹ Malgré ces efforts pour relancer la concurrence dans le marché des agences de notation, il continue à être dominé par les trois agences principales au niveau mondial : *Moody's*, *S&P Global Ratings* et *Fitch Ratings*. Il est encore difficile de faire émerger une agence de notation européenne qui puisse rivaliser avec ces grandes agences américaines, la principale agence européenne (*Scope Ratings*) n'ayant qu'une petite part de marché (European association of credit rating agencies, « *Scope Ratings* », disponible en ligne : <http://www.eacra.fr/?q=node/14> (consulté le [01 décembre 2020]) ; L'Echo, « Cette crise met en évidence la nécessité d'une agence de rating européenne », 22 avril 2020, disponible en ligne : <https://www.lecho.be/dossiers/coronavirus/cette-crise-met-en-evidence-la-necessite-d-une-agence-de-rating-europeenne/10222250.html> (consulté le [01 décembre 2020]).

¹⁵⁰ « Réciproquement, la notation suppose une collaboration de l'entreprise notée. Il lui incombe de permettre à l'agence d'accéder à des documents, à des services, et d'offrir aux personnels de l'agence le support d'une équipe dédiée. » (G. Parléani, « La responsabilité civile des agences de notation », in A. Gourio, J.-J. Daigre (dir.), *Droit bancaire et financier*, Mélanges AEDBF-France VI, RB Éditions, 2013, p. 555-580).

De ce fait, dans le processus de notation, les agences doivent respecter leur propre méthode de notation, préalablement définie. C'est une question de loyauté envers le marché : les agences doivent respecter leur propre standard. Comme prévu dans le règlement CRA, la note doit être émise « par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation »¹⁵¹. Le règlement CRA III a renforcé les exigences relatives à la publication des méthodes de notation et a instauré une procédure pour leur élaboration et leur approbation, visant à améliorer la transparence et la qualité des notations¹⁵². Sous ces conditions, la méthode et la classification des notes peuvent être librement établies par chaque agence¹⁵³. De plus, une fois qu'une agence a été saisie à fabriquer une note, l'agence doit nécessairement publier cette note¹⁵⁴. Lorsque la note concerne des instruments de titrisation, dans sa communication au public l'agence doit veiller à ce que les catégories de notation qui sont attribuées à ces instruments soient clairement différenciées¹⁵⁵.

En outre, l'indépendance des agences dans le processus de notation est une préoccupation majeure des régulateurs. Les agences de notation sont obligées d'émettre les notes de façon totalement indépendante. L'indépendance est inhérente à la mission des agences et caractérise une condition de leur loyauté envers les investisseurs¹⁵⁶. Le règlement CRA, tel que renforcé par le règlement CRA III, pose un ensemble de règles garantissant que les agences soient indépendantes, notamment en se préoccupant des conflits d'intérêts inhérents à leur modèle de rémunération (modèle d'« émetteur-payeur ») et à la structure de leur actionnariat¹⁵⁷. Parmi ces dispositions, on trouve la règle de rotation pour les agences chargées par un émetteur soit de le noter lui-même, soit de noter ses instruments de créance¹⁵⁸, autant que les règles relatives à la rotation interne des membres du personnel d'une agence¹⁵⁹.

Spécifiquement pour les instruments de titrisation – compte tenu de leur complexité et des problèmes avec leur notation dans le contexte de la crise des *subprimes* –, la préoccupation

¹⁵¹ Article 3, § 1, point a), du règlement CRA.

¹⁵² Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, 15 novembre 2011, n° COM (2011) 747 final 2011/0361 (COD), p. 2-6, 10-11.

¹⁵³ G. Parléani, « La responsabilité civile des agences de notation », in A. Gourio, J.-J. Daigre (dir.), *Droit bancaire et financier*, Mélanges AEDBF-France VI, RB Éditions, 2013, p. 555-580.

¹⁵⁴ Article 10, § 1, du règlement CRA.

¹⁵⁵ Article 10 du règlement CRA.

¹⁵⁶ G. Parléani, « La responsabilité civile des agences de notation », *op.cit.*

¹⁵⁷ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, 15 novembre 2011, n° COM (2011) 747 final 2011/0361 (COD), p. 9-10.

¹⁵⁸ Article 6 *ter* du règlement CRA.

¹⁵⁹ Article 7, § 4, du règlement CRA.

concernant l'indépendance des agences et la prévention des conflits d'intérêts est spécialement accrue. Pour éviter qu'une agence mélange les rôles de notateur et de concepteur des instruments de titrisation, le règlement CRA détermine que l'agence doit s'assurer que « les analystes de notation ou les personnes qui approuvent les notations n'émettent pas, de manière formelle ou informelle, de propositions ou de recommandations concernant la conception d'instruments de titrisation dont on s'attend à ce qu'ils fassent l'objet d'une notation de crédit »¹⁶⁰ de la part de l'agence. De plus, les agences ont des obligations supplémentaires relatives à la présentation des notations des instruments de titrisation. Ainsi, l'agence doit fournir dans sa notation de crédit « toutes les informations concernant l'analyse des pertes et des flux de trésorerie qu'elle a effectuée ou sur laquelle elle se fonde », aussi bien qu'indiquer « à quel niveau elle a évalué les procédures de saine diligence mises en œuvre à l'échelon des instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments de titrisation »¹⁶¹. Finalement, la réglementation européenne impose aussi que « lorsqu'un émetteur ou un tiers lié entend solliciter la notation de crédit d'un instrument de titrisation, il charge au moins deux agences de notation de crédit d'effectuer, indépendamment l'une de l'autre, des notations de crédit »¹⁶².

Au-delà des mesures de transparence renforcées, pour que les investisseurs puissent être protégés dans les opérations de titrisation, les acteurs de ces opérations doivent être conscients de leurs responsabilités.

1.2. La responsabilisation des acteurs de la titrisation vis-à-vis des investisseurs

Pour rétablir la confiance des investisseurs dans le marché de la titrisation, il est essentiel que les intérêts des différents acteurs de ce marché soient alignés avec ceux des investisseurs, aussi bien que ces acteurs respectent leurs obligations. La « responsabilisation » de ces acteurs – c'est-à-dire, au sens large, générer une prise de conscience de leurs responsabilités¹⁶³ – est un outil important de protection des investisseurs. Il convient de préciser la responsabilisation des initiateurs, sponsors et prêteurs initiaux – laquelle a été introduite grâce à la création de nouvelles obligations pour ces acteurs (1.2.1), avant de s'intéresser à la responsabilisation des

¹⁶⁰ Annexe I, section B, § 5 du règlement CRA.

¹⁶¹ Annexe I, section D, point II, du règlement CRA.

¹⁶² Article 8 *quater* du règlement CRA.

¹⁶³ Le terme « responsabilisation » est ici employé au sens large de « rendre un acteur conscient de ses responsabilités ». Cet objectif peut être atteint, d'un point de vue juridique, par la création de nouvelles obligations ou par la précision des conditions de responsabilité en cas de manquement aux obligations.

agences de notation de crédit – dans la mesure où les conditions de responsabilité de ces agences ont été développées (1.2.2).

1.2.1. La responsabilisation de l’initiateur, du sponsor et du prêteur initial de la titrisation

Pour les économistes, l’aléa moral se traduit par un effet pervers trouvé dans le fait qu’un agent, protégé d’un risque, se comporte différemment quand il est lui-même exposé à ce risque¹⁶⁴. Comme évoqué précédemment¹⁶⁵, l’emploi du modèle « initier pour distribuer » – dans lequel les prêteurs octroyaient des crédits en appliquant des procédures insuffisantes et laxistes, car ils savaient à l’avance que les risques de ces prêts seraient transférés à des tiers par le biais de la titrisation – était au centre des causes de la crise des *subprimes*.

À la suite de la crise, c’est devenu une priorité de garantir que les intérêts de l’initiateur (ou des autres acteurs liés au montage de l’opération de titrisation) soient alignés avec ceux des investisseurs¹⁶⁶. Il est nécessaire de rappeler aux initiateurs l’attention qu’ils doivent porter à leurs débiteurs ou, plus généralement, à leurs actifs à être titrisés. Pour responsabiliser les acteurs à l’origine de la titrisation en rétablissant l’intérêt qu’ils doivent avoir dans les opérations, et ainsi garantir un meilleur alignement des intérêts, les régulateurs se sont tournés vers la technique de la rétention du risque¹⁶⁷. La rétention du risque fait référence à l’intérêt dans l’opération de titrisation que les initiateurs, les sponsors ou les prêteurs initiaux doivent conserver en permanence afin d’éviter qu’ils se déchargent complètement d’actifs à haut risque par le biais de la titrisation.

La Commission européenne, dans la proposition du règlement Titrisation, définit comme l’un des objectifs principaux de ce règlement « gérer le risque systémique en évitant la réapparition des modèles déficients ‘octroi pour cession’ »¹⁶⁸. Le considérant 10 de ce règlement souligne qu’il est « essentiel d’aligner les intérêts des initiateurs, des sponsors, des prêteurs initiaux qui participent à une titrisation et des investisseurs ». Avant la rentrée en vigueur du règlement Titrisation, la rétention du risque était déjà imposée par la réglementation

¹⁶⁴ A. Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier, 2018, § 102.

¹⁶⁵ Voy., Introduction.

¹⁶⁶ International organization of securities commissions, « Global developments in securitisation régulation : Final report », 16 novembre 2012, disponible en ligne : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf> (consulté le [01 décembre 2020] 2019). À propos : T. Bonneau, « Titrisation », *Revue de Droit bancaire et financier*, n. 2, mars 2013, comm. 75.

¹⁶⁷ Aussi connue comme la technique du « *skin in the game* ».

¹⁶⁸ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, p. 3.

de chaque secteur¹⁶⁹, mais l'approche indirecte était utilisée : les initiateurs, les sponsors ou les prêteurs initiaux n'étaient pas directement soumis à ces exigences, mais l'investisseur devait vérifier s'ils avaient conservé le risque. La Commission a considéré que cette contrainte représentait une charge pour l'investisseur, qui n'a pas directement accès aux informations nécessaires pour effectuer cette vérification¹⁷⁰. Ainsi, l'article 6 du règlement Titrisation impose à l'initiateur, au sponsor ou au prêteur initial de tous les types de titrisation une obligation directe de rétention du risque, en précisant qu'il suffit qu'un seul de ces acteurs soit soumis à cette exigence pour chaque titrisation¹⁷¹. Des manquements aux exigences relatives à la rétention du risque peuvent entraîner l'application de sanctions administratives et mesures correctives prévues par ce règlement¹⁷². Par ailleurs, le règlement Titrisation n'a pas augmenté, par rapport aux réglementations sectorielles déjà existantes, le montant minimum de l'intérêt économique net significatif à être conservé, qui reste fixé à 5 %¹⁷³.

En outre, le règlement Titrisation vise à empêcher que les opérations soient structurées de manière à éviter l'application de l'exigence de rétention, laquelle devrait s'appliquer dans tous les cas où la substance économique d'une titrisation existe, quels que soient les structures ou les instruments juridiques utilisés¹⁷⁴. Pour ce faire, le règlement Titrisation précise qu'une entité qui aurait été établie pour les seuls besoins de titriser des expositions ne saurait être considérée comme un initiateur éligible à la conservation du risque¹⁷⁵. Néanmoins, ce règlement prévoit des exceptions à cette obligation pour les cas où les expositions titrisées sont pleinement, inconditionnellement et irrévocablement garanties, notamment par des autorités publiques¹⁷⁶.

En renforçant l'alignement des intérêts dans les opérations, le règlement Titrisation prévoit aussi une règle de non-sélection des actifs titrisés : l'initiateur ne doit pas sélectionner des actifs dans le but que les pertes soient plus importantes sur le portefeuille transféré à l'entité de titrisation que celles au titre d'actifs comparables conservés dans le bilan de l'initiateur¹⁷⁷.

¹⁶⁹ Notamment par l'article 405 du règlement CRR, par l'article 17 de la directive AIFM, et par l'article 135 de la directive Solvabilité II.

¹⁷⁰ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, p. 15-16.

¹⁷¹ « En l'absence d'accord entre l'initiateur, le sponsor et le prêteur initial sur celui qui conservera l'intérêt économique net significatif, c'est l'initiateur qui conserve celui-ci » (article 6, § 1, du règlement Titrisation).

¹⁷² Selon l'article 32, § 1°, point a), du règlement Titrisation. Les articles 32 et 33 du règlement Titrisation disposent sur les sanctions administratives et mesures correctives et sur l'exercice du pouvoir de les imposer.

¹⁷³ Article 6, § 1, du règlement Titrisation.

¹⁷⁴ Considérant 10 du règlement Titrisation.

¹⁷⁵ Article 6, § 1, du règlement Titrisation.

¹⁷⁶ Article 6, §§ 5 et 6, du règlement Titrisation.

¹⁷⁷ Article 6, § 2, du règlement Titrisation.

Toutefois, comme précise le considérant 11 du règlement Titrisation, cette obligation ne devrait pas porter atteinte au droit des initiateurs ou des sponsors de sélectionner des actifs plus risqués à être transférés à l'entité de titrisation, pour autant que le profil de risque de crédit plus élevé de ces actifs soit clairement communiqué aux investisseurs ou investisseurs potentiels. Ensuite, l'article 9 du règlement Titrisation explicite que les initiateurs, les sponsors et les prêteurs initiaux doivent appliquer aux crédits à titriser les mêmes critères rigoureux et bien définis relatifs à l'octroi de crédits que ceux qu'ils appliquent aux actifs non titrisés.

Au-delà de ces exigences qui s'appliquent à tous les types de titrisations, le règlement Titrisation impose des obligations additionnelles pour les titrisations STS afin d'éviter la réapparition du modèle « initié pour distribuer ». De ce fait, au sein des exigences relatives à la simplicité des titrisations STS¹⁷⁸, il est précisé notamment que les actifs à titriser doivent être initiés dans le cadre normal des activités de l'initiateur ou du prêteur initial, conformément à des normes de souscription qui ne doivent pas être moins strictes que celles que l'acteur concerné applique, au moment de l'initiation, à des actifs similaires qui ne sont pas titrisés.

En plus de ces mesures adoptées pour rendre les initiateurs, sponsors et prêteurs initiaux conscients de leurs responsabilités dans les opérations de titrisation, des réformes ont été apportées à la réglementation des agences de notation de crédit pour les responsabiliser.

1.2.2. La responsabilisation des agences de notation de crédit

Rendre les agences de notation de crédit conscientes de leurs responsabilités peut être fait, en théorie, de deux manières : à travers une responsabilisation spontanée – c'est-à-dire, par l'autorégulation – et à travers d'une responsabilisation imposée – qui implique l'ingérence du régulateur¹⁷⁹.

Avant la crise des *subprimes*, l'autorégulation des agences de notation de crédit était considérée, en général, comme suffisante. Les défenseurs de l'autorégulation croyaient que le principal actif des agences de notation serait leur réputation vis-à-vis les investisseurs. Ainsi, la volonté de maintenir leur réputation serait capable d'inciter les agences à bien noter et

¹⁷⁸ Article 20 du règlement Titrisation. Concernant les titrisations ABCP, des exigences similaires (avec quelques adaptations) sont trouvées à l'article 24 du règlement Titrisation.

¹⁷⁹ J. Hubert, *Les nouveaux défis juridiques de la titrisation aux États-Unis et en Europe*, mémoire, Université Paris 2 Panthéon-Assas, 2014, pp. 106-107 ; J. P. Hunt, « Credit rating agencies and the worldwide credit crisis : the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement », *Columbia Business Law Review*, 2009, n. 1, p. 109-209.

dissuader les mauvaises pratiques en matière de notation¹⁸⁰. Néanmoins, la crise a démontré que ce critère était surestimé.

Suite de la crise, la question de la responsabilité des agences de notation est mise en évidence. En plus de réguler le processus de délivrance de la note, il convient aussi de mettre en place un système de responsabilité de ces agences. Cependant, comme évoquées ci-dessus¹⁸¹, les agences de notation demeurent indispensables pour le marché : il fallait alors équilibrer leur responsabilisation et le maintien de leur activité. Les défis pour mettre en place un système de responsabilité des agences de notation relèvent du fait que ces agences sont considérées comme des donneurs d'opinion et sont ainsi protégées par la liberté d'expression, garantie dans l'Union européenne à travers l'article 10 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et libertés fondamentales¹⁸². De ce fait, la question de la responsabilité n'est apparue que progressivement dans la législation¹⁸³.

À l'adoption du règlement CRA en 2009, la question de la responsabilité des agences de notation n'y figurait qu'implicitement. Il a fallu attendre le règlement CRA III en 2013 pour définir le régime de responsabilité des agences de notation au niveau européen. Il convient de préciser que comme le règlement CRA ne traitait pas de ce régime, qui ainsi relevait du droit de chacun des États membres, le législateur français avait introduit¹⁸⁴ aux articles L544-5 et L544-6¹⁸⁵ du Code monétaire et financier des précisions sur le régime de responsabilité applicable aux agences. La loi du 10 août 2018¹⁸⁶ a ensuite abrogé ces articles, ce qui permet d'harmoniser le droit interne français avec le régime de responsabilité européen introduit par le règlement CRA III¹⁸⁷.

Les raisons de l'introduction de la responsabilité civile des agences de notation dans l'Union européenne incluent, en plus de la défense de l'intérêt des investisseurs, l'amélioration de la qualité des notations. Selon la Commission européenne, « en matière de protection des

¹⁸⁰ N. Baron, « The role of rating agencies in the securitization process », in L. T. Kendall, M. J. Fishman, (dir.), *A primer on securitization*, Massachusetts institute of technology Press, 1996, p. 82.

¹⁸¹ Voy. *supra*.1.1.2.

¹⁸² Aux États-Unis, les agences bénéficient de la protection du premier amendement de la constitution américaine.

¹⁸³ G. Parléani, « La responsabilité civile des agences de notation », *op. cit.*

¹⁸⁴ À travers de la Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

¹⁸⁵ Il était précisé à l'article L544-5 : (a) que les agences engagent leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements dans la mise en œuvre des obligations définies par le règlement CRA ; et (b) que les clauses contractuelles soumettant un contrat d'une agence de notation aux juridictions d'un État tiers à l'Union européenne est réputé nul et non écrit. L'article L544-6 prohibait les clauses exclusives de responsabilité, réputées non écrites.

¹⁸⁶ Loi n° 2018-727 du 10 août 2018 pour un État au service d'une société de confiance.

¹⁸⁷ E. Chevrier, J. Lasserre Capdeville, P. Pisoni, M. Storck, *Code monétaire et financier 2019 : annoté et commenté*, Dalloz, 2019, comm. Chapitre IV du titre IV du livre V de la partie législative.

investisseurs, le fait de les doter d'un droit de recours contre les agences de notation devrait fortement inciter celles-ci à se conformer à leurs obligations légales et à veiller à la qualité de leurs notations »¹⁸⁸. La qualité de la notation est essentielle. Comme le précise G. Parléani, « cette exigence de qualité est indissociable du rôle fondamental que s'arrogent les agences de notation : réduire les asymétries d'information sur les marchés, et concourir par cela à leur transparence et à leur fluidité »¹⁸⁹.

Le nouvel article 35 *bis* introduit dans le règlement CRA par le règlement CRA III vise à traduire cette réalité : une agence de notation qui enfreindrait le règlement intentionnellement ou par négligence grave et, ce faisant, porterait préjudice à un investisseur qui se serait fié à une notation qu'elle aurait émise, serait tenue pour responsable, sous réserve que l'infraction en question ait influencé la notation.

Les investisseurs, contrairement aux émetteurs en général, n'entretiennent pas de relation contractuelle avec l'agence de notation. La source de la responsabilité des agences vis-à-vis des investisseurs serait forcément la violation d'une norme obligatoire. En conséquence, la responsabilité est ici délictuelle¹⁹⁰.

Dès lors, afin d'effectuer un recours en responsabilité contre une agence de notation de crédit, les investisseurs devront montrer que : (a) l'agence a commis une infraction énumérée à l'annexe III du règlement CRA ; (b) l'infraction a été commise intentionnellement ou avec négligence grave ; (c) l'infraction a eu un impact sur la notation et causé une perte chez les investisseurs ; et (d) les investisseurs ont raisonnablement compté sur la note pour décider d'investir, de détenir ou de céder un instrument financier noté par l'agence de notation¹⁹¹.

Il faut remarquer qu'il n'y a pas un principe général de responsabilité des agences de notation – comme normalement c'est le cas en droit français. Ainsi, pour engager la responsabilité d'une agence de notation, l'infraction commise par l'agence doit impérativement figurer dans la liste exhaustive trouvée dans l'annexe III du règlement CRA. Dans cette liste

¹⁸⁸ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, 15 novembre 2011, n° COM (2011) 747 final 2011/0361 (COD), pp. 2-6.

¹⁸⁹ G. Parléani, « La responsabilité civile des agences de notation », *op. cit.*

¹⁹⁰ Il convient de préciser que la responsabilité vis-à-vis des émetteurs pourrait être contractuelle, en cas de non-respect par l'agence de notation d'une norme convenue entre les parties, ou délictuel, en cas de non-respect par l'agence du règlement CRA, dans les conditions posées par celui-ci. À ce propos, v. A.D. Merville, « La responsabilité civile, pénale et administrative des agences de notation », *Revue de Droit bancaire et financier*, n. 3, mai 2013, étude 9.

¹⁹¹ J. Hubert, *Les nouveaux défis juridiques de la titrisation aux États-Unis et en Europe*, mémoire, Université Paris 2 Panthéon-Assas, 2014, p. 130-139.

figure un grand nombre d'infractions faisant référence à des violations du règlement, notamment celles qui portent sur l'organisation de l'agence et sur la délivrance de la note. L'agence commettrait une infraction, par exemple, dans l'hypothèse de ne pas adopter de mesures pour assurer que les notations de crédit se fondent « sur une analyse approfondie de toutes les informations dont elle dispose et qui sont pertinentes pour son analyse en fonction des méthodes de notation applicables »¹⁹², aussi bien que dans le cas de ne pas s'assurer que « les analystes de notation ou les personnes qui approuvent les notations n'émettent pas de propositions ou de recommandations concernant la conception d'instruments de titrisation »¹⁹³.

Si d'une part la responsabilité des agences dans le processus de délivrance de la note est peu contestée, d'autre part la possibilité de responsabiliser les agences dans la détermination de la note pose des questions. Même si les contestations au sujet de la qualité de la note émanent généralement des émetteurs des titres (et non des investisseurs), il est opportun de présenter le précédent connu en droit français au travers de l'affaire LVMH-Morgan Stanley¹⁹⁴. Dans cette affaire, la Cour d'appel de Paris a distingué, dans le cadre de l'exercice de la liberté d'opinion, la simple dévalorisation de l'entreprise causée par une opinion – qui serait possible – du dénigrement injustifié de l'entreprise – qui serait illicite. Ainsi, à condition que l'opinion soit forgée selon des principes de rigueur, d'objectivité, d'impartialité, et de prudence, la liberté d'expression serait garantie et chaque opinion peut différer des autres, même si son exercice engendre la dévalorisation d'une entreprise.

En somme, pour que les agences de notation de crédit puissent bénéficier de la liberté d'expression, sachant qu'elles ont le rôle de contribuer à la satisfaction de l'intérêt général qui se traduit par la transparence du marché, elles doivent garantir que leurs méthodes pour exprimer leurs opinions sont sérieuses et fiables¹⁹⁵.

Finalement, il convient de préciser la mise en œuvre par les investisseurs de la responsabilité civile des agences de notation. Comme évoqué ci-dessus, les investisseurs sont des non-contractants de l'agence de notation, il s'agit donc du terrain de la responsabilité délictuelle. Ainsi, pour la détermination de la loi applicable au litige, selon le règlement du

¹⁹² Annexe III, § I, point 42, du règlement CRA.

¹⁹³ Annexe III, § I, point 24, du règlement CRA.

¹⁹⁴ Cour d'appel de Paris, 15^e chambre, section b, n° 04/06308, 30 juin 2006.

¹⁹⁵ G. Parléani, « La responsabilité civile des agences de notation », *op. cit.*

11 juillet 2007 (dit « règlement Rome II »)¹⁹⁶, la règle générale est que la loi applicable sera celle du pays où le dommage survient¹⁹⁷.

Pour la détermination de la juridiction compétente en matière délictuelle, le lieu où le fait dommageable s'est produit serait responsable pour désigner cette juridiction, en application du règlement du 12 décembre 2012 (dit « règlement Bruxelles I Bis »)¹⁹⁸. De plus, le règlement CRA, tel que modifié par le règlement CRA III, fait porter la charge de la preuve sur les investisseurs, qui doivent ainsi prouver la faute intentionnelle ou la négligence grave de l'agence de notation, ainsi qu'établir le lien de causalité. En effet, l'article 35 bis de ce règlement énonce qu'il « incombe à l'investisseur [...] d'apporter des informations précises et circonstanciées indiquant que l'agence de notation de crédit a commis une infraction au présent règlement, et que cette infraction a eu une incidence sur la notation de crédit émise ». De plus, cet article détermine aussi que c'est la juridiction compétente qui doit apprécier ce caractère précis et circonstancié des informations, à la lumière du fait que les investisseurs « peuvent ne pas avoir accès à des informations qui demeurent purement dans la sphère de l'agence de notation de crédit ». Enfin, par rapport au montant de l'indemnisation, comme le précise G. Parléani, « l'indemnisation des victimes sera accordée sur le fondement de la perte de chance, soit de n'avoir pas pu souscrire à des titres plus profitables, soit d'avoir perdu l'occasion de les revendre au meilleur moment »¹⁹⁹.

En somme, les mécanismes de responsabilisation des acteurs de la titrisation – même si limités²⁰⁰ –, ainsi que les exigences de transparence renforcées, constituent des outils de protection des investisseurs. Ces derniers, néanmoins, ne doivent pas avoir une attitude purement passive. Les outils à leur disposition doivent être utilisés par les investisseurs en vue de réaliser la diligence qui leur est requise.

¹⁹⁶ Article 4, § 1, du règlement (CE) n° 864/2007 du Parlement Européen et du Conseil du 11 juillet 2007 sur la loi applicable aux obligations non contractuelles.

¹⁹⁷ À propos de la loi applicable, il faut remarquer que, pour certains, le régime spécial de responsabilité comporterait sa propre règle de conflit de lois. À propos de la perspective du droit français, v. M. Audit, « Aspects internationaux de la responsabilité des agences de notation », *Revue Critique de Droit International Privé*, 2011, n° 3, p. 581 ; F. Denis, « La nouvelle responsabilité civile des agences de notation », *Revue Lamy droit des affaires*, n° 65, 1^{er} novembre 2011 (écrits avant le règlement CRA III et la loi du 10 août 2018).

¹⁹⁸ Article 7, § 2, du règlement (UE) n° 1215/2012 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2012 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale.

¹⁹⁹ G. Parléani, « La responsabilité civile des agences de notation », *op. cit.*

²⁰⁰ Considérant, spécialement, que les conditions de la responsabilité des agences de notation sont assez strictes (voy., *supra*, 1.2.2).

2. LA DILIGENCE REQUISE DES INVESTISSEURS DANS LA TITRISATION

Si d'un côté la crise des *subprimes* a démontré que les investisseurs dans des positions de titrisations avaient un besoin de protection, de l'autre cette crise a aussi mis en évidence que ces investisseurs devraient assumer un rôle actif et diligent dans leurs décisions d'investissement. Avant de préciser les contours de l'exercice du devoir de diligence imposé aux investisseurs à l'état actuel (2.2), il convient d'examiner la construction de ce devoir (2.1).

2.1. La construction du devoir de diligence des investisseurs

Le devoir de diligence imposé aux investisseurs a évolué et s'est intensifié à la suite de la crise des *subprimes*, en acquérant des contours plus précis avec l'adoption du règlement Titrisation (2.1.1). Ce devoir néanmoins n'est pas imposé de la même manière à tous les types d'investisseurs. Il convient ainsi de préciser quels investisseurs sont concernés par ce devoir de diligence (2.1.2).

2.1.1. L'évolution du devoir de diligence

La crise des *subprimes* a mis en évidence le fait que les investisseurs accordaient une confiance excessive aux tiers – tels que les agences de notation de crédit – et n'avaient pas fait preuve de diligence comme ils auraient dû²⁰¹. D'un côté, comme exposées précédemment, les réactions réglementaires à la suite de la crise se sont focalisées sur les acteurs de la titrisation. D'un autre côté, les investisseurs ont été aussi objet de régulation, de manière à les sensibiliser vis-à-vis des risques et à leur imposer une plus grande diligence dans leur décision d'investissement dans des positions de titrisation.

Le « *Joint Forum* », qui regroupe le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, l'OICV et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance, a recommandé expressément aux autorités d'exiger de la diligence aux investisseurs dans des titrisations, afin de leur permettre une meilleure compréhension des risques posés par les actifs sous-jacents et d'améliorer ainsi leur information, en plus de prendre des mesures pour décourager un excès de confiance aux tiers²⁰². Dans l'Union européenne, des obligations de diligence ont été insérées dans la

²⁰¹ Tel que montré précédemment (v. Introduction, ci-dessus), avant la crise des *subprimes*, les investisseurs n'étaient pas diligents et déposaient une confiance excessive aux tiers (notamment les agences de notation de crédit), en acquérant à grande échelle des titres dont ils n'avaient pas conscience du contenu. Cette absence de diligence des investisseurs aurait ainsi contribué pour la croissance des crédits *subprimes* et pour la propagation de la crise (R. A. Posner, *A failure of capitalism: the crisis of '08 and the descent into depression*, Harvard University Press, 2009, p. 53-59).

²⁰² The Joint Forum (Basel committee on banking supervision, International organization of securities commissions, International association of insurance supervisors), « Report on asset securitisation incentives »,

réglementation de certains secteurs d'investisseurs, notamment dans le règlement CRR²⁰³, le règlement délégué n° 2015/35 du 10 octobre 2014 (dit « règlement délégué Solvabilité II »)²⁰⁴ et le règlement délégué n° 231/2013 du 19 décembre 2012 (dit « règlement délégué AIFM »)²⁰⁵.

L'objectif de réduire la dépendance des investisseurs aux agences de notation de crédit a été adressé au niveau européen par le règlement CRA III. Le nouvel article 5 *bis* inséré dans le règlement CRA impose à certains établissements financiers (les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance, les entreprises de réassurance, les institutions de retraite professionnelle, les sociétés de gestion, les sociétés d'investissement, les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et les contreparties centrales) de procéder à leurs propres évaluations des risques de crédit. Ces établissements doivent ainsi éviter de se fier exclusivement ou mécaniquement à des notations externes pour apprécier la qualité de crédit d'une entité ou d'un instrument financier.

En effet, la preuve de l'exercice de la diligence requise est l'une des conditions pour qu'un de ces investisseurs puisse engager la responsabilité civile des agences de notation²⁰⁶. Comme précisé par l'article 35 *bis*, § 1, alinéa 2, du règlement CRA, l'investisseur peut uniquement demander la réparation des préjudices subis à cause d'une notation de crédit s'il « s'est raisonnablement appuyé sur une notation de crédit, conformément à l'article 5 *bis*, paragraphe 1, ou autrement en faisant preuve de toute la diligence requise, pour décider d'investir dans l'instrument financier couvert par cette notation de crédit, de le détenir ou de le céder ». En conséquence, les investisseurs régulés qui n'évaluent pas les risques de leurs investissements de façon indépendante et comptent exclusivement ou mécaniquement sur les notations des agences pourraient avoir des difficultés à faire valoir leur recours en responsabilité.

Dans ce contexte, le règlement Titrisation a régulé le devoir de diligence des investisseurs dans des positions de titrisation. Ainsi, dès lors que les titrisations ne sont pas

juillet 2011, disponible en ligne : <https://www.bis.org/publ/joint26.pdf> (consulté le [01 décembre 2020]. À propos : T. Bonneau, « Titrisation », *Revue de Droit bancaire et financier*, n° 6, novembre 2011, comm. 215.

²⁰³ Article 406.

²⁰⁴ Règlement délégué (UE) n° 2015/35 de la Commission du 10 octobre 2014 complétant la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (solvabilité II), articles 255 et 256.

²⁰⁵ Règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations, les conditions générales d'exercice, les dépositaires, l'effet de levier, la transparence et la surveillance, articles 51 à 53.

²⁰⁶ À propos de la responsabilité civile des agences de notation de crédit vis-à-vis des investisseurs, voy., *supra* 1.2.2.

toujours les produits financiers les plus simples et les plus transparents et qu'elles peuvent impliquer des risques plus élevés que d'autres instruments financiers, la Commission européenne a considéré qu'une diligence spéciale par rapport aux produits issus des opérations de titrisation est requise²⁰⁷. Le considérant 9 du règlement Titrisation souligne qu'il est :

« essentiel de soumettre les investisseurs institutionnels à des exigences proportionnées en matière de diligence appropriée visant à garantir qu'ils évaluent correctement les risques découlant de tous les types de titrisation, au profit des investisseurs finaux. L'exercice d'une diligence appropriée peut donc aussi renforcer la confiance dans le marché et entre les différents initiateurs, sponsors et investisseurs. ».

Néanmoins, ce devoir de diligence ne serait pas exigé de tous les investisseurs dans une position de titrisation. Il convient ainsi de préciser les destinataires de cette obligation de diligence.

2.1.2. Les investisseurs concernés par le devoir de diligence

Le devoir de diligence ne s'impose qu'aux investisseurs considérés comme institutionnels au sens du règlement Titrisation. Comme cela a été évoqué auparavant, la réglementation qui a été adoptée à la suite de la crise des *subprimes*, avant l'entrée en vigueur du règlement Titrisation, imposait des obligations de diligence à chaque catégorie d'investisseurs concernée par des règles spécifiques. Ces règles sont abrogées et remplacées par un cadre unique trouvé dans le règlement Titrisation, prévoyant pour tous les types d'investisseurs qualifiés comme institutionnels des dispositions uniformisées et simplifiées en matière de diligence. Dès lors, en comparaison avec la réglementation antérieure, de nouveaux types d'investisseurs sont aussi soumis à des règles de diligence, notamment les organismes de placement collectif en valeurs mobilières et les institutions de retraite professionnelle²⁰⁸.

De ce fait, si un investisseur dans une position de titrisation n'est pas considéré comme institutionnel, il ne sera pas tenu de respecter les obligations de diligence imposées par le règlement Titrisation. En effet, en raison de l'ampleur des risques et de la complexité inhérente à la titrisation, ce règlement vise à attribuer une protection accrue des investisseurs de plus petite taille. Le considérant 15 du règlement Titrisation précise que « les instruments de

²⁰⁷ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, p. 15.

²⁰⁸ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° COM (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, p. 15.

titrisation ne conviennent généralement pas aux clients de détail ». C'est ainsi qu'un principe d'interdiction de la vente d'une position de titrisation à un client de détail a été introduit.

Ce principe connaît néanmoins des exceptions. Si l'ensemble des conditions prévues à l'article 3 du règlement Titrisation sont réunies, la vente d'une position de titrisation à un client de détail peut être autorisée. Ces règles constituent des garde-fous, destinés à s'assurer que le client de détail ne s'expose pas exagérément aux risques de la titrisation²⁰⁹. Ainsi, pour qu'un client de détail puisse acheter une position de titrisation, il doit réussir un test d'adéquation appliqué par le vendeur et inspiré de la directive MIF II. Ce test vise à garantir la protection de l'investisseur en évaluant si l'investissement lui est adéquat et adapté à sa tolérance au risque et à sa capacité à subir des pertes, considérant les connaissances et l'expérience de l'investisseur en matière d'investissement en rapport avec le titre en question, sa situation financière et ses objectifs d'investissement²¹⁰. Le vendeur doit être convaincu, sur la base de ce test, que la position est adéquate pour le client en question, en plus d'être tenu de communiquer immédiatement au client le résultat du test. En outre, lorsque le portefeuille d'instruments financiers d'un client de détail n'excède pas 500 000 euros, le vendeur doit s'assurer, sur la base des informations fournies par le client, que ce dernier n'investit pas dans des positions de titrisation un montant agrégé supérieur à 10 % de ce portefeuille et que le montant minimal initial investi dans une ou plusieurs de ces positions est de 10 000 euros.

Après avoir décrit les investisseurs concernés par ce devoir de diligence, il convient ensuite de préciser l'exercice de leur devoir.

2.2. L'exercice du devoir de diligence par les investisseurs

Le règlement Titrisation impose plusieurs exigences de diligence adéquate aux investisseurs institutionnels. Des diligences doivent être exécutées avant que ces investisseurs détiennent une position de titrisation (2.2.1). Ensuite, le contrôle et le suivi des positions de titrisation détenues par des investisseurs institutionnels doivent être également faits avec diligence (2.2.2).

²⁰⁹ A.-C. Muller, « Règlement (UE) 2017/2402 du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation, ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées », *Revue de Droit bancaire et financier*, n° 2, mars 2018, comm. 58.

²¹⁰ Conformément à l'article 25, § 2, de la directive MIF II.

2.2.1. La diligence avant de détenir une position de titrisation

L'article 5 du règlement Titrisation – applicable à tous les types de titrisation – impose des obligations de diligence aux investisseurs institutionnels qui souhaitent investir dans la titrisation. Ces investisseurs sont tenus de vérifier, notamment, que l'initiateur, le sponsor, et le prêteur initial satisfont à leurs obligations définies par ce règlement. L'investisseur institutionnel qui n'aurait pas procédé aux diligences exigées de lui ne pourrait pas mettre en jeu la responsabilité de ces acteurs²¹¹.

Ainsi, avant de détenir une position de titrisation, les investisseurs institutionnels (autre que l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial) doivent vérifier le respect des règles et standards imposés par le règlement Titrisation.

D'abord, ces investisseurs doivent s'assurer que les initiateurs, les sponsors et les entités de titrisation ont mis à disposition auprès des investisseurs l'ensemble des informations requises par le règlement Titrisation²¹², en respectant la fréquence et les modalités prévues²¹³.

Si d'un côté les initiateurs et les prêteurs initiaux sont tenus d'appliquer aux crédits à titriser les mêmes critères rigoureux et bien définis relatifs à l'octroi de crédits que ceux qu'ils appliquent aux actifs non titrisés²¹⁴, d'un autre côté les investisseurs institutionnels doivent vérifier, avant de détenir une position de titrisation, les conditions dans lesquelles les crédits sous-jacents ont été octroyés par les initiateurs et les prêteurs initiaux (que ces derniers soient ou non situés dans l'Union européenne)²¹⁵. Cette obligation de vérification n'est pas applicable aux crédits octroyés par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement²¹⁶, étant donné que les conditions d'octroi de ces crédits font déjà l'objet d'une surveillance générale au titre du régime prudentiel applicable à ces entités²¹⁷. Concernant les opérations ABCP

²¹¹ A.-C. Muller, « Règlement (UE) 2017/2402 du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation, ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées », *Revue de Droit bancaire et financier*, mars 2018, n° 2, comm. 58.

²¹² À ce propos, voy. *supra*, 1.1.1.

²¹³ Article 5, § 1, point e), du règlement Titrisation.

²¹⁴ À ce propos, voy. *supra*, 1.2.1.

²¹⁵ Article 5, § 1, points a) et b), du règlement Titrisation.

²¹⁶ Au sens de l'article 4, § 1, points 1) et 2), du règlement CRR.

²¹⁷ G. Benteux, E. Legrand, C. Tachet, « Le nouveau cadre prudentiel de la titrisation au sein de l'Union européenne (commentaires sur le règlement (UE) n° 2017/2402 du 12 décembre 2017) », *Bulletin Joly Bourse*, n° 2, p. 100.

entièrement soutenues²¹⁸, cette exigence doit être observée, non pas par l'investisseur, mais par le sponsor de l'opération en question²¹⁹.

Comme indiqué précédemment²²⁰, avant la rentrée en vigueur du règlement Titrisation, la rétention du risque par les initiateurs, les sponsors ou les prêteurs initiaux était imposée uniquement par l'approche indirecte (dans laquelle il revenait aux investisseurs de vérifier la rétention du risque). Même si ce nouveau règlement a introduit une obligation directe de rétention du risque pesant sur ces acteurs, cela ne signifie pas que l'investisseur ne sera plus soumis à cette approche indirecte. Par conséquent, l'investisseur institutionnel est tenu de vérifier, avant de détenir une position de titrisation, que l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial respecte les obligations de rétention du risque, que ces règles soient celles applicables aux entités établies au sein de l'Union européenne ou des règles équivalentes pour les entités établies dans un pays tiers²²¹.

En outre, les investisseurs institutionnels doivent également procéder, avant de détenir une position de titrisation, à une évaluation des risques encourus²²². Cette évaluation des risques doit considérer, au moins, les caractéristiques de risque de la position de titrisation individuelle et des expositions sous-jacentes, aussi bien que toutes les caractéristiques structurelles de la titrisation susceptibles d'influencer de manière significative la performance de la position de titrisation. Dans le cas des programmes ABCP entièrement soutenus²²³, les investisseurs peuvent se limiter à analyser les caractéristiques du programme en question et de son plein soutien en liquidité.

Les investisseurs institutionnels doivent également exercer la diligence requise et évaluer les risques avant d'investir dans des titrisations STS, même si la responsabilité du contrôle du respect des exigences STS incombe en premier lieu aux initiateurs et aux sponsors.

²¹⁸ L'article 2, point 22), du règlement Titrisation, définit une opération ABCP entièrement soutenue comme « une opération ABCP soutenue par une facilité de trésorerie, au niveau de l'opération ou du programme ABCP, couvrant au moins l'ensemble des éléments suivants: a) tous les risques de liquidité et de crédit de l'opération ABCP; b) tout risque important de dilution des expositions titrisées dans l'opération ABCP; c) tout autre coût au niveau de l'opération ABCP ou du programme ABCP si ces coûts sont nécessaires pour garantir à l'investisseur le paiement intégral de tout montant au titre de l'ABCP ».

²¹⁹ Article 5, § 2, du règlement Titrisation.

²²⁰ À ce propos, voy. *supra*, 1.2.1.

²²¹ Article 5, § 1, points c) et d), du règlement Titrisation.

²²² Article 5, § 3, du règlement Titrisation.

²²³ L'article 2, point 21), du règlement Titrisation, définit un programme ABCP entièrement soutenu comme « un programme ABCP que son sponsor soutient directement et pleinement en fournissant à la SSPE ou aux SSPE une ou plusieurs facilités de trésorerie couvrant au moins l'ensemble des éléments suivants: a) tous les risques de liquidité et de crédit du programme ABCP; b) tout risque important de dilution des expositions titrisées; c) tout autre coût au niveau de l'opération ABCP ou du programme ABCP si ces coûts sont nécessaires pour garantir à l'investisseur le paiement intégral de tout montant au titre de l'ABCP ».

Comme déjà évoquées, les exigences STS ne sont pas un indicateur des caractéristiques de risque de la titrisation ou des actifs sous-jacents. L'apposition du label « STS » à un titre ne signifie pas que l'investissement dans ce titre sera approprié à un investisseur. C'est en fait possible que certaines titrisations autres que STS puissent être constituées d'expositions sous-jacentes aux caractéristiques de qualité de crédit plus adéquates à cet investisseur. Les investisseurs peuvent toujours avoir recours à des montages plus complexes selon leur appétit pour le risque, la différence étant dans le niveau de diligence requise et dans le traitement prudentiel donné à l'investissement²²⁴. De ce fait, même pour les titrisations STS, les investisseurs conservent la responsabilité d'évaluer les risques inhérents à leur exposition aux positions de titrisation et de vérifier si la titrisation est appropriée et adaptée à leurs besoins²²⁵.

La préoccupation concernant la dépendance excessive des investisseurs aux tiers est aussi adressée par le règlement Titrisation. Ainsi, pour vérifier si une titrisation correspond aux critères STS, ce règlement permet aux investisseurs institutionnels de s'appuyer sur la notification STS et les informations communiquées par l'initiateur, le sponsor et l'entité de titrisation dès qu'ils le font de manière appropriée : ils ne doivent pas s'appuyer exclusivement et mécaniquement sur une telle notification et de telles informations²²⁶ (dans un semblable parallèle avec la régulation concernant les agences de notation de crédit²²⁷). De plus, si d'un côté le règlement Titrisation autorise la participation d'un tiers pour aider à vérifier la conformité d'une titrisation avec les exigences STS, d'autre côté ce règlement explicite que le recours à un tel service n'affecte pas les obligations de diligence imposées aux investisseurs institutionnels²²⁸⁻²²⁹.

Après avoir identifié quelles sont les exigences de diligence imposées par le règlement Titrisation aux investisseurs institutionnels avant de détenir une position de titrisation, il convient d'examiner la diligence requise dans le contrôle et le suivi des positions de titrisation.

²²⁴ À propos du traitement prudentiel plus favorable aux titrisations STS, v. Introduction, ci-dessus.

²²⁵ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil n° Com (2015) 472 final 2015/0226 (COD), *op. cit.*, pp. 4-15.

²²⁶ Considérants 9 et 33 et article 3, § 3, point c), du règlement Titrisation.

²²⁷ À ce propos, voy. *supra*, 2.1.1.

²²⁸ Article 27, § 2, du règlement Titrisation.

²²⁹ Même si en pratique les investisseurs auront une motivation plus faible pour exercer leur diligence par rapport aux titres avec le label STS, le règlement Titrisation est clair que les obligations de diligence s'imposent également dans ce cas.

2.2.2. La diligence dans le contrôle et le suivi des positions de titrisation

Après avoir investi dans une position de titrisation, les investisseurs institutionnels doivent également être diligents dans le contrôle et le suivi des positions de titrisation qu'ils détiennent, conformément les mesures prévues l'article 5, § 4, du règlement Titrisation. Cela dit, la mise en œuvre de ces diligences doit être proportionnée aux risques encourus et à l'importance de l'investissement au regard des particularités de chaque investisseur.

L'investisseur institutionnel est astreint à documenter le contrôle du respect de ses obligations de diligence et le suivi des positions de titrisation qu'il détient²³⁰. Pour ce faire, l'investisseur doit établir des procédures écrites adaptées à l'investissement en question et à ses besoins²³¹. Ces procédures doivent ainsi être proportionnées au profil de risque de la position de titrisation et au portefeuille d'investissement de l'investisseur concerné. Le règlement Titrisation pose des exigences à ces procédures écrites toujours en suivant une idée de proportionnalité. Il prévoit ainsi que les procédures doivent inclure des critères supplémentaires « lorsque la titrisation et les expositions sous-jacentes *le justifient* »²³², telles qu'un contrôle portant sur le type d'exposition, les taux de défaut ou les taux de remboursement anticipé.

De plus, le règlement Titrisation considère aussi les moyens à disposition des investisseurs institutionnels pour mettre en œuvre leurs obligations de diligence. Chaque investisseur doit procéder régulièrement à des tests de résistance sur les flux de trésorerie et la valeur des sûretés garantissant les expositions sous-jacentes *dès qu'il dispose des données suffisantes*. En absence de ces données, il peut procéder à des tests de résistance sur les pertes anticipées, toujours en considérant « la nature, la taille et la complexité du risque de la position de titrisation »²³³. Dans le cadre des programmes ABCP entièrement soutenus, il suffit de procéder à des tests de résistance sur la solvabilité et la liquidité du sponsor²³⁴.

Ensuite, dans une optique de gestion des risques, les investisseurs doivent assurer la présentation de rapports internes destinés à son organe de direction, de façon à ce que cet organe puisse connaître les risques liés à l'investissement et que ces risques soient gérés de manière adéquate²³⁵.

²³⁰ Benteux, E. Legrand, C. Tachet, « Le nouveau cadre prudentiel de la titrisation au sein de l'Union européenne (commentaires sur le règlement (UE) n° 2017/2402 du 12 décembre 2017) », *Bulletin Joly Bourse*, n° 2, p. 100.

²³¹ Article 5, § 4, point a), du règlement Titrisation.

²³² *Idem*.

²³³ Article 5, § 4, point b), du règlement Titrisation.

²³⁴ Article 5, § 4, point c), du règlement Titrisation.

²³⁵ Article 5, § 4, point d), du règlement Titrisation.

Finalement, les investisseurs institutionnels doivent être en mesure de démontrer aux autorités compétentes qu'ils ont une connaissance complète et approfondie des positions de titrisation en question et de ses expositions sous-jacentes²³⁶ (ou, dans le cas des programmes ABCP entièrement soutenus, de la qualité de crédit du sponsor et des termes de la facilité de trésorerie accordée²³⁷). Ces investisseurs doivent pouvoir démontrer qu'ils ont mis en œuvre les politiques et procédures écrites pour gérer les risques de la position de titrisation, aussi bien que pour garder une trace des vérifications et des obligations de diligence appropriée exigées par le règlement Titrisation.

CONCLUSION

Les investisseurs sont essentiels au financement et à la croissance de l'économie, leur protection étant au centre des préoccupations de la régulation financière. Dans les opérations de titrisation, la protection des investisseurs mérite une attention particulière. Si d'une part la crise de *subprimes* n'a pas remis en cause le mécanisme de titrisation en lui-même, mais son utilisation abusive, d'autre part cette crise a appelé à une plus forte régulation de la titrisation.

Parmi les objectifs de la régulation de la titrisation faisant suite à la crise et menant à l'adoption du règlement Titrisation, se trouve la protection des investisseurs. Il est essentiel de mettre à leur disposition des outils de protection. Ces outils bénéficient à tous les types d'investisseurs dans des positions de titrisation, avec notamment une protection accrue pour les petits investisseurs. Les investisseurs qualifiés comme institutionnels, néanmoins, possèdent aussi des obligations. Les mécanismes de protection doivent être utilisés par ces investisseurs en vue de réaliser la diligence qui leur est requise avant de prendre une décision d'investissement et dans le contrôle et le suivi de l'investissement.

Ces investisseurs institutionnels ont normalement une importance au niveau de l'ensemble du système financier, leur défaillance pouvant entraîner des risques systémiques. En outre, ces investisseurs peuvent ne pas être les investisseurs finaux – comme c'est le cas des institutions de retraite professionnelle. Il est ainsi essentiel de les sensibiliser aux risques impliqués dans l'investissement dans des positions de titrisation et de leur imposer une conduite active et diligente.

De plus, l'exercice du devoir de diligence imposé aux investisseurs institutionnels pourrait aussi contribuer au bon fonctionnement du marché de la titrisation dans son ensemble.

²³⁶ Article 5, § 4, point e), du règlement Titrisation.

²³⁷ Article 5, § 4, point f), du règlement Titrisation.

L'investisseur institutionnel qui n'aurait pas respecté son devoir de diligence ne pourrait pas mettre en jeu la responsabilité des acteurs des opérations de titrisation, en incluant les agences de notation de crédit. Le régulateur se sert alors des investisseurs institutionnels comme des régulateurs supplémentaires, voire comme un contre-pouvoir à la puissance de ces acteurs. Le devoir de diligence se traduit ainsi comme un moyen complémentaire d'assainir le marché de la titrisation en faisant appel à la vigilance des investisseurs.