

UNIVERSITÉ PARIS 2 PANTHÉON-ASSAS

INSTITUT DE DROIT COMPARÉ

MASTER 2 RECHERCHE DE DROIT EUROPÉEN COMPARÉ 2013-2014



UNIVERSITÉ
PANTHÉON-ASSAS
- PARIS II -

LES NOUVEAUX DÉFIS JURIDIQUES
DE LA TITRISATION
AUX ÉTATS-UNIS ET EN EUROPE

MÉMOIRE RÉDIGÉ SOUS LA DIRECTION DU

PROFESSEUR LAURENT CONVERT

JUSTIN HUBERT



HARVARD
LAW SCHOOL

HARVARD LAW SCHOOL

L'UNIVERSITÉ N'ENTEND DONNER AUCUNE APPROBATION NI IMPROBATION AUX OPINIONS ÉMISES DANS LES MÉMOIRES, CES OPINIONS DOIVENT ÊTRE CONSIDÉRÉES COMME PROPRES À LEUR AUTEUR.

REMERCIEMENTS

À ma famille pour son soutien constant.

À Charlotte, Claire et François pour leur amitié et cette excellente année passée avec eux dans ce Master.

À Michael et Diovar pour leur amitié et leurs explications de la titrisation sous un angle financier.

À Lisa et Sharry pour leur gentillesse et leurs éclairages en *securities law*.

À Monsieur le Directeur Louis Vogel pour m'avoir permis de passer ma meilleure année à Assas dans son Master.

À Monsieur le Professeur Laurent Convert pour ses précieux conseils et son intérêt pour mon sujet.

À tous les professeurs du Master pour leurs enseignements passionnants.

À Madame Christine Le Saux, Madame Maria-Elisa Pons et Monsieur Jean-Michel Corbellini pour leur disposition et soutien.

RÉSUMÉ

Lancée aux Etats-Unis dans les années 70, la titrisation est l'opération par laquelle un initiateur cède des actifs financiers à une entité *ad hoc* qui offre des titres à des investisseurs pour financer son acquisition. Cette transaction présente tous les avantages d'un emprunt sans ses inconvénients. Grâce à elle, l'initiateur bénéficie d'un financement à bas coût et transfère les risques inhérents aux actifs financiers cédés à des investisseurs via un véhicule de titrisation. De l'autre côté de la chaîne, des protections juridiques sont érigées pour susciter l'envie d'investir. Pourtant, la crise des *subprimes* de 2007 vient troubler la prospérité de l'opération qui devient la cause de tous les maux : négligence des banques, notations de mauvaise qualité, manque de transparence, conflits d'intérêts dans le système de l'émetteur-payeur, etc.

Par un parallélisme notoire, les législateurs américains et français tentent de répondre à ces nouveaux défis juridiques. Les responsabilisations des agences de notation et de l'initiateur de la titrisation ont été les préoccupations principales des droits américains et européens. En effet, ils cherchent à pallier à la négligence des banques et des agences de notation respectivement par l'imposition d'une règle de rétention de risques *skin in the game* et par un régime de responsabilité civile. Ces deux règles sont en apparence guidées par l'idée de protection des investisseurs qui sous-tend la titrisation depuis sa création. En réalité, le décorticage des dispositions montre une transformation de cet objectif. L'évolution des défis juridiques provoque-t-elle un changement d'attitude à l'égard des investisseurs ?

Les législateurs doivent trouver un juste équilibre entre la sur-dissuasion des comportements malaisés et le laissez-faire décrié. Ainsi, cette étude démontre que la crise financière mondiale ponctue une période législative guidée par le clientélisme à l'égard des investisseurs et marque le début de celle de leur responsabilisation implicite. Pourtant, s'il faut éveiller la conscience des investisseurs, les divergences exacerbées des droits européens et américains sont parfois attentatoires à leur intérêt et impraticables dans un contexte où la majorité des opérations de titrisation sont transfrontalières.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	9
§1. Le fonctionnement de la titrisation	10
§2. Intérêts de la titrisation	17
§3. Les défis juridiques de la titrisation	20
Partie 1. Les défis juridiques des risques de faillite dans la titrisation	30
Chapitre 1. La création d'une entité <i>bankruptcy remote</i>	32
Section 1. Le risque de faillite de l'organisme de titrisation : l'inadaptation des droits communs	33
§1. Les droits communs de la faillite attentatoires à l'intérêt des créanciers	33
§2. L'application des droits communs de la faillite à la titrisation	36
Section 2. La construction d'une entité <i>bankruptcy remote</i> : des architectures différentes	39
§1. Les organismes de titrisation en France et aux Etats-Unis	40
§2. La construction de la <i>bankruptcy remoteness</i>	47
Chapitre 2. Le transfert et l'isolement des actifs financiers	51
Section 1. Les droits communs américain et français inadaptés au risque de faillite du cédant	52
§1. La mise en échec de l'isolement des actifs par la <i>substantive consolidation</i> et la confusion des patrimoines	52
§2. L'inadaptation des mécanismes de transfert des actifs	54

Section 2. Les solutions convergentes des deux droits dans la <i>perfection</i> du transfert d'actifs	58
§1. La quête commune de la <i>true sale</i>	58
§2. L'objectif commun d'opposabilité de la transmission des actifs financiers	69
A. L'opposabilité de la cession à l'égard des parties	70
B. L'opposabilité de la cession à l'égard des tiers	71
Chapitre 3. L'instrumentalisation des régimes pour une finalité commune : la protection des investisseurs	76
Section 1. Le traitement opportuniste des investisseurs en droit américain	76
§1. La protection des investisseurs contre le risque de recouvrement des actifs par le cédant	76
§2. Le cas de faillite volontaire de l'organisme de titrisation dans l'intérêt des investisseurs	79
Section 2. Une protection quasi-infaillible des investisseurs en droit français	82
§1. La conservation intéressée de certains effets de la cession de créances de droit commun	82
§2. La protection artificielle quasi-absolue des investisseurs	83
Partie 2. Les nouveaux défis juridiques de la responsabilisation des parties de l'opération de titrisation aux Etats-Unis et en Europe	85
Chapitre 1. <i>Skin in the game</i> : la responsabilisation de l'initiateur de la titrisation	87
Section 1. Approches divergentes, maintien d'un objectif commun	90
Section 2. La nécessité d'harmonisation des règles dans l'intérêt des investisseurs	100

Chapitre 2. La responsabilisation des agences de notation	106
Section 1. Une crise d' <i>overreliance</i> dans les agences de notation	107
§1. Les risques de l' <i>overreliance</i>	107
§2. Une responsabilisation controversée	113
Section 2. L'échec des régimes de responsabilité civile des agences de notation	121
§1. Des régimes de responsabilité civile inadaptés	121
§2. La tentative avortée d'équilibre entre immunité et responsabilité excessive : le régime européen de responsabilité civile des agences de notation	130
CONCLUSION. Titrisation & Crowdfunding	141

ABRÉVIATIONS

ABCP	<i>Asset-Backed Commercial Paper</i>
ABS	<i>Asset-Backed Securities</i>
AMF	Autorité des Marchés Financiers
CDO	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
CFR	<i>Code of Federal Regulations</i>
CJUE	Cour de Justice de l'Union Européenne
CLO	<i>Collateralized Loan Obligations</i>
CMBS	<i>Commercial Mortgage-Backed Securities</i>
Com.	Chambre commerciale de la Cour de cassation
CRA	<i>Credit Rating Agency</i>
Dodd-Frank Act	<i>The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i>
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FCC	Fonds Commun de Créances
FCT	Fonds Commun de Titrisation
FDIC	<i>Federal Deposit Insurance Corporation</i>
FINRA	<i>Financial Industry Regulatory Authority</i>
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles (U.S)</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IMF	<i>International Monetary Fund</i>
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
JOBS Act	<i>Jumpstart Our Business Startups Act</i>
LLC	<i>Limited Liability Company</i>

LTV	<i>Loan-to-value</i>
MBS	<i>Mortgage-Backed Securities</i>
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
RMBS	<i>Residential Mortgage-Backed Securities</i>
SDT	Société de Titrisation
SEC	<i>The United States Securities and Exchange Commission</i>
SPE	<i>Special Purpose Entity</i>
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>
UCC	<i>The Uniform Commercial Code</i>
UE	Union Européenne
U.S.C	<i>United States Code</i>

INTRODUCTION

1. « *Risk comes from not knowing what you're doing* ». Warren Buffett¹ affirme que le risque en finance, c'est de ne pas connaître les tenants et les aboutissants d'un investissement. Effectivement, quand un investisseur ne peut estimer le risque d'une opération, il ne devrait pas s'engager. A l'inverse, quand l'un possède les connaissances suffisantes pour évaluer le potentiel d'une transaction, il devrait tenter sa chance car, après tout, « *qui ne risque rien n'a rien* ». La titrisation, c'est trouver l'équilibre du funambule, équilibre sur la très mince corde qui sécurise face au danger du gouffre sans fin, parce qu'une fois lancé, *there is no way back*, comme l'affirme l'adage anglais.
2. L'affaire Enron en 2005² a dévoilé au grand public *the tip of the iceberg* des méfaits du risque inconsidéré dans la titrisation. Des investisseurs, un peu trop confiants, avaient prêté 220 millions de dollars à Enron. Ne pouvant plus procéder au remboursement de ses dettes, Enron a déposé une requête de mise en faillite le 2 décembre 2001. Pourtant, le *Big Three* des agences de notation de crédit avait surestimé la solvabilité d'Enron : en octobre 2000, Standard & Poor, Moody's et Fitch Ratings notaient Enron respectivement par un BBB+, Baa1 et BBB-³. Après avoir assigné Enron en remboursement, les investisseurs se sont naturellement attaqués aux agences de notation qu'ils tenaient pour responsables de déclarations inexactes. Ils arguaient qu'elles n'avaient ni obtenu ni communiqué d'informations fiables à propos de la solvabilité d'Enron. Selon eux, Enron avait été indûment « surnoté ».
3. Hélas, les erreurs du passé sont demeurées au moins jusqu'à la crise financière de 2007. Effectivement, cette affaire de 2005 a mis en lumière l'un des défis juridiques majeur de l'ère post-crise de 2007 : la nécessaire responsabilisation des acteurs de la

¹ Warren Buffett est considéré comme l'investisseur le plus performant de notre ère.

² *Newby v. Enron Corp.* 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494 (S.D. Tex., Feb 16, 2005).

³ Ces notes signifient qu'un débiteur a une capacité suffisante pour respecter ses engagements financiers. Cependant, un changement de circonstances économiques pourrait affaiblir cette capacité.

titrisation. Pour comprendre ces engrenages et les *challenges* soulevés par la titrisation, il faut revenir sur le mécanisme même de cette opération (§1). Ensuite, il sera analysé que les motivations de la titrisation (§2) conduisent naturellement à une étude comparative des défis juridiques (§3).

§1

LE FONCTIONNEMENT DE LA TITRISATION

4. **Définition.** – L'opération de titrisation se définit comme suit : il s'agit de la transaction par laquelle une entreprise (ci-après « initiateur », « entreprise financée » ou « cédant ») transfère un portefeuille d'actifs financiers générateurs de revenus à une entité *ad hoc* appelée organisme de titrisation. Pour financer son achat, ce dernier émet des titres adossés à ces actifs financiers (ci-après « ABS⁴ » ou « titres ») qui seront achetés par des investisseurs (ci-après « investisseurs » ou « porteurs de titres »). Il s'agit ensuite d'orienter les flux financiers produits par les actifs vers les ABS afin que les investisseurs soient restitués de leur dû⁵.
5. Par exemple, une banque octroie des prêts hypothécaires à ses clients. Dans le cadre d'une opération de titrisation, elle cède ces créances hypothécaires à un organisme de titrisation, qui, pour financer cette acquisition, émet des titres, appelés mortgage-backed securities (ci-après « MBS⁶ »), achetés par des investisseurs. Ensuite, la deuxième étape consiste à rediriger les flux financiers générés par le remboursement des prêts hypothécaires vers chacun de ces titres pour que les investisseurs puissent tirer un bénéfice de leur investissement.
6. Le terme titrisation est un néologisme de la langue française qui signifie littéralement « transformation en titre ». Il s'agit du processus par lequel des actifs financiers sont transformés en titres négociables sur un marché financier. Ce terme tient son origine

⁴ ABS : *asset-backed securities* est la traduction anglaise de titres adossés à des actifs financiers.

⁵ V. n° 9.

⁶ MBS : *mortgage-backed securities* est la traduction anglaise de titres adossés à des créances hypothécaires. Ils sont une sorte d'ABS où les actifs financiers sont des créances hypothécaires.

du droit américain qui a élaboré cette technique sous le nom de « *securitization* »⁷. « *Securization* » est dérivé de « *securities* » qui signifie titres, valeurs mobilières. Ainsi, « *securitization* » désigne également le procédé décrit pour parvenir à l'émission de « *securities* ». En droit français, cette matière juridique est relativement nouvelle et n'a pas d'appellation particulière. Elle est souvent insérée dans de grossières et inexactes généralisations appelées « droit bancaire » ou « droit financier ». S'il est vrai qu'au début, la titrisation n'était autorisée qu'aux établissements de crédit, les lois successives de 1988 à 2008 ont progressivement élargi le spectre des cédants si bien qu'aujourd'hui, ce n'est plus exact d'introduire cette notion dans le droit bancaire. Ensuite, le « droit financier » est une appellation « fourre-tout » bien plus large que la simple titrisation. En droit américain, le temps et l'expérience font que la titrisation bénéficie d'un « nom de domaine » qui lui est propre : *securities law* qui signifie droit des titres.

7. En réalité, il n'existe pas une définition mais des définitions de la titrisation tant cette opération ouvre de possibilités par sa structure ou par les actifs titrisés. Ainsi, Christine A. Pavel, dans *Securitization*, déclare que « *The selling of whole loans and participations dates back to before the 1880s, but securitization is a recent innovation in asset sales. It involves the pooling and repackaging of loans into securities that are then sold to investors. Like whole loan sales and participations, securitization provides an additional funding source and may eliminate assets from a loan originator's balance sheet. Unlike whole loan sales and participations, securitization is often used to market small loans that would be difficult to sell on a stand-alone basis.* »⁸. Ensuite, James A. Rosenthal et Juan M. Ocampo définissent, quant à eux, la titrisation comme : « *The carefully structured process whereby loans and other receivables are packaged, underwritten, and sold in the form of securities (instruments commonly known as asset-backed securities). As such, it is a subset of a broader trend seen throughout the capital markets for many years, "securitization", that is, the general phenomenon whereby more and more fund raising is occurring*

⁷ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Précis Dalloz, Septembre 2010, n°594.

⁸ Christine A. Pavel, *Securitization* 3, 1989.

through the agency of securities. »⁹. Puis, Gérard Cornu affirme que la titrisation est le « *nom donné dans la pratique financière à la transformation, en titres négociables, de créances (de prêts) détenues par un établissement de crédit (ou la Caisse des dépôts et consignations), opération réalisée par la cession de ces créances à un fonds commun, créé ad hoc pour les acquérir, moyennant l'émission de parts représentatives (des créances) lesquelles sont offertes aux investisseurs sur le marché financier comme valeurs mobilières (l. 23 déc. 1988, d. 9 mars 1989).* »¹⁰. Ces définitions, pionnières de la titrisation, comportent des éléments communs : le regroupement de certains types d'actifs financiers et la distribution subséquente de titres pour financer ces actifs¹¹.

8. Généralement, il est distingué deux types de titrisation : les titrisations avec ou sans transfert d'actifs. A l'inverse de la titrisation classique dont la motivation est la recherche d'un refinancement ou la déconsolidation¹², la titrisation sans transfert d'actifs ou titrisation synthétique a pour objectif de transférer le risque de crédit lié à des actifs à un tiers. Ainsi, souhaitant couvrir un risque de crédit lié à son portefeuille d'actifs, une entreprise conclut un contrat financier avec un organisme de titrisation, par lequel elle achète une protection vendue par ledit organisme qui accepte de supporter le risque de non remboursement des créances de l'entreprise, moyennant le versement d'une prime¹³. Pour financer ce risque, l'organisme de titrisation émet des titres. Ainsi, s'il doit mettre en œuvre la protection, l'organisme s'engage au paiement des créances qui n'ont pas été honorées. La titrisation synthétique n'est pas parfaitement maîtrisée des acteurs financiers et a été considérée en grande partie responsable de la crise des *subprimes* de 2007. Dans ce mémoire, l'analyse sera focalisée sur la titrisation avec transfert d'actifs financiers.

⁹ J. Rosenthal et J. Ocampo, *Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance 3*, 1988, ("Securitization of Credit").

¹⁰ Gérard Cornu, *Vocabulaire juridique*, 8^{ème} édition, PUF, 2007.

¹¹ Jason H.P. Kravitt, Mayer Brown LLP, *Securitization of Financial Assets, Second Edition*, Aspen Publishers 2011, p. 1-3 et suivantes.

¹² V. n° 22.

¹³ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Précis Dalloz, Septembre 2010, n°882 et suivants.

9. Le schéma suivant permet de mieux comprendre ce mécanisme et servira de référence tout au long du présent chapitre¹⁴ :

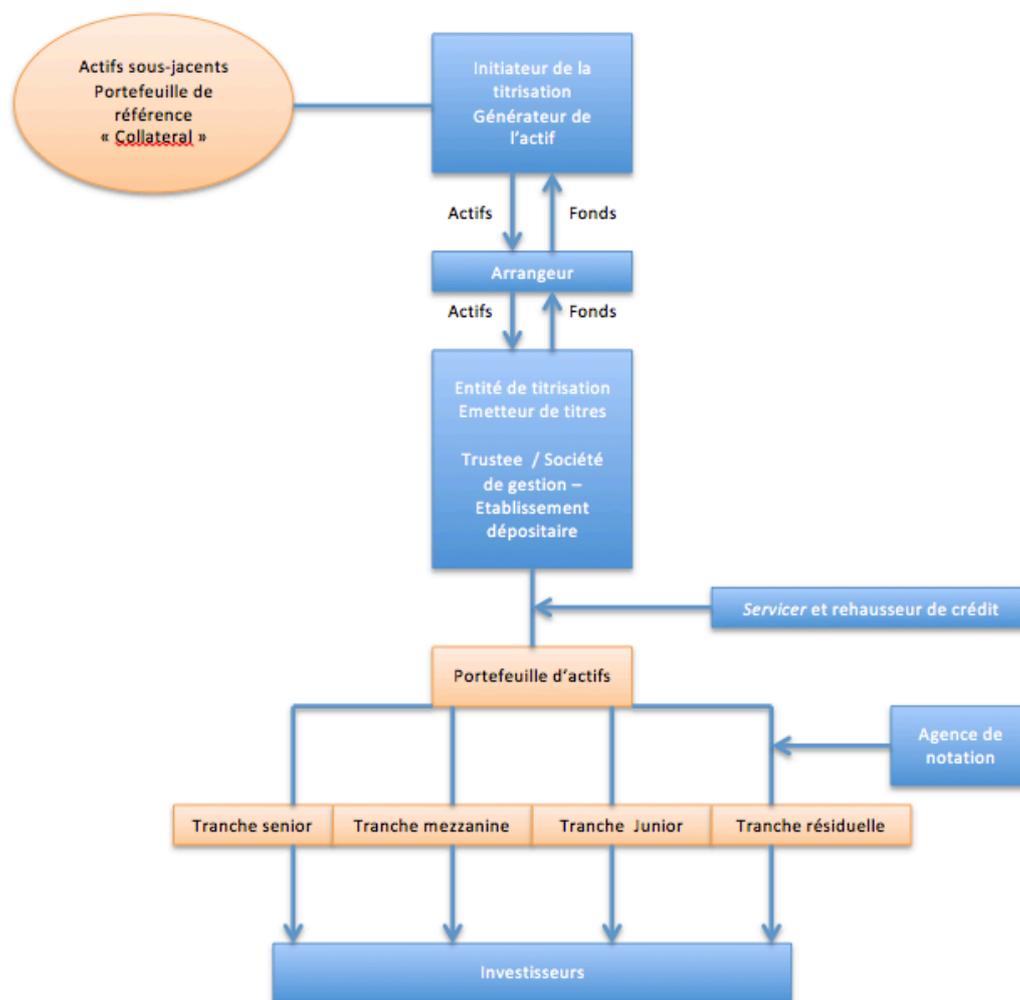


Schéma 1. La structure de l'opération de titrisation

10. **Le mécanisme de la titrisation.** – L'opération de titrisation se décompose en deux étapes principales : la première est celle par laquelle l'initiateur sélectionne parmi ses créances, celles qu'il souhaite faire sortir de son bilan. Il les rassemble ensuite dans un portefeuille de référence qu'il vend à un organisme de titrisation émetteur de titres. Ce dernier est une entité créée par l'initiateur spécifiquement pour acheter ses créances et réaliser leur traitement hors bilan utile à bien des égards¹⁵.

¹⁴ Andreas Jobst, IMF, « Back to Basics, What is Securitization? », dans *Finance & Development*, Septembre 2008, p. 48.

¹⁵ V. n° 21 et suivants.

11. La seconde étape consiste pour l'organisme à financer l'acquisition du portefeuille de créances. Pour ce faire, il émet des titres négociables porteurs d'intérêts qui sont offerts à des investisseurs sur les marchés de capitaux. Les investisseurs reçoivent alors des paiements à taux fixe ou à taux variable par le biais d'un compte fiduciaire¹⁶ géré par le *trustee*, aux Etats-Unis, ou la société de gestion, en France. Ce compte sera alimenté par les flux financiers générés par les créances du portefeuille de référence. Dans la plupart des cas, l'initiateur s'occupe de la gestion des créances dans le 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. Par conséquent, la titrisation est un moyen de se refinancer fonder sur le transfert du risque du crédit de l'initiateur aux investisseurs.

12. **L'organisme de titrisation.** – L'entité phare de l'opération de titrisation est indéniablement l'organisme de titrisation¹⁷. Deux raisons principales, pour lesquelles cette entité présente un intérêt, apparaissent. Premièrement, l'objectif de la titrisation est de transférer des actifs et leurs risques respectifs, et non pas les risques liés au cédant. Effectivement, si ce dernier était en faillite, il ne faudrait pas que ses créanciers puissent invoquer un quelconque droit sur les actifs cédés. Ces derniers doivent sortir véritablement et effectivement du patrimoine du cédant : la *true sale* en droit américain ou vente parfaite.

13. Deuxièmement, l'utilisation de l'organisme de titrisation sert à protéger les actifs de manière à assurer un transfert en bonne et due forme aux investisseurs. Ainsi, pour

¹⁶ Appelé compte d'affectation spécial en droit français. Le compte d'affectation spécial est très similaire au fonctionnement du *trust* anglo-saxon : « *le compte d'affectation spéciale opère une distinction entre le titulaire facial du compte (en l'espèce, le recouvreur ou entité en charge de l'encaissement) et le titulaire réel (appelé également bénéficiaire) des sommes créditées sur ledit compte (l'organisme de titrisation), interdisant aux créanciers du titulaire facial du compte de poursuivre le paiement de leurs créances sur ce compte, même en cas de procédure de faillite ouverte à son encontre sur le fondement du Livre VI du Code de commerce ou sur le fondement d'un droit étranger.* » (Définition de Philippe Raimbourg et Martine Boizard, *Ingénierie financière, fiscale et juridique*, 2^{ème} édition, Dalloz Action, 2009, n° 42.493.)

¹⁷ Philippe Raimbourg et Martine Boizard, *Ingénierie financière, fiscale et juridique*, 2^{ème} édition, Dalloz Action, 2009, n° 41.11.

éviter les méfaits du régime de la faillite, l'organisme doit être à l'abri de sa propre faillite ou *bankruptcy remote*¹⁸. En définitive, trois éléments semblent ressortir de la plupart des opérations de titrisation : la levée de fonds, le transfert des risques liés aux actifs titrisés et l'isolement des actifs hors du patrimoine de l'initiateur¹⁹.

14. **Le découpage en tranche de l'organisme de titrisation.** – Ce processus se déroule au sein même de la structure de l'organisme de titrisation, comme illustré par le schéma suivant²⁰ :

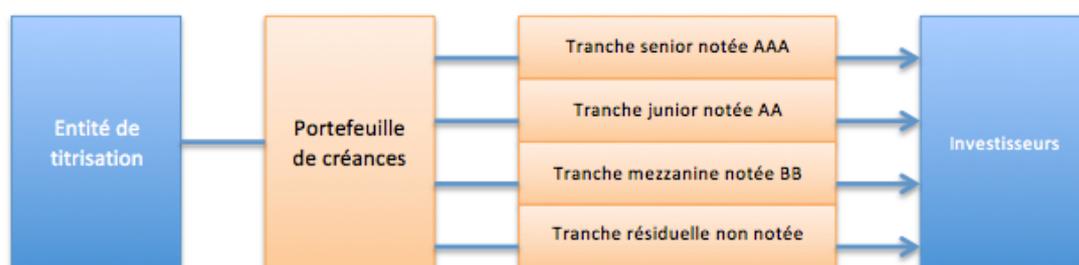


Schéma 2. La structure de l'organisme de titrisation : la division du portefeuille de créances en tranches.

15. Le portefeuille de créances est divisé en parts appelées tranches. La titrisation classique se compose de trois niveaux de tranches : la tranche *senior*, la tranche *junior* et la tranche *mezzanine*. Il existe néanmoins un quatrième niveau de tranche plus particulier : la tranche résiduelle ou *equity*. Contrairement à ce dernier niveau souvent conservé par le cédant²¹, les trois tranches classiques sont détenues par des investisseurs institutionnels dont le niveau de rémunération dépend du risque assumé. Contre toute attente, les titres risqués sont parfois plus prisés que les autres car les investisseurs s'attendent à un fort effet de levier. La crise de 2007 a cependant atténué cette pratique spéculative des investisseurs²².

¹⁸ V. n° 79 et suivants.

¹⁹ David Ramos Muños, *The Law of Transnational Securitization*, Oxford, 2010, n° 1.05.

²⁰ Philippe Raimbourg et Martine Boizard, *Ingénierie financière, fiscale et juridique*, 2^{ème} édition, Dalloz Action, 2009, n° 41.14.

²¹ V. Schéma 1.

²² Philippe Raimbourg et Martine Boizard, *Ingénierie financière, fiscale et juridique*, 2^{ème} édition, Dalloz Action, 2009, n° 41.15 et suivants.

16. Chacune de ces tranches est associée à un niveau de risque et est vendue séparément. Les retours sur investissement – consistant au remboursement du principal et des intérêts – ainsi que les pertes sont affectés entre les différentes tranches en fonction de leur séniorité.
17. D'une part, concernant les revenus générés par les actifs, la tranche la moins risquée (ou tranche *senior*) est prioritaire. Elle sera la première tranche à recevoir les flux financiers inhérents à ces actifs. La tranche la plus risquée (ou tranche *mezzanine*) sera, quant à elle, la dernière à recevoir ces revenus²³. Ainsi, la tranche *junior* ne sera rémunérée qu'à partir du moment où la tranche *senior* l'aura été en totalité, la tranche *mezzanine* ne sera rétribuée que lorsque la tranche *junior* l'aura été et enfin la tranche *equity* ne pourra bénéficier de revenus que si toutes les tranches obtiennent leur dû.
18. D'autre part, réciproquement, concernant les pertes, les investisseurs de la tranche *equity* (généralement le cédant) supportent les premières pertes issues du portefeuille de créances. Si la tranche *equity* n'est pas suffisante pour les éponger, le surplus devra être absorbé par les investisseurs de la tranche *mezzanine*. Ce processus se répète jusqu'à la consommation de la tranche *senior*.
19. De cette façon, les tranches se caractérisent par un point d'attachement et un point de détachement²⁴. Le point d'attachement d'une tranche se définit par le taux de pertes du portefeuille à partir duquel l'investisseur de cette tranche commence à absorber les pertes. Le point de détachement d'une tranche est le taux de pertes du portefeuille à partir duquel l'investisseur de cette tranche perd l'intégralité de son investissement. Ainsi, le point de détachement est égal à la somme du point d'attachement et de la taille de la tranche. Par conséquent, plus le taux de pertes correspondant au point d'attachement est haut, moins l'investisseur courra le risque de devoir absorber ces pertes. La structuration en tranches est indispensable car elle permet d'établir une notation de chacune d'elles en fonction de leur niveau de risque.

²³ Andreas Jobst, IMF, « Back to Basics, What is Securitization », dans *Finance & Development*, Septembre 2008, IMF p. 49.

²⁴ Günter Franke et Thomas Weber, *Tranching and Pricing in CDO-Transactions*, Juin 2011, p. 2.

20. Après ce préalable nécessaire de la compréhension du fonctionnement d'une opération de titrisation, il faut appréhender les raisons pour lesquelles un initiateur souhaiterait procéder à l'élaboration d'une telle structure.

§2

INTÉRÊTS DE LA TITRISATION

21. **Intérêts de la titrisation.** – Les bénéfices de la titrisation sont incommensurables et très nombreux pour l'initiateur de la transaction²⁵. En effet, les principaux intérêts sont le retrait des actifs du bilan de l'initiateur, le coût de financement plus bas, le bénéfice d'une base large et variée d'investisseurs, l'obtention d'un financement en cas de difficultés financières, l'équilibre de l'actif et du passif du bilan²⁶.

22. **Le retrait des actifs du bilan de l'initiateur.** – La première fonction recherchée de la titrisation est le retrait des actifs et des frais associés du bilan de l'initiateur²⁷. Effectivement, des entreprises qui exercent un contrôle ou une influence sur d'autres entreprises sont tenues d'établir des comptes consolidés en plus de leurs obligations comptables individuelles. Naturellement, les sociétés vont chercher à obtenir une « déconsolidation » de leur bilan. Pour ce faire, elles transfèrent certains actifs peu rentables ou même des dettes à une entité *ad hoc* chargée d'assurer leur gestion. La titrisation permet de ne plus comptabiliser le portefeuille de créances dans l'actif du bilan du cédant. L'objectif de déconsolidation serait donc atteint. Néanmoins, il est arrivé à plusieurs reprises que des entreprises réalisent des montages déconsolidant artificiels dont l'objectif était de dissimuler la vraie situation comptable d'une société. L'affaire Enron illustre notamment l'abus dans la mise en œuvre des techniques de déconsolidation²⁸.

²⁵ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Septembre 2010, n° 845 et suivants.

²⁶ Jason H.P. Kravitt, Mayer Brown LLP, *Securitization of Financial Assets, Second Edition*, Aspen Publishers 2011, p. 3-5 et suivantes.

²⁷ J. Rosenthal et J. Ocampo, *Securitization of Credit : Inside the New Technology of Finance*, p. 66, 90-95, 1988.

²⁸ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Septembre 2010, n° 860.

23. Ensuite, retirer les actifs financiers et les frais associés du bilan peut améliorer le ratio de solvabilité du cédant. Effectivement, par les accords de Bâle, les banques se sont engagées à respecter certaines règles comptables exigées par le ratio de solvabilité imposé par le comité de Bâle I, réformé par les comités de Bâle II et 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'exposent²⁹. Pour ce faire, beaucoup de banques devaient, soit augmenter leur capital³⁰, soit céder des actifs financiers et comme augmenter le capital est coûteux, les banques commerciales ont préféré utiliser la titrisation pour se conformer aux accords de Bâle.

24. **Un coût de financement bas.** – La titrisation présente également un avantage concernant l'obtention d'un coût de financement bas. Tout d'abord, si la note d'une société est basse³¹, celle-ci ne pourra pas obtenir de financement à bas coût. Son alternative serait alors d'isoler les actifs financiers du risque de sa propre faillite dans un organisme de titrisation où les investisseurs ne porteraient pas leur attention sur la solvabilité de cette société cédante mais sur le risque économique du portefeuille titrisé. Ainsi, même notée très basse, une société pourrait générer des actifs financiers très rentables une fois rehaussés³².

25. Ensuite, concernant les entreprises dont la solvabilité est attestée par une note haute, cet argument ne tiendrait pas car même si le coût de l'opération de titrisation est sensiblement moins élevé qu'un autre financement, en réalité, ce coût serait tout aussi cher voire davantage si sont pris en compte la complexité de l'opération et le temps passé. Néanmoins, il est un avantage de la titrisation que les cédants ne remarquent pas toujours. Effectivement, si le cédant retire les actifs financiers et les frais correspondants de son bilan, il n'aura pas à maintenir un capital sur son bilan pour équilibrer ces actifs. Ainsi, si le coût du capital est pris en compte dans la transaction

²⁹ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Septembre 2010, n° 860.

³⁰ Pour équilibrer leurs actifs, du côté passif du bilan.

³¹ Note de qualité du crédit.

³² Ce mémoire ne traite pas la question du rehaussement de crédit. Pour une analyse détaillée de ce sujet : v. Philippe Raimbourg et Martine Boizard, *Ingénierie financière, fiscale et juridique*, 2^{ème} édition, Dalloz Action, 2009, n° 41.131.

de titrisation, le prix de cette dernière devient substantiellement plus intéressant. Par conséquent, bien isoler ses actifs est primordial.

26. **L'élargissement de la base des investisseurs potentiels.** – Le troisième intérêt de la titrisation pour l'initiateur est de pouvoir constituer des titres qui attireront des investisseurs qui n'auraient pas forcément investi dans sa société dans d'autres circonstances. Grâce à la titrisation, la base de financement de beaucoup d'entreprises cédantes sera ainsi étendue et diversifiée.
27. **Une source de financement en cas de difficulté financière.** – Le quatrième intérêt majeur de la titrisation est, pour le cédant, d'obtenir un financement en cas de difficultés financières. Effectivement, il est peu probable qu'une entreprise proche d'une situation d'insolvabilité puisse obtenir quelque financement que ce soit car le risque inhérent à sa faillite, et donc à un défaut de remboursement est trop élevé. Ici encore, la titrisation apporte une réponse inespérée face à cette situation : en effet, en isolant les actifs de la faillite du cédant, les investisseurs seront prêts à octroyer un financement au cédant uniquement par le biais du mécanisme de la titrisation.
28. **Apparier les éléments d'actif et passif d'un bilan.** – Le cinquième intérêt de procéder à une opération de titrisation est le fait, pour le cédant, de faire correspondre les échéances de ses éléments d'actif avec celles de ses éléments de passif. Ainsi, la titrisation lui permettrait d'obtenir un financement de son portefeuille d'actifs financiers. Si un cédant apparie des éléments d'actif avec des éléments de passifs dont les échéances sont différentes, et s'il ne garantit pas ses obligations de financement, le cédant court le risque que le coût de financement de ses actifs ne corresponde pas aux gains liés à ces actifs³³. La titrisation permet de pallier également à cet inconvénient puisque, par définition, l'émission des titres correspond substantiellement, dans la plupart des cas, au prix et à la durée des actifs titrisés.
29. Cette liste de motivations que peut trouver un initiateur dans une opération de titrisation n'est pas exhaustive mais permet de dresser un panorama fiable des défis juridiques subséquents.

³³ Jason H.P. Kravitt, Mayer Brown LLP, *Securitization of Financial Assets, Second Edition*, Aspen Publishers 2011, p. 3-5 et suivantes.

30. **Définition des défis juridiques.** – Afin de cerner le sujet dans son intégralité, il faut entendre le « défi » comme une provocation lancée par la titrisation au droit. Effectivement, cette dernière malmène le droit en le faisant sortir des sentiers battus. C'est une incitation à ne pas suivre le « droit chemin ». Ainsi, le défi implique nécessairement une création du droit. S'agit-il d'un dérivé du droit existant ? d'une création juridique de toutes pièces ?
31. Ensuite, un événement pourrait être l'élément déclencheur de ces défis juridiques. La titrisation *per se* ne peut être accusée de tous les déboires. En revanche, il faut être plus suspicieux avec l'utilisation qui lui en est faite. Ce mémoire porte sur les « nouveaux » défis juridiques et nécessite d'établir une date charnière à partir de laquelle il peut être subodoré que ces défis ont évolué. La crise des *subprimes* de 2007 semble remplir cette fonction : cette période a donné naissance à de nombreuses propositions de réglementations dues au rôle controversé joué par la titrisation.
32. **Crise des *subprimes* de 2007, frontière entre nouveaux et anciens défis juridiques.**
– Largement incriminée dans la crise des *subprimes*, la titrisation a effectivement été utilisée massivement dans la période qui la précède jusqu'à 2007.
33. **Incitation à l'octroi de prêts.** – Le gouvernement américain a joué un rôle important en rendant les prêts hypothécaires « *subprime* »³⁴ plus attractifs³⁵. Effectivement, la déréglementation des marchés de crédit par le *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* de 1980, qui faisait préempter les réglementations étatiques de l'usure sur le plafonnement des taux d'intérêts, a rendu possible (1) l'établissement de hauts taux d'intérêts et frais afférents aux emprunteurs risqués et (2) l'autorisation de taux d'intérêts variables et de paiements libératoires.

³⁴ Un prêt hypothécaire *subprime* ou « *subprime mortgage loan* » est celui dans lequel les garanties fournies par l'emprunteur sont inférieures au niveau standard de sécurité.

³⁵ David Ramos Muños, *The Law of Transnational Securitization*, Oxford, 2010, n° 1.43 et suivants.

34. **Incitation à l'emprunt.** - De plus, afin d'augmenter significativement la demande, certains organismes monétaires américains ont diminué le taux d'actualisation³⁶ à 0.75%. Des taux d'intérêts bas accompagnés d'un prix de l'immobilier augmentant sont les ingrédients parfaits pour augmenter la demande des emprunts et octroyer les prêts *subprime* correspondants. Néanmoins, dans une économie normale, la hausse de la demande des emprunts aurait dû augmenter les taux d'intérêts. Pourtant, ce ne fut pas le cas à cause des pays du Moyen-Orient et de l'Asie qui rachetaient ces actifs (consistant notamment de prêts hypothécaires à haut risque). Enfin, comme si ce n'était pas suffisant, pour répondre à la demande des investisseurs qui souhaitaient acheter des titres notés du triple-A, les firmes financières ont prétendu avoir rendu les prêts hypothécaires « sécurisés » par une titrisation de ceux-ci qui les aurait miraculeusement transformés en titres peu risqués.

35. Comme le prouvent très habilement Benjamin Keys, Tanmoy Mukherjee, Amit Seru et Vikrant Vig, dans l'une des études les plus influentes de la crise des *subprimes*³⁷, la titrisation diminue le coût du capital, en augmentant le partage du risque et en permettant, de surcroît, à des agents autrefois exclus d'accéder au marché. Ainsi, ils démontrent que l'élargissement dramatique du marché de l'immobilier (où des prêts hypothécaires « *subprimes* » sont octroyés à des emprunteurs en échange de plus hauts paiements) n'aurait pas été possible sans la titrisation des prêts hypothécaires en MBS qui a appris aux prêteurs à mieux répartir le risque. Cette nouvelle technique est au moins partiellement responsable de l'augmentation de 6% du nombre de propriétaires ces dix dernières années.

36. **Le laxisme des prêteurs vis-à-vis des emprunteurs.** – Selon leur étude, la composition du risque d'un portefeuille d'actifs financiers générés par les banques dépendrait directement de l'utilisation de la titrisation. Effectivement, ils ont prouvé par leur enquête que les prêteurs avaient octroyé des prêts tout juste au dessus du seuil minimum de qualité de crédit requis. Cette augmentation du risque de l'insolvabilité

³⁶ « Le taux d'actualisation est utilisé pour déprécier des flux futurs et déterminer leur valeur actuelle c'est à dire leur valeur à la date d'aujourd'hui. La valeur donnée au temps étant le fondement de l'actualisation, ce taux est toujours positif. » Définition des *Echos* : http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_taux-d-actualisation.html?ISzU3ohVjtzk83Sv.99.

³⁷ Benjamin J. Keys, Tanmoy Mukherjee, Amit Seru et Vikrant Vig, *Did Securitization Lead to Lax Screening ? Evidence From Subprime Loans*, décembre 2008.

des débiteurs a été rendue possible par la titrisation qui a facilité la réduction du coût d'examen des débiteurs par les prêteurs. Ainsi, la titrisation a permis aux banques prêteuses de ne plus assumer le danger du défaut de l'insolvabilité de leurs débiteurs. De surcroît, il ne paraissait plus nécessaire aux prêteurs d'effectuer un examen scrupuleux de leurs débiteurs. Des débiteurs insolubles pouvaient alors facilement emprunter. Quand le chat n'est pas là, les souris dansent. En outre, Atif Mian et Amir Sufi³⁸, en 2008, affirment que la diminution du rôle de l'intermédiaire (le prêteur) a été le facteur déterminant de l'augmentation des défaillances des prêts entre 2005 et 2007. *Icing on the cake*, de l'autre côté de la chaîne, des investisseurs tels que les *Government Sponsored Entities Fannie Mae* et *Freddy Mac* achetaient la majorité des prêts sur le marché secondaire...

37. **Overreliance³⁹ dans les agences de notation.** – « *Btw, that deal is ridiculous* » affirme Shah à Mooney à propos d'un MBS qui leur a été demandé de noter. « *I know, right... model def does not capture half the risk* » répond elle. « *We should not be rating it* » lui rétorqua-t-il. « *We rate every deal* » « *it could be structured by cows and we would rate it* » ironisait-elle⁴⁰. Cette discussion de deux analystes de Standard & Poor's révèle l'inaptitude des agences de notation de crédit à noter certains titres, telle est leur complexité. L'inconvénient est que les investisseurs accordent une confiance aveugle dans les notations des agences. Ils pensent en effet que ces acteurs indépendants et « impartiaux » seraient à même de fournir une évaluation fiable du risque. L'expertise des agences de notation n'est pas à remettre en cause. Cependant, comme dans toute activité de prédiction, il existe un aléa. Ensuite, beaucoup pensent également que la qualité de la méthode employée par les agences de notation est garantie par leur *reputational capital*⁴¹. En réalité, trois agences principales⁴² se

³⁸ Atif Mian est professeur d'économie et directeur du *Julis-Rabinowitz Center for Public Policy and Finance* à *Princeton University*. Amir Sufi est un professeur de finance de la chambre de commerce de Chicago, à la *University Chicago Booth School of Business* et co-directeur de l'*Initiative on Global Markets*.

³⁹ Confiance excessive.

⁴⁰ William D. Cohan, « SEC Sues the One Rating Firm Not on Wall Street's Take », dans *Bloombergview*, 30 septembre 2012, <http://www.bloombergview.com/articles/2012-09-30/sec-sues-the-one-rating-firm-not-on-wall-street-s-take>

⁴¹ V. n° 264.

⁴² *Moody's*, *Standard & Poor's* et *Fitch Ratings*.

partagent le marché de la notation, ce qui le rend très difficile à pénétrer pour les concurrents. De plus, ces agences de notation de crédit entretiennent des relations contractuelles de longue date avec les émetteurs de titre qu'elles notent, ce qui d'ailleurs fait émerger un risque de conflit d'intérêt...

38. **Les « nouveaux » défis juridiques. Méthode comparative.** – La crise des *subprimes* a exacerbé les défauts des opérations de titrisation. Son envergure est mondiale et suscite des réactions des deux côtés de l'Atlantique. Ainsi, dans sa deuxième partie, ce mémoire attache une attention particulière à la comparaison des nouveaux défis juridiques des législateurs européen et américain. La raison de ce choix est purement pragmatique.

39. D'emblée, concernant les « nouveaux » défis juridique de la titrisation, « Europe » est comprise au sens d'« Union Européenne » et non au sens de chaque Etat membre pris individuellement. De même, « Etats-Unis » conserve un sens large, celui de l'Etat fédéral américain et non de chaque Etat pris individuellement. Ainsi, cette étude compare les actions des législateurs américain et européen depuis la fin de la crise des *subprimes*.

40. Analyser les « nouveaux » défis juridiques conduit à porter son intérêt sur l'Union européenne et sur les Etats-Unis pour plusieurs raisons. Effectivement, la titrisation est née aux Etats-Unis et ceux-ci représentent le marché le plus large concernant ce type d'opérations. Il est donc apparu naturel de les choisir. De plus, la grande diversité des transactions (*auto loans, leases, home equity loans, credit cards, mortgages, etc.*) témoigne du système juridique américain propice à la titrisation. Effectivement, à l'inverse de l'Union européenne, les Etats-Unis disposent de systèmes comptables, fiscaux et juridiques relativement transparents. L'Union Européenne, quant à elle, souffre du manque d'uniformité juridique, fiscale ou comptable entre ses Etats membres. Par exemple, contrairement aux Etats-Unis, elle ne possède pas d'*Uniform Commercial Code* centralisé pour permettre une vente d'actifs. Il faut se reporter aux Codes de chaque Etat membre...

41. Malgré ces différences notoires, le droit de l'Union européenne est pertinent dans le cadre d'une étude comparative avec le droit américain car il continue à uniformiser

lentement mais sûrement le droit des Etats membres afin de garantir la stabilité des marchés financiers. De plus, le marché de la titrisation de l'Union européenne est celui qui grandit le plus et le deuxième plus large au monde après les Etats-Unis, ce qui en fait un concurrent intéressant. Enfin, après avoir suivi l'influence américaine des innovations de finance structurée, l'Union européenne invente désormais ses propres techniques et constitue, à son tour, un pôle d'influence indéniable⁴³.

42. Les nouveaux défis juridiques causés par la crise des *subprimes* sont relativement nombreux. Quand une crise fait rage, les réactions purement humaines peuvent être de deux ordres : soit la remise en cause de ce qui a causé la difficulté, soit la recherche d'un coupable. Dans le cadre de la deuxième partie, il faut s'intéresser aux réponses des Etats-Unis et de l'Union européenne. Cette dernière a évoqué à plusieurs reprises sans la mettre en œuvre l'interdiction de la titrisation. Les Etats-Unis ont préféré rester plus nuancés sur ce point. En outre, l'Union européenne et les Etats-Unis ont cherché à incriminer certains des participants au marché pour leurs pratiques abusives. Pour cette raison, toujours dans la deuxième partie, cette étude analyse les nouveaux défis inhérents à la responsabilisation des acteurs d'une opération de titrisation. La crise des *subprimes* a mis en exergue l'utilisation abusive de la titrisation et non pas l'opération *per se*. Les nouvelles réglementations juridiques américaines et européennes se focalisent alors naturellement sur les acteurs de la titrisation.

43. Cette analyse approfondira le degré de responsabilisation de chaque acteur. D'après les discussions, les débats, les pamphlets, les intentions, une certaine amertume est appréciable à l'égard des agences de notation de crédit. Il semblerait que ces dernières aient éveillé quelques soupçons quant à leur activité. Effectivement, comme en témoigne sa déflagration législative, l'Union européenne tient pour responsables principales de la crise des *subprimes* les agences de notation. Elle est dite « *CRAs obsessed* »⁴⁴. Sans doute par compassion patriotique, les Etats-Unis ont éprouvé une once d'hésitation avant d'instaurer une responsabilité civile des agences de notation.

⁴³ Patrick D. Dolan, *Securitizations: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 1 p. 1-2.

44. Ensuite, l'initiateur de l'opération de titrisation a aussi fait l'objet de nombreuses critiques. Sa responsabilisation intervient alors naturellement, mais dans des proportions moins importantes que celle des agences de notation. En effet, il n'a pas été question d'instaurer un régime de responsabilité civile mais plutôt de lui rappeler l'attention qu'il doit porter à son débiteur. La crise des *subprimes* avait effectivement mis en lumière le désintérêt des prêteurs pour leurs emprunteurs⁴⁵. Pour pallier à cela, les américains et les européens ont utilisé la technique du *skin in the game* qui consiste, pour l'initiateur, à retenir un intérêt dans les actifs titrisés. De cette façon, le risque sera, dans une moindre mesure, supporté par le cédant qui ne pourra plus ignorer son débiteur.
45. Par ailleurs, il est également démontré par le biais des deux idées précédentes, que les législateurs américain et européen ont aussi souhaité sensibiliser les investisseurs dans une certaine mesure. Ainsi, l'objectif sous-jacent de la titrisation de garantir leur protection ne couvre pas une naïveté inappropriée. La citation de Warren Buffett⁴⁶ prend alors tout son sens...
46. Enfin, les divergences des régimes américain et européen sur ces questions de responsabilisation portent gravement atteinte à la prospérité de la titrisation et plus particulièrement à l'intérêt des investisseurs. En effet, la plupart des opérations de titrisation sont transfrontalières et beaucoup d'investisseurs risquent de se voir limités dans leurs actions.
47. Ces « nouveaux » défis juridiques caractérisent les faiblesses de la titrisation relevées par la crise des *subprimes*. Pourtant, la titrisation présente également certains avantages inhérents à sa structure. Par exemple, l'initiateur peut trouver un financement plus facilement par ce biais ou bien tout simplement alléger son risque. Il permet également à des institutions de réaliser des gains sur la vente. Certes, l'inconvénient du risque demeure et il faut faire entendre aux acteurs financiers que la

⁴⁴ Expression utilisée par Matthias Lehmann signifiant « obnubilée par les agences de notation de crédit. » (Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Insidious Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014).

⁴⁵ V. n° 36.

⁴⁶ V. n° 1.

titrisation n'est certainement pas la réponse à toutes les mésaventures, mais cette technique est unique par les bénéfices qu'elle confère.

48. **Les défis juridiques. Méthode comparative.** – Intentionnellement, la deuxième partie a été présentée avant la première car elle incarnait la réponse la plus attendue et évidente au sujet de ce mémoire. Pourtant, les nouveaux défis juridiques ne peuvent être compris qu'à la lumière des défis juridiques originels qui sous-tendent la titrisation depuis qu'elle existe. Ainsi, dans la première partie, cette autre catégorie de défis, qui doit être comprise comme intemporelle et liée à la titrisation pour ce qu'elle est, sera analysée.

49. Cet examen est d'autant plus indispensable qu'il présente un intérêt particulier dans le cadre de cette étude de droit comparé. Effectivement, certains pays de l'Union européenne comme la France, l'Espagne ou l'Italie sont dotés d'un système de droit civil, ce qui rend une comparaison avec les Etats-Unis, système de *Common Law*, très pertinente. A ce titre, cette partie s'intéressera tout particulièrement à la comparaison du droit français avec le droit américain. Il s'agit, en effet, des défis juridiques de la titrisation aux Etats-Unis et en Europe. Le terme « Europe » englobe notamment la France. Rien ne cantonne alors à l'étude du droit européen. En particulier, le droit français présente un intérêt de comparaison spécifique qui ne peut être compris qu'au regard de son développement influencé par le droit américain.

50. Tout d'abord, les origines de la titrisation sont américaines⁴⁷. L'idée a commencé à germer dans le marché des prêts hypothécaires individuels dans les années 1970. Ces prêts hypothécaires étaient financés par des organismes d'épargne, tels que des *thrifts* ou *savings and loans institutions*, qui empruntaient des capitaux à des fonds d'investissement. Or, ces organismes ont eu besoin de nouvelles sources de financement, les *thrifts* ont alors eu l'idée d'affecter les prêts hypothécaires comme garantie des titres (*mortgage backed bonds*). Cependant, ce fut peu pratique car il fallait que les *mortgage backed bonds* soit égales au double ou au triple du montant nominal de l'émission. De plus, ces *thrifts* étaient doublement imposés en regroupant les prêts dans un portefeuille, d'une part, et en les transférant aux investisseurs sous

⁴⁷ Joseph Tanega, *Securitisation Law: EU and US Disclosure Regulations*, Lexisnexis, 2009, p. 1 et suivantes.

forme de titres, d'autre part. Pour remédier à ces inconvénients, les *thrifts* ont recouru à un *Special Purpose Vehicle*⁴⁸ (ci-après « SPV »). C'est ainsi que la première opération de titrisation naquit en 1977. Les prêts hypothécaires commerciaux n'ont commencé à être titrisés que dans les années 1980⁴⁹.

51. A l'inverse des Etats-Unis où aucun régime spécifique n'a été consacré pour la titrisation, le législateur a dû intervenir en France⁵⁰ par la loi du 23 décembre 1988 créant le fonds commun de créance, premier organisme de titrisation. Avant cette loi, la titrisation était sous l'empire du droit commun de la cession de créances⁵¹ et de la loi bancaire du 24 janvier 1984 qui restreignaient la cession à des créances professionnelles non échues. De plus, seuls les établissements de crédit pouvaient céder leurs créances. Ces régimes n'étaient pas adaptés.

52. En réalité si la titrisation a connu un tel essor aux Etats-Unis, c'est parce que le gouvernement américain a facilité le financement du marché du logement en créant trois agences⁵² qui rachetaient les prêts des principales institutions financières⁵³. Pour financer ces transactions, elles émettaient des obligations (*bonds*). L'objectif était d'obtenir un régime dérogatoire légal et fiscal des agences gouvernementales. Ainsi, les titres étaient unanimement reconnus par les Etats et pouvaient être rachetés par tous les investisseurs institutionnels. La titrisation a ensuite été transposée à d'autres types d'actifs.

⁴⁸ Le *Special Purpose Vehicle* est l'appellation utilisée en droit américain pour désigner un organisme de titrisation.

⁴⁹ Patrick D. Dolan, *Securitizations: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 1 p. 1-1.

⁵⁰ Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété*, Fondation Varenne, Collection des Thèses, 2012, n°39 et suivants.

⁵¹ Article 1690 du Code civil : « *Le cessionnaire n'est saisi à l'égard des tiers que par la signification du transport faite au débiteur.* »

Néanmoins, le cessionnaire peut être également saisi par l'acceptation du transport faite par le débiteur dans un acte authentique. »

⁵² La *Federal Home Loan Mortgage Corporation* dite *Freddie Mac*, la *Government National Mortgage* dite *Ginnie Mae* et la *Federal National Mortgage Administration* dite *Fannie Mae*.

⁵³ Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété*, Fondation Varenne, Collection des Thèses, 2012, n°23 et suivants.

53. A l'inverse des Etats-Unis où la titrisation a bénéficié d'un climat propice très rapidement, le législateur français⁵⁴ a été plus lent à permettre à la structure de se développer. Le retard était important par rapport aux Etats-Unis. En effet, le régime de 1988 comportait des défauts : (1) il n'était pas possible d'autoriser l'acquisition de créances après la première émission de part par l'organisme de titrisation, (2) les créances titrisables étaient limitativement autorisées et (3) il existait des restrictions quand au cédant qui devait être un établissement de crédit. Le législateur est alors intervenu par la loi du 4 janvier 1993 qui (1) autorise l'acquisition de nouvelles créances après la constitution de l'organisme et (2) permet aux entreprises d'assurance de titriser leurs actifs. Ensuite, par la loi de 1996, (1) l'émission de nouvelles parts à la suite de la première émission est autorisée et (2) l'extension des créances titrisables est permise. Il était pourtant toujours interdit d'emprunter pour le fonds commun de créances. Ainsi, une loi du 1^{er} août 2003 simplifie le régime en permettant (1) une cession de créances par la seule remise du bordereau, (2) l'accès au marché réglementé du fonds commun de créance qui peut alors élargir la base des investisseurs potentiels et (3) la division du fonds commun de créances en compartiments. Néanmoins, il faudra attendre l'ordonnance du 13 juin 2008 pour obtenir une réforme vraiment satisfaisante. En effet, celle-ci affirme que l'organisme de titrisation sera un fonds commun de titrisation ou une société de titrisation, autorise la titrisation des risques d'assurances, redéfinit le rôle de l'organisme et surtout l'exempte du droit commun des procédures collectives.

54. Les caractéristiques de l'organisme de titrisation français, particulièrement le fonds commun de titrisation, sont empruntées au *trust* anglo-saxon. Effectivement, le *trust* est le mode de gestion de l'organisme de titrisation privilégié aux Etats-Unis : il est le lien entre le cédant et les investisseurs puisqu'il reçoit les actifs de la part du cédant, qu'il finance par l'émission de titres financiers. Néanmoins son intérêt principal était de pouvoir tenir les actifs isolés dans une masse patrimoniale affectée dans l'intérêt des investisseurs, distincte de son patrimoine et de celui du cédant. En France conformément à la théorie d'Aubry et Rau, le patrimoine était attaché à la personne biologique : une personne ou entité ne pouvait avoir qu'un seul patrimoine. Il a donc fallu trouver des subterfuges pour permettre la titrisation en France, comme l'absence

⁵⁴ Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété*, Fondation Varenne, Collection des Thèses, 2012, n° 39 et suivants.

de personnalité morale du fonds commun de titrisation ou la création de compte d'affectation, par exemple.

55. La première partie examine les défis juridiques soulevés par les risques d'insolvabilité du cédant et de l'organisme de titrisation. En effet, les régimes américain et français de droit commun de la faillite ne sont pas adaptés à l'opération de titrisation. Par exemple, ils permettent au débiteur insolvable de se réorganiser dans le cadre d'un plan de restructuration qui règle les questions relatives à ses dettes. Souvent, les termes et conditions de ces dernières sont renégociés, ce qui serait attentatoire à l'intérêt des investisseurs d'une opération de titrisation. Ainsi, dans l'optique de pallier aux régimes des droits communs de la faillite américain et français inadaptés, des solutions divergentes seront envisagées. Là où les parties construiront leurs propres protections contre l'application du droit de la faillite aux Etats-Unis, elles jouent un rôle relativement affaibli en France. Effectivement, en France, c'est le législateur qui décortique chaque élément de protection de l'organisme de titrisation, pour les accorder au compte-gouttes dans ses lois.

56. De plus, le risque de faillite du cédant, qui a procédé à un recouvrement des actifs dans son patrimoine pour le bien de ses créanciers, n'est pas non plus acceptable. Il faut alors isoler efficacement les actifs cédés dans le patrimoine de l'organisme de titrisation en parfaissant la cession de créances de manière à la rendre inopposable à tout tiers quel qu'il soit. Dans ce domaine, la *true sale* du droit américain présente des similitudes avec la cession de créances prévues pour la titrisation en droit français.

57. En définitive, ce mémoire approfondit les défis juridiques inhérents à la construction de l'opération de titrisation et ceux liés à la responsabilisation des acteurs de la titrisation en droit américain et européen. Les deux parties présentées démontreront que l'idée sous-jacente de la titrisation – la protection des investisseurs – s'est nuancée au fil du temps. En effet, il s'agit de prouver que nous sommes passés d'une approche clientéliste à une approche responsabilisant les investisseurs.

PARTIE 1
LES DÉFIS JURIDIQUES DES RISQUES DE FAILLITE
DANS LA TITRISATION

58. Grâce au *trust*, le droit américain a permis à la titrisation de se développer dans un cadre très propice. En effet, cette convention est conçue de telle sorte qu'elle garantit la gestion d'une masse patrimoniale distincte du patrimoine du *trustee* – gérant du *trust* – dans l'intérêt des bénéficiaires. Si cette adéquation est particulièrement recherchée dans les pays de droit civil comme la France, c'est qu'elle permet aux bénéficiaires d'être protégés à la fois de la faillite du constituant du *trust* qui permet au *trustee* de gérer ses biens, et à celle du *trustee* lui-même.
59. Ainsi, la construction d'une opération de titrisation implique d'amoindrir, autant que faire se peut, deux types de risques liés à la faillite : le risque de la faillite de l'organisme de titrisation et celui lié au cédant. En quoi la faillite est-elle attentatoire à l'intérêt des investisseurs ? En droit français et en droit américain, l'objectif des régimes de faillite est de permettre au débiteur en difficulté de pouvoir se redresser sans craindre les actions de ses créanciers. Les investisseurs étant considérés comme les créanciers de l'organisme de titrisation, ceux-ci n'auraient aucun avantage à investir dans des titres s'ils savaient être menacés par le régime du droit commun de la faillite et par les actions d'autres créanciers qui viendraient en concurrence avec la leur.
60. Tout d'abord, il faut immuniser l'organisme de titrisation contre l'application des droits communs de la faillite. Nous comparerons les solutions proposées par le droit américain et français et démontrerons qu'elles sont convergentes quant à l'atteinte d'un résultat mais qu'elles utilisent des moyens très différents pour y parvenir. Si la *bankruptcy remoteness*⁵⁵ est construite par les parties en droit américain, elle est l'œuvre artificielle mais efficace du législateur en droit français (Chapitre 1).

⁵⁵ Protection contre faillite.

61. Ensuite, le transfert des actifs financiers à l'organisme s'accompagne d'un transfert des risques qui leur est associé. Ces risques doivent être *stricto sensu* ceux inhérents aux actifs et surtout pas ceux liés au cédant. Effectivement, si le cédant était soumis à une procédure de faillite, il aurait tout intérêt à contester l'opération de transfert pour voir les actifs réintégrer son patrimoine. Cela lui servirait à améliorer sa capacité de redressement. De plus, dans le cas où sa remise sur pieds serait impossible, les créanciers du cédant pourraient également intervenir pour récupérer les actifs. Il est alors primordial de parfaire le transfert des actifs et d'assurer leur isolement au sein de l'organisme (Chapitre 2).
62. Enfin, nous démontrerons que dans un droit comme dans l'autre, la réduction des risques de faillite est instrumentalisée pour une finalité commune : la protection des investisseurs (Chapitre 3).

CHAPITRE 1

LA CRÉATION D'UNE ENTITÉ *BANKRUPTCY REMOTE*

63. Dans la titrisation, le risque majeur est celui de la faillite de l'organisme de titrisation. En effet, une fois les actifs transférés, les porteurs de titre ne souhaitent pas retrouver les inconvénients du régime de la faillite au sein de l'organisme de titrisation. Leur investissement n'aurait aucun sens. Il est alors nécessaire que l'organisme soit protégé du droit commun de la faillite : il doit être *bankruptcy remote*⁵⁶. Sur ce point, des solutions différentes sont proposées aux Etats-Unis et en France. Alors que les parties en droit américain construisent leur propre *bankruptcy remoteness*, en France, c'est surtout le législateur qui intervient pour exempter de façon quelque peu artificielle l'organisme du droit commun des procédures collectives.
64. Ainsi, l'opération de titrisation présente des particularités qui la rendent si unique qu'elle nécessite un régime taillé sur mesure pour elle. Effectivement, pour aiguïser l'appétit des investisseurs, il faut pouvoir leur garantir une protection optimale. En France, comme aux Etats-Unis, si l'organisme de titrisation est insolvable, les investisseurs risquent de subir les difficultés et délais du droit inhérent à cette situation. Il sera ainsi démontré que les droits communs de la faillite des deux pays sont l'un comme l'autre parfaitement inadaptés à la titrisation (Section 1).
65. Ensuite, les deux droits proposent des solutions pour pouvoir réaliser une opération de titrisation en bonne et due forme. Ainsi, ils réagissent en fonction de leurs prédispositions respectives. Tout d'abord, il leur faut construire une entité *bankruptcy remote*. Pour ce faire, ils utilisent des palliatifs différents au droit commun de la faillite. En France, le législateur intervient pour vacciner les organismes de titrisation contre le droit commun des procédures collectives en construisant des dérogations législatives. Aux Etats-Unis, ce sont les parties qui *build from scratch*⁵⁷ leur propre *bankruptcy remoteness* dans les statuts de l'organisme (Section 2).

⁵⁶ Protégé contre la faillite.

⁵⁷ Construisent de toutes pièces.

SECTION 1

LE RISQUE DE FAILLITE DE L'ORGANISME DE TITRISATION : L'INADAPTATION DES DROITS COMMUNS

66. L'organisme de titrisation doit être protégé de sa propre faillite car elle représente un risque important pour les investisseurs en droit américain comme en droit français. Effectivement, l'idée que colportent les deux droits de la faillite est la protection du débiteur contre ses créanciers pour qu'il puisse se relancer économiquement et bénéficier ainsi d'une « deuxième chance » (§1). Son application en matière de titrisation serait particulièrement attentatoire à l'intérêt des investisseurs (§2).

§1

LES DROITS COMMUNS DE LA FAILLITE ATTENTATOIRES À L'INTÉRÊT DES CRÉANCIERS

67. La vie d'un débiteur peut rapidement devenir cauchemardesque quand il ne dispose plus des ressources suffisantes pour braver l'accablement de ceux qui le harcèlent pour récupérer leur dû. Les raisons ne manquent pas aux créanciers pour faire valoir leurs revendications. Pour redonner une chance de survie à l'affaire du débiteur et qu'il puisse également rembourser ses créanciers, les législateurs américain⁵⁸ et français⁵⁹ proposent des plans de réorganisation aux effets similaires. Le débiteur peut ainsi apurer le passif et reconstruire son affaire pendant une période donnée durant laquelle il est protégé de ses créanciers. Il est dit « en difficulté » ou « insolvable ». Il ne peut plus honorer ses dettes et a donc besoin de cette immunité temporaire. Dans le cadre de la titrisation, cette action bienfaitrice pour le débiteur peut s'avérer terriblement nuisible pour les porteurs de titre. Les jugements de faillite sont généralement assortis de coûts légaux colossaux et de longs délais.

68. **La protection démesurée de l'*automatic stay* et la période suspecte.** – Les droits américain et français prévoient des protections plus ou moins vastes pour le débiteur en difficulté. En France, ce dernier doit partager ses pouvoirs avec les mandataires de

⁵⁸ 11 U.S.C. §§101 (Chapitre 11 du Bankruptcy Code).

⁵⁹ En droit français, il est appelé plan de sauvegarde (Livre VI, Titre II, Chapitre VI du Code de commerce : Du plan de sauvegarde) ou plan de redressement (Livre VI, Titre III, Chapitre Ier du Code de commerce) selon la procédure applicable.

justice⁶⁰ déterminés en fonction de la procédure choisie par le juge. Aux Etats-Unis, les débiteurs en difficulté bénéficient d'une protection gigantesque au détriment de l'intérêt direct de leurs créanciers⁶¹. Effectivement, le *Bankruptcy Code*, qui règle toutes les questions liées à la faillite, leur confère des pouvoirs étendus et leur permet de jouir de l'*automatic stay*⁶². Cette notion se définit comme une période de temps pendant laquelle tous jugement, activité de recouvrement, saisine et restitution de propriété sont suspendus et ne peuvent bénéficier aux créanciers pour les créances générées avant le dépôt de la demande de faillite du débiteur. Sous réserve de certaines exceptions⁶³, le dépôt de la demande de faillite provoque immédiatement la suspension des recours des créanciers contre le débiteur pendant la durée entière des négociations du plan de réorganisation⁶⁴. Ainsi, toute tentative judiciaire ou non judiciaire de recouvrement sur les biens du débiteur pendant ce laps de temps⁶⁵ est vaine. L'*automatic stay* interdit largement, sans vergogne, les actions des créanciers et garantit une protection étendue des intérêts du débiteur. Comme l'affirment beaucoup d'auteurs⁶⁶, « *the Bankruptcy provides a breathing spell* » pour le débiteur. Cette période lui permet de résoudre ses difficultés plus sereinement. En droit français, l'article L. 622-7 du Code de commerce⁶⁷ offre une protection très similaire : une période dite « suspecte » qui met également un terme aux actions des créanciers. En

⁶⁰ Article L. 621-4 du Code de commerce.

⁶¹ V. Jason H.P. Kravitt, Mayer Brown LLP, *Securitization of Financial Assets, Second Edition*, Aspen Publishers 2011, Chapter 5, pages 5-12 et suivantes ; Patrick D. Dolan, *Securitized: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2 p. 2-4 et suivantes.

⁶² Période de suspension automatique des poursuites.

⁶³ 11 U.S.C. §§ 362 – Exception de l'*automatic stay* « (b) *The filing of a petition under section 301, 302, or 303 of this title, or of an application under section 5(a)(3) of the Securities Investor Protection Act of 1970, does not operate as a stay— ...* »

⁶⁴ 11 U.S.C. §§ 362 – *Automatic stay* « (a) *Except as provided in subsection (b) of this section, a petition filed under section 301, 302, or 303 of this title, or an application filed under section 5(a)(3) of the Securities Investor Protection Act of 1970, operates as a stay, applicable to all entities, of— ...* »

⁶⁵ 11 U.S.C. §§ 541 : *Property of the estate* (Biens de la faillite)

⁶⁶ Michael L. Cook, Jessica L. Fainman, Schulte Roth & Zabel LLP New York City, *The Bankruptcy Code's Automatic Stay*, Janvier 2008, p. 1.

⁶⁷ Article L. 622-7 I du Code de commerce : « *Le jugement ouvrant la procédure emporte, de plein droit, interdiction de payer toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture, à l'exception du paiement par compensation de créances connexes. Il emporte également, de plein droit, interdiction de payer toute créance née après le jugement d'ouverture, non mentionnée au I de l'article L. 622-17. Ces interdictions ne sont pas applicables au paiement des créances alimentaires* ».

principe, elle commence le jour du jugement d'ouverture. Pourtant, si les éléments d'un état de cessation des paiements sont avérés antérieurs, le juge peut reporter cette période jusqu'à dix-huit mois avant l'ouverture du procès⁶⁸. En définitive, les intérêts des créanciers sont fortement compromis dans *l'automatic stay* ou la période suspecte des droits communs américain et français de la faillite et des procédures collectives.

69. **L'élaboration du plan de réorganisation.** – Ensuite, les droits américain et français sont encore plus attentatoires à l'intérêt des créanciers dans le cadre du plan de réorganisation du débiteur. En effet, les créances et les participations dans la société débitrice sont classées et traitées dans ledit plan proposé par le débiteur et / ou par les autres créanciers pour remettre le bilan à flot. Ainsi, aux Etats-Unis, le débiteur pourra rechercher la requalification des transactions avant la faillite pour déterminer le contenu de son patrimoine. De cette façon, peuvent être remis en cause les labels que les parties ont entendu donner à leurs opérations. Par exemple, les actifs qui ont été vendus par le débiteur avant la procédure de faillite peuvent être traités comme partie intégrante de son patrimoine par une requalification de la vente en prêt garanti. Ainsi, l'acheteur est considéré comme ayant consenti un prêt auprès du débiteur en faillite et doit être remboursé au moment de la liquidation des actifs financiers. Par conséquent, il n'est pas considéré comme propriétaire des actifs mais comme ayant simplement retenu une garantie dans les actifs financiers en attendant le remboursement par le débiteur⁶⁹.

70. Le droit français n'est pas plus tendre avec les créanciers du débiteur insolvable⁷⁰. En effet, il prévoit que certains actes⁷¹ arrivés pendant la période suspecte sont nuls de

⁶⁸ Article L. 631-8 alinéas 1 et 2 du Code de commerce : « *Le tribunal fixe la date de cessation des paiements après avoir sollicité les observations du débiteur. A défaut de détermination de cette date, la cessation des paiements est réputée être intervenue à la date du jugement d'ouverture de la procédure.*

Elle peut être reportée une ou plusieurs fois, sans pouvoir être antérieure de plus de dix-huit mois à la date du jugement d'ouverture de la procédure. Sauf cas de fraude, elle ne peut être reportée à une date antérieure à la décision définitive ayant homologué un accord amiable en application du II de l'article L. 611-8. L'ouverture d'une procédure mentionnée à l'article L. 628-1 ne fait pas obstacle à l'application de ces dispositions. »

⁶⁹ Patrick D. Dolan, *Securitized: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2 p. 2-5 et suivantes.

⁷⁰ Sabine Haddad, « La période suspecte dans la procédure collective pour éviter toute dissimulation », 19 décembre 2012.

plein droit et que d'autres sont annulables par le juge à la demande des parties⁷². L'objectif de ces mesures est bien entendu de reconstituer l'actif du débiteur. Ainsi, la jurisprudence a eu l'occasion de se prononcer sur une action en nullité pour trois cessions opérées lors de la période suspecte par une société en difficulté⁷³. En l'espèce, cette société débitrice avait cédé une créance, un stock de marchandises et son matériel d'exploitation à un créancier. La Cour d'appel avait prononcé la nullité de ces actes. Néanmoins, pour le créancier ces cessions bénéficiaient de l'autorité de la chose jugée car il avait admis sa créance. La Cour de cassation a rejeté son argument et a considéré que « l'admission d'un créancier pour la partie impayée de la créance, même revêtue de l'autorité de chose jugée, ne fait pas obstacle à l'action en nullité des paiements partiels reçus en période suspecte ». Par conséquent, la pérennité des transactions est gravement menacée.

§2

L'APPLICATION DES DROITS COMMUNS DE LA FAILLITE À LA TITRISATION

71. L'inadaptation des droits communs de la faillite américain et français face aux intérêts des investisseurs d'une opération de titrisation est criante. Ces derniers doivent être effectivement protégés des pouvoirs démesurés qui seraient octroyés à un organisme de titrisation⁷⁴ mis en faillite dans le cadre des régimes de la période suspecte (ou *automatic stay*) et du plan de réorganisation. En effet, l'organisme de titrisation reçoit les actifs du cédant, les conserve, et dirige les flux financiers vers les investisseurs. Son importance est capitale et il doit laisser les actifs financiers transférés « disponibles » pour que les investisseurs puissent exercer d'éventuels recours en cas

⁷¹ Article L. 632-1 du Code de commerce.

⁷² Article L. 632-2 du Code de commerce : « *Les paiements pour dettes échues effectués à compter de la date de cessation des paiements et les actes à titre onéreux accomplis à compter de cette même date peuvent être annulés si ceux qui ont traité avec le débiteur ont eu connaissance de la cessation des paiements.*

Tout avis à tiers détenteur, toute saisie attribution ou toute opposition peut également être annulé lorsqu'il a été délivré ou pratiqué par un créancier à compter de la date de cessation des paiements et en connaissance de celle-ci. »

⁷³ Com 16 mars 2010, *pourvoi n° 09-11.430*, Société Everest v. Monsieur Serrano.

⁷⁴ L'organisme de titrisation est considéré comme étant le débiteur des investisseurs dans la mesure où il doit les rembourser de leur investissement grâce aux flux financiers générés par les actifs titrisés.

de défaillance des débiteurs cédés. Ainsi, l'application d'une période suspensive à cette entité provoquerait de dangereuses perturbations dans l'acheminement des flux financiers aux investisseurs. De plus, la proximité du véhicule de titrisation avec le cédant rend nécessaire une certaine prudence dans sa constitution⁷⁵. En définitive, il est dit qu'il doit être *bankruptcy remote* (ou à l'abri de la faillite) et cette protection doit être construite de toutes pièces.

72. Les agences de notation prêteront une attention particulière aux documents de constitution des organismes de titrisation. Par exemple, s'il est restreint dans son activité et n'a pas de *credit history* (ou historique de crédit), il sera considéré comme mieux à même de remplir ses objectifs de financements structurés. Le risque que ses créanciers exercent un recours en recouvrement ou une demande de faillite contre lui sera alors peu probable. Cependant, afin de prendre toutes les précautions nécessaires, il convient de limiter contractuellement les droits de recours des créanciers contre le pool d'actifs tenu par l'organisme de titrisation⁷⁶.

73. **Les difficultés propres au droit français à établir une entité protégée de la faillite.** – L'élaboration de l'organisme de titrisation en droit français est le fruit d'une évolution lente mais sûre vers un palliatif à l'absence du *trust* anglo-saxon. Aux Etats-Unis, l'utilisation exponentielle des opérations de titrisation tire son origine dans la praticité du *trust* qui existait avant que des transactions de ce type n'aient eu lieu. Le *trust* apparaît comme le trait d'union entre l'entreprise financée et les investisseurs⁷⁷ : « il reçoit des actifs de la part de l'entreprise financée puis émet des titres financiers, garantis par ces actifs, auprès des investisseurs ». L'intérêt du *trust* est donc « d'isoler les actifs dans une masse patrimoniale affectée dans l'intérêt des investisseurs. ».

74. Malgré lui, le législateur français a été progressivement contraint de se rapprocher de la structure juridique du *trust* anglo-saxon, telle était sa perfection. Le régime français

⁷⁵ V. n° 79 et suivants.

⁷⁶ FitchRatings, *Criteria for Special-Purpose Vehicles in Structured Finance Transactions*, Mai 2012, p. 2.

⁷⁷ Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété*, Fondation Varenne Collection des Thèses, 2012, n° 29 et suivants.

de la titrisation se caractérise par une évolution constante qui témoigne de la pingrerie du législateur à établir un cadre satisfaisant. En définitive, ce qu'il manquait en droit français était une entité capable de gérer les actifs d'une autre entité, sans les menacer de sa propre faillite et des éventuelles actions de ses créanciers.

75. L'exclusion de la société de droit commun. – D'emblée, il faut noter que le législateur a délibérément renoncé à la forme sociale en tant qu'organisme de titrisation. Effectivement, par la loi du 23 décembre 1988, il introduit le fonds commun de créances (ci-après « FCC ») comme premier véhicule de titrisation. Si le législateur a opté pour une entité sans personnalité morale, c'est qu'il voulait notamment transposer le concept de copropriété dans le FCC et éviter l'impôt sur les sociétés. Ensuite, il a également créé le FCC pour permettre uniquement les cessions de créances provenant d'établissements de crédit, lesquels sont soumis à son contrôle. Cela n'aurait pas été possible dans une société classique. Néanmoins, certains paradoxes apparaissent. Contrairement au régime de copropriété, toute application des règles de l'indivision au FCC est expressément exclue. De plus, certaines caractéristiques inhérentes à la personnalité morale s'appliquent au FCC comme l'acquisition de créances, l'émission de parts, l'autonomie patrimoniale, la dénomination ou encore la domiciliation⁷⁸.

76. Un régime dérogatoire toujours inadapté. – Entre la loi du 23 décembre 1988 et l'ordonnance du 13 juin 2008, un grand nombre de mesures législatives ont amendé progressivement le régime imposé originellement par le législateur français. Il a fallu, en effet, pallier à différentes contraintes : l'interdiction d'émissions de parts qui représentent les créances postérieurement à la première émission, l'exigence d'homogénéité des créances acquises en élargissant la nature des créances titrisables, la durée minimale de deux ans des créances transmissibles, l'exclusion des créances immobilisées, douteuses et litigieuses, l'autorisation de la titrisation aux seuls établissements de crédit, etc⁷⁹.

⁷⁸ Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété*, Fondation Varenne Collection des Thèses, 2012, n° 48 et suivants.

⁷⁹ Alain Couret, Hervé Le Nabasque, *Droit financier*, 2012, n° 822.

77. La libéralisation du cadre français de la titrisation par l’ordonnance de 2008. –

L’ordonnance de 2008 marque le début de la libéralisation⁸⁰ du cadre légal de la titrisation en France. Elle a notamment autorisé les organismes de titrisation à céder les créances précédemment acquises, à organiser le transfert des risques d’assurance, à avoir recours à l’emprunt, etc. Principalement, la loi dispose désormais que les organismes de titrisation prennent la forme « soit de fonds communs de titrisation, soit de société de titrisation »⁸¹.

78. Conclusion. – En définitive, la création d’une entité protégée contre le droit commun de la faillite est primordiale dans un droit comme dans l’autre. Si la société de droit commun en France ne correspond pas aux exigences de la titrisation, c’est précisément pour cette raison : elle est menacée par le droit des procédures collectives. Malgré ses prédispositions, le droit américain n’est pas épargné de tout effort : certains éléments doivent être construits afin de pallier au risque inhérent au droit de la faillite.

SECTION 2

LA CONSTRUCTION D’UNE ENTITÉ *BANKRUPTCY REMOTE* :
DES ARCHITECTURES DIFFÉRENTES

79. Divergences exacerbées. – Dans *Cours d’esthétique*, le célèbre philosophe français Théodore Jouffroy affirmait « *Il faut donc choisir de deux choses l’une : ou souffrir pour se développer, ou ne pas se développer, pour ne pas souffrir. Voilà l’alternative de la vie, voilà le dilemme de la condition terrestre* ». Les évolutions des droits français et américain vers la création d’une entité protégée contre les aléas du droit de la faillite illustrent bien cette antinomie. L’un encourage le dur labeur des parties pour construire une protection efficace, l’autre les incite à attendre d’être invitées à agir.

⁸⁰ Alain Couret, Hervé Le Nabasque, *Droit financier*, 2012, n° 822.

⁸¹ Article L. 214-42-1 du Code monétaire et financier : « *Les organismes de titrisation ont pour objet :*
- *d’une part, d’être exposés à des risques, y compris des risques d’assurance, par l’acquisition de créances ou la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d’assurance ;*
- *d’autre part, d’assurer en totalité le financement ou la couverture de ces risques par l’émission d’actions, de parts ou de titres de créances, par la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d’assurance ou par le recours à l’emprunt ou à d’autres formes de ressources.*
Ils prennent la forme soit de fonds communs de titrisation, soit de sociétés de titrisation. »

L'un récompense, l'autre punit. L'un observe, l'autre s'ingère. L'un est confiant, l'autre est méfiant. Mais l'autre protège les faibles, l'un les responsabilise. L'autre légifère, l'un juge. L'autre est tout puissant, l'un s'adapte aux évolutions.

80. Après une présentation rapide des organismes de titrisation aux Etats-Unis et en France et de l'influence mutuelle des deux modèles (§1), cette étude s'attachera à comparer les protections desdits organismes contre le risque de leur propre faillite (§2). Ainsi, il convient d'analyser les constructions de ces protections en France et aux Etats-Unis.

§1

LES ORGANISMES DE TITRISATION EN FRANCE ET AUX ÉTATS-UNIS

81. **Les formes d'organisme de titrisation.** – L'organisme de titrisation revêt différentes formes en fonction du droit applicable. En droit français, depuis l'ordonnance de 2008, deux types de véhicule de titrisation existent : le fonds commun de titrisation (ci-après « FCT ») et la société de titrisation (ci-après « SDT »). Le FCT est le véhicule le plus utilisé dans les opérations de titrisation. Issu de l'ancien FCC, le champ d'application de ses activités a néanmoins été élargi à la titrisation de tout type de créances et des risques d'assurance. Ensuite, La SDT est la nouvelle forme d'entité de titrisation présentée par la réforme de 2008. Elle peut prendre la forme d'une société anonyme ou d'une société par actions simplifiées. A l'inverse du FCT, elle possède la personnalité morale. Son introduction fait suite « à l'objectif de favoriser l'utilisation internationale du véhicule de droit français en remédiant au risque de pénalisation fiscale dont pâtissent aujourd'hui les opérations de transfert de créances étrangères à un véhicule français », affirmait le Président de la République lors de son rapport relatif à l'Ordonnance du 13 juin 2008. La SDT a été créée pour un motif avant tout fiscal : les convention bilatérales fiscales n'exonéraient de retenue à la source que les résidents fiscaux français. Or, pour avoir cette qualité, il faut avoir la personnalité morale, ce qui n'était pas le cas du FCC⁸².

⁸² Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Précis Dalloz, Septembre 2010, n° 659 et suivants.

82. En droit américain, le SPV peut prendre diverses formes. Auparavant, le plus utilisé était la forme sociétale appartenant à l'initiateur de l'opération ou bien à un tiers. Désormais, l'utilisation des *limited liability companies* d'un ou plusieurs membre devient de plus en plus populaire. Le *grantor trust* est également une forme commune de SPV. Ainsi, il émet aussi un certificat aux investisseurs, dont le produit de l'investissement est reversé au cédant en échange des actifs. D'autres formes de SPV peuvent également être utilisées en fonction du traitement fiscal désiré et de la nature des initiateurs, des actifs et des investisseurs de l'opération. En définitive, les formes de SPV les plus mises en œuvre dans les opérations de titrisation sont le *trust* et la *limited liability company*.

83. **Le *trust*.** – Contrairement à l'évolution que le droit a suivi en France pour s'adapter aux opérations de titrisation, il n'a pas été nécessaire d'établir un nouvel instrument pour la titrisation aux Etats-Unis. Le *trust* présentait déjà un régime adéquat de *bankruptcy remoteness*. Ainsi, le *trust* est une convention dans laquelle « *une personne, le constituant du trust (settlor of the trust), stipule que certains biens seront administrés par un ou plusieurs trustees, qui peuvent être des personnes physiques ou morales, dans l'intérêt d'une ou de plusieurs personnes, les bénéficiaires (cestuy qui trust). Dans cette opération, le trustee n'apparaît pas comme un simple administrateur des biens constitués en trust, il en est le propriétaire (legal ownership) avec un véritable titre de propriété (legal title). A ce titre, il les gère comme il l'entend et n'a, en principe, de compte à rendre ni au constituant du trust, ni au bénéficiaire (qui a comme attribut de la propriété l'equitable ownership)* »⁸³.

84. Qualifier le *trust* par rapport aux catégories de droit français de la propriété est une tâche difficile. En effet, il faut comprendre les pouvoirs du *trustee* pour pouvoir comparer le *trust* aux structures françaises de titrisation : le *trustee* peut disposer et administrer les biens du *trust*. En revanche, il n'a ni l'usage, ni la jouissance, ni le droit de détruire la chose. Par conséquent, le *trustee* administre des biens qui ne sont pas dans son patrimoine et qui ne peuvent alors faire l'objet de revendication par ses

⁸³ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Précis Dalloz, Septembre 2010, n° 604.

créanciers⁸⁴. Le *trust* s'adapte alors parfaitement à l'opération de titrisation : le cédant confie ses créances à un *trustee* qui les administre et en dispose dans l'intérêt unique des investisseurs (*Beneficiary*) selon les règles du *trust*. Il finance ainsi l'acquisition des créances par une émission de titres proposés à des souscripteurs via des *investment banks*.

85. **Le régime du fonds commun de créances.** – Le droit français ne disposait pas d'un tel mécanisme et a dû, contrairement au droit américain, construire de toutes pièces des lois adaptées à la titrisation. L'ordonnance du 13 juin 2008 qui a réformé le cadre de la titrisation en France a été le fruit d'une lente mais sûre évolution vers un rapprochement avec le modèle du *trust* américain. C'est donc le législateur qui a fixé le cadre de la titrisation pour la première fois en France par une loi du 23 décembre 1988 qui créa le FCC.

86. L'initiative du FCC revenait à une société de gestion⁸⁵ et un dépositaire⁸⁶, conformément à l'ancien article L. 214-47⁸⁷ du Code monétaire et financier, qui établissaient le règlement. Ainsi, prévoyaient-ils leur responsabilité en cas de vice dans la constitution du FCC, les structures financières et juridiques de celui-ci, etc. Une grande partie du contenu du règlement était prévue dans les articles du Code monétaire et financier : « *la stratégie de gestion du fonds, la nature, les caractéristiques et les modalités d'acquisition des créances, les règles de ces opérations de couverture contre les risques des débiteurs cédés ou encore les caractéristiques et les modalités d'émission des titres de créances* ». Le FCC pouvait être divisé en compartiments qui comportaient chacun un règlement spécifique. La

⁸⁴ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Précis Dalloz, Septembre 2010, n°605.

⁸⁵ La société de gestion est l'entité qui gère le fonds et le représente à l'égard des tiers et dans toute action en justice. A ce titre, elle surveille le recouvrement des créances qu'elle acquiert au nom du fonds, exige l'exécution des garanties en cas de défaillance des débiteurs, décide de la gestion de la trésorerie, de la répartition du produit du recouvrement et des placements de trésorerie, selon les stipulations du règlement. Définition tirée de Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété*, Fondation Varenne Collection des Thèses, 2012, n° 51.

⁸⁶ Le dépositaire assume deux missions générales : la conservation des biens déposés par la société de gestion et le contrôle de la régularité de l'ensemble des décisions.

⁸⁷ Ancien Art. L. 214-47 du Code monétaire et financier.

société de gestion devait obtenir un agrément de l'AMF qui pouvait lui être retiré⁸⁸. Enfin, l'établissement dépositaire et elle-même avaient un devoir d'information via une note qu'ils adressaient préalablement aux souscripteurs⁸⁹. A la différence du *trust*, les futurs propriétaires (*beneficiary*) sont complètement exclus du processus de constitution du FCC. En effet, l'initiative de constitution était exclusivement celle de la société de gestion et du dépositaire.

87. Ensuite, contrairement au législateur américain qui laissait une liberté presque absolue aux parties, le législateur français a élargi au compte-gouttes les activités effectuées par le FCC au bénéfice d'une opération de titrisation efficace. Effectivement, la loi de 1988 prévoyait que le FCC pouvait acquérir des créances et émettre des parts correspondantes aux créances. Néanmoins, il a fallu attendre d'autres évolutions législatives plus tardives pour qu'il puisse (1) acquérir des créances après la première émission de titres, (2) obtenir des prêts subordonnés à titre de couverture contre les risques qu'il supporte dans le cadre de la réalisation de sa stratégie de gestion et (3) émettre des titres de créances ou des contrats constituant des instruments financiers à terme.

88. Ensuite, concernant la liquidation du FCC, l'ancien art. L. 214-49 du Code monétaire et financier indiquait que « *dans les six mois suivant l'extinction de la dernière créance du fonds ou, le cas échéant, d'un compartiment du fonds, la société de gestion procède à la liquidation du fonds ou de ce compartiment* ». Le FCC s'arrête alors de fonctionner quand la créance la plus longue de son portefeuille prend fin. Lorsque le FCC faisait l'objet d'une liquidation anticipée effectuée dans l'intérêt des investisseurs, il devait céder les créances échues et non échues de leur terme qu'il avait acquises⁹⁰. Enfin, la liquidation et la cession de créances par bordereau devaient être prévues dans le règlement⁹¹.

⁸⁸ Ancien Art. L. 214-47 alinéa 2 du Code monétaire et financier.

⁸⁹ Ancien Art. L. 214-47 alinéa 3 du Code monétaire et financier.

⁹⁰ Article 16 du décret n°2004-1255 du 24 novembre 2004.

⁹¹ Ancien article R. 214-107 du Code monétaire et financier : « *Les créances non échues ou non déchuées de leur terme acquises par le fonds commun de créances ne peuvent faire l'objet d'une cession, en une ou plusieurs fois ou pour leur totalité, qu'aux conditions fixées aux articles R. 214-104 et R. 214-108 et dans les seuls cas suivants* :

89. **Le régime du fonds commun de titrisation**⁹². – Le FCT présente plusieurs similitudes avec le FCC. Tout d’abord, concernant sa constitution, il est aussi institué par la société de gestion et l’établissement dépositaire⁹³. Ensuite, concernant l’émission de parts ou titres de créances ouverts à la négociation sur un marché réglementé, le FCT, comme le FCC, doit réaliser une note d’information à l’égard des futurs investisseurs. Un certain nombre de règles inhérent aux conditions d’émission

1° Lorsque le fonds fait l’objet d’une liquidation effectuée dans l’intérêt des porteurs de parts et de titres de créances émis précédemment ;

2° Lorsque le capital restant dû des créances non échues du fonds est inférieur à un pourcentage du maximum du capital restant dû des créances non échues constaté depuis la constitution du fonds, défini dans le règlement du fonds et n’excédant pas 10 % ;

3° Lorsque les parts et titres de créances émis par le fonds ne sont plus détenus que par un seul porteur et à sa demande ou lorsqu’ils ne sont plus détenus que par le ou les cédants et à leur demande ;

4° Lorsque le fonds doit s’acquitter de ses engagements résultant d’un contrat constituant un instrument financier à terme ;

5° Lorsqu’une évolution favorable ou défavorable des risques que le fonds supporte dans le cadre de la réalisation de sa stratégie de gestion peut être constatée ou anticipée en fonction de critères définis dans le règlement du fonds ;

6° Lorsque les évolutions du marché rendent opportune une modification de la composition des actifs du fonds, si ces opérations sont limitées à un volume annuel de cession de créances défini dans le règlement du fonds et n’excédant pas 30 % de l’actif du fonds.

La cession de créances s’effectue selon les modalités prévues à l’article L. 214-43 du code monétaire et financier. Le bordereau de cession comporte les indications définies à l’article R. 214-109.

Le règlement du fonds précise les règles applicables à la cession des créances ni échues ni déchues de leur terme. Il fixe les modalités de détermination du niveau de sécurité offert aux porteurs de parts et de titres de créances émis par le fonds dans le cadre de ces cessions et les conditions de maintien de ce niveau de sécurité. Il appartient à la société de gestion du fonds de s’assurer du respect de ces conditions.

Les dispositions du présent article ne s’appliquent pas aux cessions des titres de créances détenus à titre de liquidités, qui peuvent s’effectuer librement, ni aux cessions temporaires de titres de créances, qui s’effectuent dans les conditions définies à l’article R. 214-106. »

⁹² Pour une analyse détaillée du fonds commun de titrisation : Alain Couret, Hervé Le Nabasque, *Droit financier*, Précis Dalloz, 2012, n°847 et suivants ; Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l’étude de la propriété*, Fondation Varenne Collection des Thèses, 2012, n°295 et suivants ; T. Granier, R. Routier et Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Précis Dalloz, Septembre 2010, n°664 et suivant.

⁹³ Article L. 214-181 du Code monétaire et financier : « *Le fonds commun de titrisation est constitué sur l’initiative conjointe d’une société chargée de sa gestion et d’une personne morale dépositaire de la trésorerie et des créances du fonds.*

Lorsque les parts ou les titres de créance émis par le fonds sont admis à la négociation sur un marché réglementé ou offertes au public, cette société de gestion et la personne morale dépositaire de la trésorerie et des créances établissent le document mentionné au premier alinéa du I de l’article L. 412-1. »

des titres de créances, à la composition du passif du FCT et au paiement des sommes exigibles au titre des parts sont exactement les mêmes que celles du FCC⁹⁴.

90. Ensuite, l'emprise du législateur sur les parties s'est accrue puisqu'il élargit les éléments devant se trouver dans le règlement du FCT. En effet, Il poursuit un objectif de sécurité et de transparence dans les opérations de titrisation. Ainsi, les conditions selon lesquelles le FCT émet de nouvelles parts ; la nature des risques ; les stratégies de financement, d'investissement et de couverture des risques ; les informations liées aux garanties octroyées et reçues par le FCT doivent être définies dans le règlement ou les statuts du FCT⁹⁵.

91. **Le rapprochement des modèles : l'influence du *trust* anglo-américain sur le modèle civiliste français.** – Les interventions répétées du législateur français semblent être directement guidées par les caractéristiques du *trust* anglo-saxon. Effectivement, la comparaison de la structure du FCT retenue en droit français avec celle du *trust* en droit américain révèle des similitudes notoires⁹⁶. En effet, il existe bien un constituant (la société de gestion et le dépositaire) qui décide que certains biens seront administrés (par la société de gestion) dans l'intérêt d'une ou plusieurs personnes (les porteurs de parts). En outre, les relations entre le FCT et la société de gestion rappellent également le mécanisme de la fiducie directement inspiré du *trust* : certains auteurs parlent de fiducie-gestion⁹⁷. Effectivement, il s'agit de l'opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés ou un ensemble de biens, de droits ou de sûretés présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but

⁹⁴ Article R. 214-107 à R. 214-109 du Code monétaire et financier.

⁹⁵ Article L. 214-182 du Code monétaire et financier : « *Les conditions dans lesquelles le fonds peut émettre de nouvelles parts après émission initiale des parts sont définies par son règlement. Le fonds peut émettre des titres de créance négociables et des obligations ou des titres de créance émis sur le fondement d'un droit étranger. Les conditions dans lesquelles le fonds émet des titres de créance sont définies par son règlement.* »

⁹⁶ David Ginocchi, Dorian Guinard, Sarah-Marie Maffesoli, Sébastien Robbe, *Les modèles juridiques français et américain : influences croisées*, L'Harmattan, 2009, p. 67 et suivantes.

⁹⁷ Philippe Malaurie et Laurent Aynès, *Les biens*, Defrénois, Droit Civil Et Procédure Civile, 2010, p. 236.

déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires⁹⁸. Dans le cas de la titrisation, même si le FCT n'est pas un fiduciaire, il y a bien un transfert d'actifs au FCT, actifs qui sont administrés par une société qui doit gérer ces actifs pour le bénéfice de tiers (les investisseurs)⁹⁹.

92. De plus, l'influence américaine est encore plus flagrante avec l'instauration de la SDT par l'ordonnance de 2008 en droit français. Celle-ci, contrairement au FCT, est dotée de la personnalité morale qui peut constituer un mécanisme alternatif au *trust* où une masse patrimoniale séparée est affectée dans l'intérêt des investisseurs. Effectivement, la SDT permet de remédier à l'idée selon laquelle chaque patrimoine doit correspondre à une personne biologique. En déterminant un but spécifique à la SDT, il est créé une sorte de patrimoine d'affectation par le biais de sa personnalité morale. Ainsi, le patrimoine d'affectation, longtemps rejeté par les systèmes de droit civil se fraye un chemin officieux par la voie de la personne morale de la SDT¹⁰⁰.

93. Même si l'utilisation d'une personne morale permet d'affecter le patrimoine de la SDT à un but social précis, elle présente certaines limites dans le cas de la titrisation. Tout d'abord, l'utilisation de la SDT ne sert pas forcément l'intérêt de chaque investisseur. Effectivement, le patrimoine de la SDT ne protège pas un investisseur contre les revendications d'un autre investisseur qui pourrait éventuellement saisir les biens de ce patrimoine. Ainsi, il faudrait autant de SDT que d'investisseurs pour garantir l'indépendance de leur patrimoine. De plus, les flux financiers liés aux actifs circuleraient dans le patrimoine de la société, ce qui les mettrait à disposition de tous les créanciers de la société. Enfin, la société pourrait répondre de ses propres dettes à hauteur de son patrimoine personnel en incluant les actifs des investisseurs.

94. Ensuite, l'absence de patrimoine d'affectation présente également des désavantages pour la SDT. Ainsi, le risque d'impayé des débiteurs cédés serait directement pris en charge par la société qui serait aussi encline à rembourser les investisseurs avec son patrimoine personnel.

⁹⁸ Article 2011 du Code civil.

⁹⁹ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Septembre 2010, n° 703.

¹⁰⁰ Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété*, Fondation Varenne, Collection des Thèses, 2012, n°307 et suivants.

95. En outre, la personnalité morale n'est pas aussi avantageuse que le patrimoine d'affectation. Effectivement, ce dernier, assimilable au *trust*, permet d'affecter un patrimoine séparé à un ou plusieurs bénéficiaires précis. Constituer un patrimoine d'affectation est moins onéreux qu'une personne morale car cela n'implique pas la création d'un nouveau sujet et tous les coûts inhérents (frais d'enregistrement de la société de gestion ou frais de gestion des organes, etc.). C'est d'ailleurs pour cette raison que le *trust* est préféré aux Etats-Unis : il évite la création d'une organisation complexe.
96. Le patrimoine d'affectation serait très pertinent car il permettrait la gestion des actifs cédés dans l'intérêt des investisseurs. Ces derniers seraient sûrs que personne ne pourrait saisir les biens du patrimoine affecté, que les créances des opérations constitueraient des patrimoines distincts de celui de la société et des autres opérations et que les flux financiers ne transiteraient pas dans le patrimoine de la société. De plus, la société ne répondrait que de ses propres dettes à hauteur de son patrimoine personnel en excluant celui géré dans l'intérêt des investisseurs. En définitive, la société de gestion présente des avantages certains en terme de personnalité morale mais, sans patrimoine d'affectation, ne propose toujours pas d'alternative équivalente au *trust*.

§2

LA CONSTRUCTION DE LA *BANKRUPTCY REMOTENESS*

97. **Des architectures antagonistes contre la faillite.** – Sur un plan macro-comparatif, les acteurs de la titrisation en droits américain et français ne se sont pas protégés de la faillite de la même manière. Tandis que les américains ont plutôt opté pour une réduction¹⁰¹ des risques de faillite du SPV dans ses statuts et dans les documents de la transaction, les français ont préféré la protection légale qui balaye artificiellement mais efficacement l'application du droit des procédures collectives en matière de titrisation.

¹⁰¹ Une réduction des risques n'est pas synonyme de protection imparable.

98. **L'exclusion de l'application du droit des procédures collectives.** – En France, ce ne sont pas les parties qui ont construit leur propre protection : le législateur a pris cette initiative. En effet, l'article L. 214-48, III, alinéa 1^{er}, dispose que « *les dispositions du livre VI du Code de commerce ne sont pas applicables aux organismes de titrisation* »¹⁰² de droit français¹⁰³. De façon artificielle mais radicale, le législateur a rendu le droit des procédures collectives inapplicable aux FCT et SDT. En outre, cette éviction est répétée à l'article L. 214-49-3 II dans les dispositions particulières applicables aux sociétés de titrisation.
99. Néanmoins, la structuration de l'opération n'est pas complètement dépourvue d'intérêt en droit français. Par exemple, le règlement du FCT ou les statuts de la SDT prévoient que l'activité de l'organisme est limitée à la titrisation, que ce dernier ne risque pas de voir sa responsabilité contractuelle engagée pour des faits étrangers à la titrisation et que le recours des investisseurs et des créanciers est limité aux actifs titrisés.
100. Aux Etats-Unis, les protections contre la faillite, exclusivement contractuelles, sont du même acabit mais comportent plus de détails. Ainsi, les parties prévoient, par exemple, que les statuts du SPV limitent ses pouvoirs et activités (prohibition de devenir une société), exigent le vote d'administrateurs indépendants pour déposer une demande volontaire de dépôt de bilan. Ces derniers doivent agir, en conformité avec leur devoir fiduciaire, c'est-à-dire à la fois dans l'intérêt des créanciers et dans celui des actionnaires. Les parties peuvent également conclure des accords les empêchant d'émettre des requêtes de faillite involontaires (quand la cause n'est pas rejetée dans un certain laps de temps). Elles peuvent aussi limiter contractuellement leurs recours contre les actifs du SPV. Enfin, un autre moyen de construire une protection contre la faillite serait d'utiliser un SPV indépendant du cédant¹⁰⁴.

¹⁰² Article L. 214-48 III alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier : « *Les dispositions du livre VI du code de commerce ne sont pas applicables aux organismes de titrisation.* »

¹⁰³ Article L. 214-42-1 alinéa 4 du Code monétaire et financier : « *Ils prennent la forme soit de fonds communs de titrisation, soit de sociétés de titrisation.* »

¹⁰⁴ <http://us.practicallaw.com> : Structured lending and securitisation.

101. **Les statuts du SPV comme support matériel de la protection contre la faillite.** –

En droit américain, la conception du SPV, dont les statuts témoignent, doit traduire de la façon la plus forte et fidèle possible la *bankruptcy remoteness* de cette entité. En effet, l'objectif premier qui doit être poursuivi par le SPV est d'amoindrir le plus possible le risque inhérent à sa propre faillite¹⁰⁵. Pour ce faire, il faut généralement réduire le nombre de ses créanciers et des événements financiers pour lesquels il pourrait y avoir un dépôt de bilan du SPV. Deux catégories de restrictions communes peuvent être dégagées des statuts d'un SPV en droit américain : celles relatives à ses activités et celles amoindrissant le risque de procéder à une demande de sa propre faillite.

102. Concernant les restrictions sur ses activités, il faut s'assurer que le SPV n'agisse que dans sa fonction de financement des titres aux investisseurs. Ainsi, les statuts du SPV comporteront régulièrement des restrictions qui limitent ses activités à celles qui concernent uniquement le financement. Ensuite, il faut que les statuts interdisent le SPV de se transformer en société. Il est également judicieux de restreindre l'octroi de privilèges ou de garanties sur les actifs cédés en dehors des cas prévus par le financement. Puis, il faut aussi interdire toute fin, dissolution, liquidation, consolidation, fusion, vente d'actifs ou transfert de participations tant que les ABS sont en circulation. Enfin, l'interdiction de modification des documents constitutifs du SPV permet d'entériner et de sécuriser la protection mise en place¹⁰⁶.

103. Ensuite, afin de réduire le risque de faillite *per se* du SPV, il est important de prévoir certaines exigences comme celle du vote d'administrateurs indépendants pour déposer une requête volontaire de mise en faillite, bien que ceux-ci doivent respecter des devoirs fiduciaires et pourraient ne pas agir uniquement dans l'intérêt des créanciers, comme l'illustre le cas *Kingston Square Associates*¹⁰⁷. Ensuite, il faut exiger un consentement unanime du conseil d'administration du SPV pour toute décision relative à (1) une faillite volontaire, (2) un changement dans les documents

¹⁰⁵ Jason H.P. Kravitt, Mayer Brown LLP, *Securitization of Financial Assets, Second Edition*, Aspen Publishers 2011, Chapter 5, pages 5-166.

¹⁰⁶ Patrick D. Dolan, *Securitized: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2 p. 2-8.

¹⁰⁷ V. n° 175 et suivants.

constitutifs et (3) des transactions avec des affiliés. Enfin, pour les SPV cotés en bourse, il est opportun d'exiger l'émission d'une catégorie séparée d'actions donnant droit à certains types d'actionnaires d'autoriser une faillite. Par ailleurs, certains créanciers peuvent voir restreindre contractuellement leur capacité à procéder à un dépôt de demande de mise en faillite contre le SPV à moins qu'ils ne remplissent certaines conditions spécifiques¹⁰⁸.

104. Enfin, les contrats de la transaction peuvent également contribuer à amoindrir le risque de faillite du SPV. Ainsi, il est important d'exiger des parties de l'opération qu'elles renoncent contractuellement à déposer une requête involontaire de mise en faillite du SPV. Par ailleurs, les contrats peuvent limiter les recours des parties aux actifs du SPV pour empêcher que le SPV ne soit insolvable au sens du droit de la faillite¹⁰⁹.

105. **Conclusion.** – En définitive, pour pouvoir être mise en œuvre, la titrisation doit être attrayante. Pour ce faire, les législateurs américain et français utilisent tous les deux une approche clientéliste à l'égard des investisseurs qu'ils protègent contre les règles des deux droits commun de la faillite. Pourtant, s'il convient de se protéger contre le droit commun *per se*, ce n'est pas l'unique risque. En effet, le cédant en difficulté financière aurait tout intérêt à voir les actifs transférés revenir dans son patrimoine pour pallier à son insolvabilité. De plus, les créanciers du cédant défaillant pourraient également contester la cession des actifs qui correspond pour eux, à une diminution de la capacité du cédant à les rembourser. Par conséquent, le deuxième risque majeur de l'opération de titrisation est celui de la contestation du transfert des actifs, risque exacerbé par la faillite du cédant.

¹⁰⁸ Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of the Association of the Bar of the City of New York, « Structured Financing Techniques », 50 Bus. Law. 527, 554 (1995).

¹⁰⁹ Patrick D. Dolan, *Securitized: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2 p. 2-9.

CHAPITRE 2

LE TRANSFERT ET L'ISOLEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

106. Pour les raisons évoquées précédemment, la cession des actifs fait parfois l'objet de contestations mises en exergue par le risque de faillite du cédant. En effet, le cédant en difficulté souhaite voir les actifs rapatrier dans son patrimoine pour faciliter son redressement. Les créanciers du cédant souhaiteront être remboursés : le recouvrement des actifs dans le patrimoine du cédant leur redonnerait l'espoir d'obtenir davantage dans le plan de réorganisation. Ainsi, l'organisme de titrisation doit être à l'abri de la faillite du cédant.
107. Remédier efficacement à ces risques revient alors à isoler les actifs transférés, dans le patrimoine du véhicule de titrisation. En effet, si ce n'était pas le cas, les actifs financiers cédés pourraient être paralysés dans le patrimoine du cédant défaillant pendant *l'automatic stay* ou période suspecte. Les investisseurs ne pourraient plus exercer de recours pendant cette période. Ainsi, les créances et les intérêts de ces derniers seraient jetés en pâture dans la plèbe des autres créanciers de l'initiateur, traités dans le plan de réorganisation du cédant en faillite. Cela laisserait à la merci de ce dernier les contrats de transaction avec les investisseurs qui pourraient être renégociés et modifiés. En plus, les flux financiers issus de la liquidation des actifs transférés constitueraient un *cash collateral* (garantie en espèces) pour le cédant. En droit américain, celui-ci serait autorisé à s'en servir pour payer les dépenses liées à la décision de faillite.
108. Après avoir démontré que les droits de la faillite français et américain et la cession de créances de droit commun ne sont pas de nature à mettre à l'abri les actifs du risque de faillite du cédant (Section 1), nous prouverons que les mécanismes de perfection du transfert convergent en droit américain et français pour permettre un isolement efficace des actifs financiers (Section 2).

SECTION 1

LES DROITS COMMUNS AMÉRICAIN ET FRANÇAIS INADAPTÉS AU RISQUE DE FAILLITE DU CÉDANT

109. Tout d'abord, les actifs doivent être rendus indisponibles à la faillite du cédant. Pour ce faire, il faut d'abord prendre toutes les précautions possibles afin d'éviter un remède prétorien inadapté des droits communs américain et français de la faillite : la *substantive consolidation* ou une confusion des patrimoines de l'organisme de titrisation avec le cédant. En d'autres termes, il ne faut pas que les actifs et les passifs de ces deux entités soient regroupés pour ne former qu'un seul patrimoine disponible aux créanciers du cédant en faillite (§1).
110. Le deuxième risque mis en lumière par la faillite du cédant est la contestation du transfert des actifs. En droit américain, elle pourrait être fondée sur la requalification de la *true sale*¹¹⁰ en *secured financing*¹¹¹. A l'inverse des Etats-Unis qui possèdent déjà une technique efficace de transfert des actifs par la *true sale* (quand celle-ci n'est pas requalifiée), les mécanismes de cession de créances existant en droit français ne sont pas adaptés à la titrisation (§2).

§1

LA MISE EN ÉCHEC DE L'ISOLEMENT DES ACTIFS PAR LA *SUBSTANTIVE CONSOLIDATION* ET LA CONFUSION DES PATRIMOINES

111. La *substantive consolidation* ou confusion des patrimoines est consacrée de manière similaire dans les deux droits. Aux Etats-Unis, la *substantive consolidation* est un remède du juge qui consiste à regrouper l'actif et le passif d'un débiteur défaillant avec ceux d'une autre entité défaillante ou non, afin de créer une base commune d'actifs pour les créanciers du débiteur insolvable¹¹². Les standards de cette notion ne

¹¹⁰ Vente parfaite.

¹¹¹ Financement garanti.

¹¹² Pour une analyse détaillée de la *substantive consolidation* sous l'angle de la titrisation : Jason H.P. Kravitt, Mayer Brown LLP, *Securitization of Financial Assets, Second Edition*, Aspen Publishers 2011, p. 5-144 et suivantes ; Patrick D. Dolan, *Securitized Assets: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2, p. 2-13 et suivantes ; Steven L. Schwarcz, Bruce A. Markell, Lissa L. Broome, *Securitization, Structured Finance, and Capital Markets*, 2004, Chapter 3 §3.03 ; M. John Sterba, JR., *Legal Opinions Letters : A Comprehensive Guide to Opinion Letter Practice*, 2003,

sont pas encore bien définis mais les risques qu'elle occasionne dans le contexte d'une opération de titrisation sont importants. Effectivement, voir l'actif et le passif du SPV consolidés avec ceux du cédant n'est pas dans l'intérêt des investisseurs. Il est indispensable de construire une structure permettant de minimiser ce risque et de garantir le respect du principe d'isolement des actifs relatif aux opérations de titrisation¹¹³. Enfin, la *substantive consolidation* n'était pas un remède autorisé expressément par le *Bankruptcy Code*. Ce sont les cours qui se sont octroyées cette possibilité par l'interprétation d'un des articles de ce code qui établit qu'elles peuvent prendre toute mesure nécessaire à l'application d'un des titres dudit code¹¹⁴.

112. La *substantive consolidation* à la française, appelée confusion des patrimoines, a suivi une évolution similaire. En effet, c'est une mesure qui a été forgée d'abord par la jurisprudence. La suite est classique des régimes de droit civil : le droit venant de l'Etat tout puissant, le législateur a consacré cette notion en 2005 pour les procédures de sauvegarde, de redressement judiciaire et de liquidation judiciaire respectivement aux articles L. 621-2 alinéa 2, L. 631-7 et par la combinaison des articles L. 621-2 alinéa 2, L. 641-1-I et L. 621-2 alinéa 2 du Code de commerce¹¹⁵. En effet, la loi de sauvegarde des entreprises du 26 juillet 2005 permet l'extension de la procédure collective à « *une ou plusieurs autres personnes en cas de confusion de leur patrimoine avec celui du débiteur* ». Ainsi, la personne physique ou morale soumise à une procédure collective – de sauvegarde, redressement judiciaire ou liquidation judiciaire – peut voir son patrimoine mélangé avec celui d'une ou plusieurs personnes. Ces personnes ont agi comme si elles n'avaient qu'un seul patrimoine. Le législateur français ne s'était pas appesanti sur les critères de cette qualification, la

§10.4(B) ; John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, p. 8-75 et suivantes.

¹¹³ Thomas S Kiriakos, partner David S Curry, partner Mayer Brown LLP, "Asset securitisation and the effect of insolvency on special purpose vehicles under US bankruptcy law", dans *The Americas Restructuring and Insolvency Guide 2008/2009*, p. 154 et suivantes.

¹¹⁴ 11 U.S.C. §105(a) : « *the court may issue any order, process, or judgment that is necessary or appropriate to carry out the provisions of this title* ».

¹¹⁵ Article L. 621-2 alinéa 2 du Code de commerce : « *A la demande de l'administrateur, du mandataire judiciaire, du débiteur ou du ministère public, la procédure ouverte peut être étendue à une ou plusieurs autres personnes en cas de confusion de leur patrimoine avec celui du débiteur ou de fictivité de la personne morale.* »

cour de cassation semble en avoir retenu deux : la confusion des comptes et les relations financières anormales.

113. En définitive, les effets de la *substantive consolidation* ou confusion des patrimoines démontrent bien que le droit commun de la faillite¹¹⁶ comme le droit des procédures collectives¹¹⁷ ne sont pas adaptés à l'intérêt des investisseurs et donc à l'opération de titrisation. De plus, la faillite du cédant intensifie également le risque de requalification de la vente des actifs titrisés.

§2

L'INADAPTATION DES MÉCANISMES DE TRANSFERT DES ACTIFS FINANCIERS

114. **La *true sale*.** – Les droits américain et français présentent des moyens sensiblement différents de parfaire le transfert d'actifs financiers *per se*. Cependant, c'est l'évolution juridique pour arriver à cette qualification de *true sale* qui intéresse ici car c'est sur ce point précis que les deux droits divergent. Le risque majeur du droit américain est la requalification de la *true sale* en *secured loan*. Ainsi, la vente ne doit pas constituer un prêt garanti. Si tel est le cas, la transaction sera considérée comme un prêt octroyé par l'organisme de titrisation au cédant, dans lequel les actifs servent de *collateral*¹¹⁸. La *Bankruptcy Court* pourrait alors ordonner à l'organisme de rendre et d'autoriser l'utilisation des actifs (ou du produit de ces actifs) au cédant en faillite à moins que la cour n'estime que l'organisme n'ait pas d'*adequate protection*¹¹⁹ de ses intérêts dans les actifs.

115. Pourtant comme son nom l'indique, c'est une requalification, c'est-à-dire que la nouvelle appellation ne correspond pas à celle que les parties ont entendu donner à leur transaction. Par essence, le régime de la *true sale* n'est donc pas inadapté puisque si les parties respectent ses conditions, elle ne sera pas requalifiée. Ainsi, le transfert d'actifs financiers est assimilé à une vente (*true sale*) et se voit alors appliquer le droit

¹¹⁶ En droit américain.

¹¹⁷ En droit français.

¹¹⁸ Garantie.

¹¹⁹ Protection suffisante.

commun de la vente. Il n'existe, contrairement au droit français, aucune condition spécifique pour la transmission des actifs dans le cadre d'une opération de titrisation. Le régime de droit commun américain étant déjà adapté, il ne fera pas l'objet de plus amples développements dans ce paragraphe.

116. Le droit français inadapté à la cession de créances d'une opération de titrisation.

– En revanche, les mécanismes disponibles pour la cession de créances en droit français s'adaptent mal à l'opération de titrisation pour plusieurs raisons exposées ci-après.

117. Une tâche administrative lourde. – Pour les transactions « communes », la cession

de créances de droit « commun » est sans doute très en vogue. Pourtant, l'opération de titrisation est tout sauf une transaction classique. Ainsi, certains aspects ancestraux de la cession de créances de droit commun sont complètement obsolètes et hors de propos. Effectivement, cette dernière se caractérise comme une convention dont les règles de validité sont définies aux articles 1689 à 1701 du Code civil français. L'incommodité provient des conditions d'opposabilité aux tiers de la cession notamment l'opposabilité aux débiteurs cédés et aux créanciers du cédant. En effet, l'article 1690 dispose que pour être opposable, la cession doit être signifiée à l'égard des tiers (par exemple, par un acte d'huissier) ou doit faire l'objet d'une acceptation par le débiteur dans un acte authentique. L'une ou l'autre de ces formes rend la cession opposable au débiteur cédé. Ainsi, la signification rend le cessionnaire seul créancier dudit débiteur. Pourtant, d'un point de vue purement administratif, ce formalisme est indigeste et ne s'adapte pas à un cessionnaire qui aurait une multitude de débiteurs comme c'est souvent le cas dans les opérations de titrisation¹²⁰.

118. L'inconvénient du coût de la cession. – Ensuite, il existe un deuxième type de

cession : celle de titres négociables tels que les lettres de change, les billets à ordre ou le chèque. Le droit cambiaire (ou droit des effets de commerces) présente des avantages indéniables pour le cessionnaire. Tout d'abord, il faut noter que ces effets comportent une clause à ordre qui indique qu'ils sont payables soit au créancier, soit à un tiers désigné par lui. Ensuite, selon le principe de solidarité du droit cambiaire,

¹²⁰ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Septembre 2010, n° 736 et suivants.

l'endosseur est garant de l'acceptation et du paiement de l'effet, ce qui octroie une sécurité à l'endossataire / cessionnaire conforme à la pratique des affaires. Enfin, le principe de l'inopposabilité des exceptions du droit cambiaire empêche le débiteur d'opposer à l'endossataire les exceptions qu'il tire de ses rapports personnels avec le tireur ou avec les porteurs antérieurs. Malgré ses nombreux avantages, c'est un mécanisme qui peut s'avérer très coûteux. Ainsi, pour la cession d'une multitude de créances comme dans une opération de titrisation, ce coût financier n'est pas du tout adapté.

119. **Des conditions de cession incompatibles avec la titrisation.** – Il existe un troisième type de cession dont la forme a inspiré celle de la titrisation. Il s'agit de la cession de créances professionnelles¹²¹, appelée cession Dailly prévue par la loi du 2 janvier 1981. Sa technique de transmission par bordereau sera retenue pour la titrisation car elle permet de céder une multitude de créances avec un seul acte. Néanmoins, la loi Dailly n'a pu s'appliquer à la titrisation car ses conditions étaient incompatibles. En effet, il fallait une cession de créances professionnelles et la transmission du bordereau à un établissement de crédit¹²².

120. **L'inadaptation des mécanismes existants avec l'opération de titrisation.** – En réalité, l'opération de titrisation repose sur la cession d'une pluralité de créances. Or, le droit commun imposerait d'informer chaque débiteur cédé pour lui rendre opposable ladite cession. Compte tenu du nombre de débiteurs, les mécanismes habituels de cession sont trop onéreux et complètement inadaptés. Ainsi, la signification au débiteur cédé *per se* est une opération lourde qui devrait pouvoir être évitée. Par ailleurs, dans une transaction de titrisation, les parties ne cherchent pas à « transférer la titularité des créances, mais leur valeur économique aux investisseurs, qui ne désirent pas entrer en relation avec les débiteurs. »¹²³. Par conséquent, la titrisation est une opération de cession d'actifs très spécifique qui nécessite un régime

¹²¹ Article L. 313-23 et suivant du Code monétaire et financier.

¹²² Article L. 313-26 du Code monétaire et financier : « *Le bordereau n'est transmissible qu'à un autre établissement de crédit ou une autre société de financement.* »

¹²³ Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété*, 2012, p. 286.

dérogatoire. C'est d'ailleurs sur les effets de la cession qu'est centrée la protection de l'isolement des actifs dans l'organisme de titrisation en droit français.

121. **Conclusion.** – En définitive, si les régimes de droit commun s'appliquaient à la titrisation, l'impact sur les investisseurs serait dramatique et la raison pour laquelle ils auraient investi ne serait plus. En effet, si les actifs financiers sont « rapatriés » dans le patrimoine du cédant en faillite, l'acheminement des flux financiers vers les porteurs de titres sera sujet à la suspension de *l'automatic stay* ou de la période suspecte, et sera reporté jusqu'à la réalisation du plan de réorganisation. Or, si la période suspensive s'applique, les investisseurs ne pourront pas exercer leurs recours contre le cédant ou l'organisme de titrisation en faillite. Par exemple, ils seront empêchés de changer de recouvreur dans le cas où ils auraient désigné le cédant pour accomplir cette tâche¹²⁴.
122. Puis, en droit américain, si le produit des actifs financiers est considéré comme une garantie en espèces, le droit de la faillite le rendra disponible pour rembourser les dépenses du cédant pendant la décision de faillite, à condition que l'organisme bénéficie d'une *adequate protection* par les clauses contractuelles. Finalement, si les actifs des investisseurs sont traités dans le plan de réorganisation du cédant, les termes contractuels économiques, tels que le taux d'intérêt ou la fin du remboursement, pourraient être modifiés. Il faut trouver d'autres alternatives...

¹²⁴ Pour des raisons de stabilité dans la pratique des affaires, le recouvreur, chargé de collecter les flux financiers générés par les actifs des débiteurs, est souvent le cédant. S'il est en faillite, cette tâche pourrait se heurter à certaines difficultés inhérentes à des revendications des actifs (par exemple : la confusion des patrimoines).

SECTION 2

LES SOLUTIONS CONVERGENTES DES DEUX DROITS DANS LA PERFECTION DU TRANSFERT D'ACTIFS

123. Le droit français comme le droit américain souhaitent remédier au risque inhérent à la contestation de la cession des actifs financiers. En d'autres termes, ils cherchent à isoler efficacement les actifs dans le patrimoine de l'organisme de titrisation. Ainsi, ils prévoient tous les deux, par des dispositifs relativement similaires, la recherche d'une vente parfaite, qui ne pourrait être remise en cause : la *true sale*. S'il faut impérativement que la transaction soit une vente parfaite (§1), c'est parce qu'elle octroie des effets extrêmement avantageux et protecteurs à l'égard des investisseurs : l'opposabilité *erga omnes* de la cession (§2).

§1

LA QUÊTE COMMUNE DE LA *TRUE SALE*

124. **Le concept de *true sale* en droit français¹²⁵.** – Le législateur français n'est pas complètement insensible au droit américain, ne serait-ce qu'inconsciemment. En effet, le *securities law* a eu des influences sur le droit de la titrisation en matière de transfert des actifs. Dans les deux régimes, se retrouvent les exigences relatives à la *true sale*. Si par *true sale*, il est entendu vente parfaite, alors le droit français comporte bien cette exigence¹²⁶. C'est l'analyse que font ces deux droits de cette notion commune qui diffère légèrement.
125. **Des critères d'analyse différents.** – La *true sale*, en droit américain, est souvent opposée au *secured financing*. Les cours vont effectivement utiliser le critère des prérogatives inhérentes à la propriété : elles regardent si le prétendu titulaire d'un droit exerce bien ses prérogatives. Cela se vérifie en titrisation où elles apprécient, par exemple, si le SPV doit restituer entièrement ou partiellement les actifs transférés. Si c'est le cas, c'est qu'il n'exerçait pas les prérogatives d'un propriétaire sur ces actifs et que l'opération est plutôt assimilable à un prêt du cédant au SPV. Il serait alors

¹²⁵ Hervé Touraine, Olivier Bernard, « La notion de *true sale* en droit français : enjeux, sens et problématiques », Revue trimestrielle de droit financier 2007, p. 97 et suivantes.

¹²⁶ Valerio Forti, La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété, 2012, n°458 et suivants.

logique que le SPV rende ces actifs. Le critère utilisé en droit français est articulé différemment : il faut analyser indépendamment le transfert de propriété et le transfert de risque. L'opération de titrisation se caractérise par un transfert de risque inhérent aux actifs. Sans lui, la transaction n'est pas une opération de titrisation.

126. **Un risque identique et un objectif commun.** – Dans les deux droits, il faut pallier au risque de contestation de la cession. Le cédant pourrait contester le prix pour lequel il cède ses actifs, le cessionnaire pourrait contester les actifs. Néanmoins, la menace la plus grande vient des créanciers du cédant : en cas de procédure collective du cédant, ils préféreraient voir les actifs cédés dans le patrimoine du cédant, grande serait alors la tentation de contester la cession. Ensuite, les créanciers du débiteur cédé pourraient également contester l'impossibilité de compenser leur créance avec la dette du débiteur qui a été cédée. Pour pallier à ce risque lié à la faillite, le droit américain et français ont un objectif commun majeur : la vente parfaite. Celle-ci se caractérise par le fait que le SPV et les investisseurs auraient un contrôle total sur les actifs. Il faut que ces deux entités assument l'intégralité des risques¹²⁷. Comment parfaire la cession de créances ?
127. **Parfaire la cession de créances.** – Pour constituer une *true sale*, il faut un régime efficace qui protège le transfert des actifs. Ainsi, il faut respecter certains critères de validité formelle et pratique dans les deux droits.
128. **Une cession de créances au formalisme allégé en France.** – En droit français, le législateur a opté pour un nouveau régime dérogatoire à la cession de droit commun pour la titrisation. Régime dérogatoire mais son formalisme peut sembler étrangement familier. Effectivement, le nouveau régime utilise un bordereau pour parfaire la transmission des créances. Néanmoins, il s'agit d'un bordereau qui diffère de celui de la loi Dailly : cette dernière n'autorisait pas la cession de créances autres que professionnelles et la transmission du bordereau à un organisme autre qu'un établissement de crédit. Ce n'était pas compatible avec l'opération de titrisation.

¹²⁷ Valerio Forti, La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété, 2012, n°458 et suivants.

129. Le législateur a donc opté, en 1988, pour un régime spécifique dérogatoire où la simple remise du bordereau permet de « sécuriser » la cession en la rendant effective et opposable aux tiers¹²⁸. L'article L. 214-169 IV alinéa 2 du Code monétaire et financier précise tout de même que la cession peut s'effectuer « *par tout autre mode d'acquisition ou de cession de droit français ou étranger* ». Néanmoins, le bordereau demeure le mode de cession de principe. Effectivement, un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 13 février 2007¹²⁹ a réaffirmé son importance¹³⁰. Ce régime vient s'ajouter au panel des autres régimes existant en matière de cession de créances. Enfin, la jurisprudence¹³¹ a admis l'application du retrait litigieux prévu à l'article 1699 du code civil. Il semble donc qu'excepté l'article 1690 du code civil, les autres règles de droit commun ont vocation à s'appliquer à la titrisation¹³².

130. **Les mentions du bordereau.** – Ensuite, le bordereau doit contenir des mentions énumérées par le législateur à l'article D. 224-227 du Code monétaire et financier qui témoignent de certains objectifs¹³³. Tout d'abord, le premier objectif est d'affirmer le

¹²⁸ Article L.214-169 IV alinéa 2 du Code monétaire et financier : « *L'acquisition ou la cession des créances s'effectue par la seule remise d'un bordereau dont les énonciations et le support sont fixés par décret, ou par tout autre mode d'acquisition ou de cession de droit français ou étranger. Elle prend effet entre les parties et devient opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise, quelle que soit la date de naissance, d'échéance ou d'exigibilité des créances, sans qu'il soit besoin d'autre formalité, et ce quelle que soit la loi applicable aux créances et la loi du pays de résidence des débiteurs.* »

¹²⁹ La Cour de cassation avait déclaré qu' « *en l'absence de production du bordereau de cession de créances au fonds commun de créances (...) la cession n'est pas opposable aux tiers* ». En l'occurrence, elle avait désapprouvé la décision de la Cour d'appel qui admettait que l'attestation notariée se substituait valablement à la production du bordereau

¹³⁰ Henri Hovasse, Nathalie Martial-Braz, *Fascicule 2260 : La Titrisation*, JurisClasseur, 3 avril 2013, p. 21 et suivantes.

¹³¹ Com. 15 avril 2008, *pourvoi n° 03-15.969*.

¹³² Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Septembre 2010, n° 739 et suivants.

¹³³ Article D. 214-227 du Code monétaire et financier : « *Le bordereau prévu au deuxième alinéa du IV de l'article L. 214-169 comporte les énonciations suivantes :*

1° La dénomination " acte de cession de créances " ;

2° La mention du fait que la cession est soumise aux dispositions des articles L. 214-169 à L. 214-175 ;

3° La désignation du cessionnaire ;

4° La désignation et l'individualisation des créances cédées ou les éléments susceptibles d'y pourvoir, par exemple l'indication du débiteur ou du type de débiteurs, des actes ou des types d'actes dont les créances sont ou seront issues, du lieu de paiement, du montant des créances ou de leur évaluation et, s'il y a lieu, de leur échéance.

Lorsque la transmission des créances cédées est effectuée par un procédé informatique permettant de

caractère de l'opération. Afin d'éviter toute confusion, le bordereau doit comporter la dénomination « acte de cession de créance » ainsi que la mention du fait que la cession est soumise aux dispositions des articles L. 214-169 à L. 214-175 du Code monétaire et financier. Le cessionnaire doit être également désigné. Ensuite, le deuxième objectif est de fournir des informations sur les créances : il faut pouvoir désigner et individualiser les créances cédées ou les éléments susceptibles d'y pourvoir tels que l'indication du débiteur, le lieu de paiement, le montant des créances ou de leur évaluation et, s'il y a lieu, de leur échéance. Lorsque la transmission des créances cédées est effectuée par un procédé informatique permettant de les identifier, le bordereau peut se borner à indiquer, outre les mentions évoquées précédemment, le moyen par lequel elles sont transmises, désignées et individualisées ainsi que l'évaluation de leur nombre et de leur montant global. Enfin, le troisième objectif poursuivi par le législateur est la clarification de la question du recouvrement qui doit être spécifiée dans le bordereau.

131. **La convention de cession complémentaire du bordereau.** – Bien que la cession de créances soit effectuée par la simple remise du bordereau, une convention de cession est également conclue entre le cédant et la société de gestion (dont le véhicule de titrisation se compose). Cette convention peut notamment prévoir au profit du cédant, une créance sur tout ou partie du boni de liquidation¹³⁴ éventuel de l'organisme de titrisation. Son objectif est de clarifier et d'accroître la transparence du système mis en place. Cette convention peut prévoir également les caractéristiques du portefeuille de créances acquis par l'organisme, les modalités de calcul du prix de la cession de créances, les critères d'éligibilité des créances, les garanties consenties par le cédant au bénéfice de l'organisme en cas de non-conformité d'une ou plusieurs créances

les identifier, le bordereau peut se borner à indiquer, outre les mentions prévues aux 1°, 2° et 3°, le moyen par lequel elles sont transmises, désignées et individualisées ainsi que l'évaluation de leur nombre et de leur montant global.

La cession emporte l'obligation pour le cédant ou toute entité chargée du recouvrement de procéder, à la demande du cessionnaire, à la conservation des créances dans les conditions définies à l'article D. 214-229, ainsi qu'à tout acte nécessaire à la conservation des sûretés, des garanties et des accessoires attachés à ces créances, à leur modification éventuelle, à leur mise en jeu, à leur mainlevée et à leur exécution forcée.

Le bordereau peut être établi, signé, conservé et transmis sous forme électronique. »

¹³⁴ Le boni de liquidation se définit par les bénéfices, non distribués au cours de la vie de l'organisme de titrisation, restant après qu'il ait été dissout.

avec ces critères, les modalités de notifications des débiteurs, la possibilité du rachat par le cédant des créances figurant à l'actif du fonds en cas de liquidation anticipée¹³⁵.

132. **Les exceptions à la cession par bordereau.** – L'ordonnance du 13 juin 2008 a prévu deux alternatives plus ou moins pertinentes à l'utilisation du bordereau. Tout d'abord, lorsque la créance cédée a la forme d'instruments financiers, la cession « s'effectue conformément aux règles applicables au transfert de ces instruments »¹³⁶. Ensuite, l'article L.214-169 IV alinéa 2 du Code monétaire et financier dispose que la cession de créance peut également s'opérer « *par tout autre mode de cession de droit français ou étranger* ». L'intention du législateur a été ici de faciliter les opérations internationales. Néanmoins, la rédaction de l'article prête à confusion : comment une cession de créances peut-elle s'effectuer par « la seule remise d'un bordereau » mais qu'il soit possible d'y procéder « par tout autre mode de cession de droit français ou étranger » ?¹³⁷

133. **L'absence de formalisme supplémentaire pour transférer les sûretés.** – La protection des investisseurs est davantage mise en exergue par l'absence complète de formalisme dans le transfert des sûretés : la cession en matière de titrisation entraîne de fait un transfert des sûretés couvrant les créances. La loi du 4 janvier 1993 affirmait déjà, par l'article L.214-43 du Code monétaire et financier, que « *la remise du bordereau entraîne de plein droit le transfert des sûretés garantissant chaque créance et son opposabilité aux tiers sans qu'il soit besoin d'autres formalités* ». De cet article, un débat a persisté sur le besoin de formalité pour la transmission des privilèges et hypothèques. En effet, avant 1993, la loi ne précisait pas « *sans qu'il soit besoin d'autres formalités* ». En association avec la lecture de l'article 2149 du Code civil¹³⁸, certains ont pensé qu'il fallait transposer cet article à la titrisation. Ainsi,

¹³⁵ Philippe Raimbourg et Martine Boizard, *Ingénierie financière, fiscale et juridique*, 2^{ème} édition, Dalloz Action, 2009, n° 42.471 et suivants.

¹³⁶ Article L. 214-43, al. 10 du Code monétaire et financier : « *Par dérogation à l'alinéa précédent, la cession de créances qui ont la forme d'instruments financiers s'effectue conformément aux règles applicables au transfert de ces instruments. Le cas échéant, l'organisme peut souscrire directement à l'émission de ces instruments.* »

¹³⁷ Alain Couret, Hervé Le Nabasque, *Droit financier*, 2012, n° 831.

¹³⁸ Article 2430 du Code civil (ancien article 2149) : « *Sont publiées par le conservateur, sous forme de mentions en marge des inscriptions existantes, les subrogations aux privilèges et hypothèques,*

selon eux, l'inscription des mentions en marge pour indiquer le transfert des sûretés était indispensable. D'autres ont limité leurs ardeurs à la simple inscription si et seulement s'il apparaissait nécessaire d'en informer les tiers¹³⁹.

134. Le transfert automatique de sûretés : une cession de créances simplifiée. –

Néanmoins, la nouvelle rédaction de la loi de 1993 n'a pas ôté tous les doutes. La question relative aux sûretés dont la réalisation se traduit par le transfert de la possession ou de la propriété du bien grevé fait débat car le FCT n'a pas la personnalité morale. Comment pourrait-il gérer ce bien en effectuant les actions propres à un titulaire de sûreté ? Le législateur, par la loi du 1^{er} août 2003 a entendu clore ce débat en affirmant, dans le nouvel article L. 214-169 IV alinéa 2 du Code monétaire et financier que « ... *La remise du bordereau entraîne de plein droit le transfert des sûretés, des garanties et des accessoires attachés à chaque créance, y compris les sûretés hypothécaires, et son opposabilité aux tiers sans qu'il soit besoin d'autre formalité* ». Ainsi, en plus de mettre en œuvre des modalités de cessions facilitées, le nouvel article exempte les sûretés, les garanties et les accessoires de toute formalité supplémentaire. Le transfert des sûretés réelles est donc exonéré du formalisme du droit commun des transferts de sûreté. Quant aux sûretés personnelles, il sera également possible de les invoquer en cas de titrisation : l'information de la caution ne sera pas nécessaire pour lui opposer la cession.

135. Par conséquent, le nouveau régime facilité de la cession de créances en matière de titrisation contribue à établir une protection efficace des investisseurs : la remise du bordereau suffit à transférer les créances. Le législateur est même allé plus loin en permettant le transfert automatique des sûretés réelles et personnelles. Cette protection du droit français se rapproche des critères du droit américain de la *true sale*. Il peut être affirmé que la vente en droit français doit également être parfaite pour opérer un transfert absolu des créances du cédant à l'organisme de titrisation.

mainlevées, réductions, cessions d'antériorité et transferts qui ont été consentis, prorogations de délais, changements de domicile et, d'une manière générale, toutes modifications, notamment dans la personne du créancier bénéficiaire de l'inscription, qui n'ont pas pour effet d'aggraver la situation du débiteur. »

¹³⁹ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Septembre 2010, p. 745 et suivants.

C'est un avantage incommensurable pour les investisseurs que les agences de notation apprécient dans leur évaluation des risques.

136. **Les critères de la *true sale* aux Etats-Unis** - En droit américain, si les critères relatifs à (1) l'encadrement du droit de recours du SPV contre le cédant si les actifs ne fournissent pas les fonds attendus, (2) l'extinction des droits du SPV dans les actifs par une dette du cédant sur le SPV dont les fonds proviennent d'une source tierce, (3) l'absence de conservation par le cédant d'un droit de bénéfices sur la propriété des actifs, (4) le langage utilisé par les parties dans les documents, (5) l'acquittement d'une dette du cédant à l'égard du SPV par la transmission des actifs, (6) le degré de contrôle post-cession sur les actifs retenu par le cédant et (7) le traitement comptable du transfert sur le bilan du cédant¹⁴⁰, sont respectés, la vente sera certainement une *true sale*. De plus, sur le plan comptable, le *Financial Accounting Standards Board*¹⁴¹ a établi des critères pour distinguer une *true sale* d'un *secured financing*¹⁴² : pour qu'il s'agisse d'une *true sale*, le cédant doit recevoir une contrepartie autre qu'un *beneficial interest* et il doit transférer le contrôle effectif sur les actifs cédés. Ces derniers doivent être séparés par rapport aux autres biens du cédant, y compris en cas de faillite de celui-ci ; enfin, le droit que le cessionnaire a de disposer des actifs cédés ne doit être soumis à aucune condition¹⁴³. Ainsi, le droit américain comporte des conditions de prérogatives de droit de propriété et de formalisme. Il cherche à rapprocher sa qualification le plus possible de la réalité. Le droit français, quant à lui, est plus procédurier : si les conditions formelles sont respectées, la cession est valide.

137. Le moyen de se protéger du risque de requalification de la vente en financement garanti est de réaliser une *true sale*. Schwarcz affirme que le transfert au SPV est destiné à séparer les actifs des risques associés avec le cédant. Pour cette raison, le cédant initiateur de l'opération structurera le transfert de telle manière qu'il constitue

¹⁴⁰ Patrick D. Dolan, *Securizations: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2, p. 2-21.

¹⁴¹ Le *Financial Accounting Standards Board* établit les normes en matière de comptabilité financière et de rédaction de bilan.

¹⁴² Valerio Forti, *La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété*, 2012, note n° 173.

¹⁴³ FASB 140 2001.

une *true sale*, c'est-à-dire une vente qui est suffisante en droit de la faillite pour retirer les actifs de la masse de la faillite du cédant¹⁴⁴. Ainsi, pour vérifier si une vente est parfaite, il faut procéder en plusieurs étapes¹⁴⁵ :

138. **La forme de la transaction.** – Dans un premier temps, il faut s'assurer que la forme de l'opération corresponde bien à une vente¹⁴⁶. En effet, dans l'hypothèse où le cédant aurait conclu un accord parallèle, une requalification pourrait arriver s'il assimile expressément l'opération de vente à un financement¹⁴⁷. Dans ce cas, le risque serait la requalification en financement garanti ce qui aurait pour conséquence un traitement de la transaction (sous le régime du droit de la faillite) comme un prêt au cédant par le SPV où les actifs serviraient de *collateral*. Le SPV pourrait se voir ordonner, par une *bankruptcy court*, de rendre les actifs au cédant défaillant et d'autoriser leur utilisation par lui. La cour vérifie quand même qu'il reste une *adequate protection* du SPV de son intérêt dans les actifs. Par conséquent, le transfert des actifs doit être absolu, il ne devrait pas être possible de revenir dessus si l'opération est correctement structurée.
139. **L'effet domino de la requalification.** – Si le transfert des actifs était requalifié en *secured financing*, les conséquences pourraient être désastreuses pour les investisseurs. Effectivement, si la cour découvre que le SPV ne peut opposer de sûreté sur les actifs transférés, elle pourrait lui ordonner de restituer ces actifs au cédant. Le SPV n'aurait alors aucune revendication à faire valoir et devrait partager ces actifs avec les autres créanciers non garantis du cédant. Par un effet domino, les investisseurs du SPV recevraient leurs parts d'actifs (recouvrées par le SPV dans le patrimoine du cédant défaillant) qui seraient certainement ridiculement basses. Il est donc vital d'éviter que le cédant recouvre les actifs cédés¹⁴⁸.

¹⁴⁴ Steven L. Schwarcz, Bruce A. Markell, Lissa L. Broome, *Securitization, Structured Finance and Capital Markets*, 2004, §1.03.

¹⁴⁵ John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, §8.03 p. 8-22 et suivantes.

¹⁴⁶ *Ibid.* Appendix 1.

¹⁴⁷ Ann Rutledge, Sylvain Raynes, *Elements of Structured Finance*, 2010, p. 20.

¹⁴⁸ Patrick D. Dolan, *Securitizations: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2 p. 2-21.

140. **Le critère de l'intention des parties.** – L'intention des parties est souvent le premier élément analysé par les cours pour déterminer la forme de l'opération¹⁴⁹. L'intention peut être entendue, au sens premier, comme l'intention expresse des parties, telle qu'elle est écrite par les parties dans les contrats. Néanmoins, il existe un deuxième sens beaucoup plus sournois pour les parties puisqu'il ne correspond pas forcément à ce qu'elles ont écrit ou voulu faire croire. Dans cette deuxième approche, seront davantage pris en compte les éléments objectifs constituant la substance de l'opération¹⁵⁰.
141. Les documents écrits de la transaction doivent clairement établir qu'il s'agit d'une vente. Les actifs doivent être transférés avec tous les intérêts afférents. Un prix doit être établi et reçu par le vendeur et surtout ne doit pas dépendre de la performance future des actifs. Cette cession ne doit pas être effectuée en tenant compte d'une dette à éteindre. De plus, pour les raisons qui ont été évoquées ci-dessus, les termes utilisés ne doivent pas refléter un prêt ou une garantie du cédant. La décision *Major Funding Corporation*¹⁵¹ illustre bien cette idée : la cour avait statué que la prétendue vente de participations dans des prêts hypothécaires n'était pas une *true sale*, soutenant que la publicité et la correspondance du prétendu vendeur faisaient état du terme de « garantie » aussi souvent que de la « vente » et la « propriété ».
142. Bien que l'intention écrite des parties ne soit pas toujours pris en compte par la cour, le cas *Cohen v. Army Moral Support Fund*¹⁵² démontre le contraire. La cour a consacré, en effet, les intentions des parties telles qu'elles les avaient exprimées dans leurs accords ainsi que des preuves extrinsèques de leurs intentions¹⁵³. Ainsi, elle n'a pas tenu d'analyse relative aux similitudes entre la transaction et un prêt ou une vente. En l'espèce, le *trustee* administrant la faillite faisait valoir que certaines opérations

¹⁴⁹ M. John Sterba, JR., *Legal Opinion Letters A Comprehensive Guide to Opinion Letter Practice*, §10.5, p. 10-27 et suivantes.

¹⁵⁰ John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, §8.03 p. 8-28 et suivantes.

¹⁵¹ *Ables v. Major Funding Corp. (Major Funding Corp.)*.

¹⁵² *Cohen v. Army Moral Support Fund (Bevill, Bresler & Schulman Asset Mgmt. Corp.)*, 67 B.R. 557 (D.N.J. 1986).

¹⁵³ Jason H.P. Kravitt, Mayer Brown LLP, *Securitization of Financial Assets, Second Edition*, Aspen Publishers 2011, §5.03 (C).

d'achat et de rachat auraient dû être traitées comme des prêts garantis et non comme des ventes. Néanmoins, la cour considère que l'intention des parties vue dans le contexte du marché entier dans lequel ces transactions ont lieu est le facteur pertinent pour qualifier la transaction de vente ou de prêt. De façon générale, la cour a déclaré qu'elle suivrait l'intention expresse des parties en absence de fraude, erreur ou de preuve évidente que l'intention des parties était différente¹⁵⁴.

143. Enfin, le regain d'intérêt pour l'intention expresse des parties est également réaffirmé par le législateur de l'Etat de Delaware dans son *Asset-Backed Securities Facilitation Act*. En effet, cet acte donne force à l'intention expresse des parties qu'il y ait ou non une vente. Ce n'est pourtant qu'une loi d'Etat et il est presque sûr qu'en présence de motifs impérieux, les *bankruptcy courts* essaieront de l'outrepasser en invoquant la primauté de la loi fédérale. Il faut également faire attention au champ d'application de la loi : il semble que le droit de Delaware s'applique aux cas où le cédant et le SPV sont organisés sous les lois de Delaware et où les documents de transactions précisent que le droit applicable est celui du Delaware.

144. **Le critère de la conservation par le cédant du bénéfice lié à la propriété des actifs.** – Afin de déterminer si une transaction est une *true sale*, il convient que le cédant ne retienne pas plus qu'un risque *de minimis* lié à la propriété des actifs. Pour déterminer cela, il convient d'apprécier si le cédant tire toujours profit de la propriété des actifs. Par exemple, si le SPV doit rendre compte au cédant de tout excédent reçu des actifs transférés au-delà du montant de la contrepartie fournie par le SPV au cédant pour ces actifs, il pourrait être déduit que le cédant a conservé un avantage relatif à la propriété des actifs et la vente ne serait pas une *true sale*¹⁵⁵. Ainsi, dans le cadre d'une titrisation, les avantages de la propriété devraient passer de façon inconditionnelle au SPV.

145. **Le critère du droit de recours du SPV contre le cédant.** – Ensuite, dans l'hypothèse où les actifs cédés ne génèreraient pas assez de fonds, il convient

¹⁵⁴ Patrick D. Dolan, *Securitized: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2, p. 2-24 et suivantes.

¹⁵⁵ *Contractors' Equipment Supply Co.*, 861 F.2d 241, 245 (9th Cir. 1988).

d'observer si le SPV a un droit de recours contre le cédant¹⁵⁶. Cela revient à apprécier si le risque de perte a bien été transféré du cédant au SPV. La *Bankruptcy Court* a été légèrement inconsistante sur cette question. Mis à part un cas de 1967¹⁵⁷, il semblerait, en effet, qu'elle considère que la possibilité pour le SPV de disposer de la totalité des recours contre le cédant n'est pas de nature à admettre une *true sale*. Effectivement, aucun des risques inhérents aux *true sales* ne seraient présent. Cependant, la *Bankruptcy Court* accepte qu'il y ait un certain degré de recours disponible au SPV contre le cédant. Dans une décision du *Federated Department Stores bankruptcy*¹⁵⁸, elle a en effet admis l'obligation de la part du cédant de racheter quelques actifs transférés dans le cas où certains engagements ou garanties seraient violés, sous réserve que l'étendue du recours n'excède pas des niveaux historiques de perte pour ces types d'actifs cédés.

146. **Le critère de l'extinction des droits sur les actifs transférés.** – Ensuite, il faut regarder si les droits du SPV sur les actifs transférés seraient éteints si une dette due par le cédant au SPV était payée avec les fonds provenant d'une autre source. En d'autres termes, dans l'hypothèse où le SPV voyait son intérêt dans les actifs transférés diminué par le paiement d'une partie tierce, il semblerait que cela s'apparente davantage à la satisfaction d'une dette accompagnée de la sortie de quelques actifs (voire tous) promis par le cédant au SPV en tant que *collateral* pour un prêt, plutôt qu'un transfert absolu d'actifs – ce que devrait être la *true sale*. Par conséquent, dans une opération de titrisation, si le SPV reçoit des fonds d'une source autre que les actifs cédés, il ne devrait pas y avoir de restitution au cédant de l'intérêt sur les actifs cédés. En effet, une telle hypothèse serait bien la preuve que les risques n'auraient pas été transférés du cédant au SPV lors de la vente.

147. **Le critère du degré de contrôle post-cession retenu par le cédant.** – Enfin, le degré de contrôle sur les actifs cédés retenu par le cédant après la cession est également à prendre en compte dans l'analyse de la *true sale*. Effectivement, si le cédant garde un intérêt ou un bénéfice sur les actifs après la cession, cela pourrait aller à l'encontre de

¹⁵⁶ John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, Appendix I.

¹⁵⁷ *A.B. Lewis Co. v. National Investment Corp.*, 421 S.W. 2d 723, 728 (Tex. Civ. App. 1967).

¹⁵⁸ *Matter of Federated Dep't Stores, Inc.* (Bankr. S.D. Ohio Nov. 21, 1990).

la qualification de *true sale*. Néanmoins, dans la titrisation, certaines activités ont plus de sens quand elles sont exercées par le cédant. Afin de garantir la bonne pratique et la stabilité des affaires, ce dernier sera mieux à même d'exercer les fonctions de *servicing* et de recouvrement des actifs pour le compte du SPV car il a été continuellement en contact avec ses anciens débiteurs avant la cession. Par ailleurs, le SPV n'a pas d'activité business au sens propre, il se contente de conserver les actifs dans sa structure. Ainsi, une cour¹⁵⁹ a reconnu que, sous réserve que l'accord de *servicing* entre le SPV et le cédant soit purement commercial et sans gestion financière similaire à un accord que pourrait passer le SPV avec un tiers, le *servicing* post-cession des actifs peut être effectué par le cédant. D'ailleurs, le *Bankruptcy Code* apporte son soutien à cette décision en faisant barrage au risque de *commingling* (ou risque de fusion) des actifs du SPV avec ceux du cédant dans le processus de recouvrement¹⁶⁰. Le SPV pourrait également confier cette tâche à un tiers mais c'est dénué de sens étant données les relations commerciales continues du cédant avec le débiteur cédé¹⁶¹.

§2

L'OBJECTIF COMMUN D'OPPOSABILITÉ DE LA TRANSMISSION DES ACTIFS FINANCIERS

148. **L'intérêt d'une *true sale* : l'objectif commun d'opposabilité de la transmission des actifs.** – En droit américain, comme en droit français, l'acquisition de la pleine propriété par la vente parfaite ne remplit qu'un seul objectif : amoindrir le risque de contestation de la cession en cas de faillite. Il faut donc que l'acquisition demeure en cas de procédure collective du cédant. La finalité commune des deux droits et l'effet recherché de la *true sale* sont donc l'opposabilité de la transmission des actifs à l'égard des parties (A) et à l'égard des tiers (B).

¹⁵⁹ *Fireman's Fund Insurance Cos. v. Grover (Woodson Co)*, (9th Cir. 1987).

¹⁶⁰ 11 U.S.C. §541(d) : « (d) Property in which the debtor holds, as of the commencement of the case, only legal title and not an equitable interest, such as a mortgage secured by real property, or an interest in such a mortgage, sold by the debtor but as to which the debtor retains legal title to service or supervise the servicing of such mortgage or interest, becomes property of the estate under subsection (a)(1) or (2) of this section only to the extent of the debtor's legal title to such property, but not to the extent of any equitable interest in such property that the debtor does not hold. »

¹⁶¹ Patrick D. Dolan, *Securitizations: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2, p. 2-20 et suivantes.

L'OPPOSABILITÉ DE LA CESSION À L'ÉGARD DES PARTIES

149. **Les effets de la cession à l'égard du cessionnaire.** – En droit français et en droit américain, l'organisme de titrisation paiera le prix des actifs financiers au cédant grâce à l'émission de titres. Cette action qui semble bénigne peut, en réalité, poser des difficultés en droit français. En effet, le FCT ne possédant pas la personnalité morale, il ne peut pas être titulaire des droits qui lui sont transférés par le cédant. En réalité, pour pallier à cela, la société de gestion – qui compose l'organisme de titrisation au même titre que l'établissement dépositaire – a pour fonction de représenter le FCT et peut se voir transférer ces droits pour le compte de l'organisme. Il faut noter que la société de gestion dispose d'un droit de recours contre le cédant en cas de vices affectant les créances (article L. 214-49-7 du Code monétaire et financier).
150. **Les effets de la cession à l'égard du cédant.** – En France¹⁶², deux obligations de la cession de droit commun persistent à l'égard du cédant : l'obligation de délivrance et l'obligation de garantie¹⁶³. Tout d'abord, le cédant a une obligation de délivrance envers le cessionnaire¹⁶⁴ : il doit remettre les titres à la société de gestion mais c'est la société dépositaire qui en est responsable. Ensuite, le cédant a également une obligation de garantie de droit commun¹⁶⁵ selon laquelle il doit « garantir l'existence au temps du transport, quoiqu'il soit fait sans garantie ». Ainsi, le cédant garantit l'existence des droits cédés au moment de la cession : cela signifie qu'il ne doit y avoir aucun obstacle à la transmission des créances au profit du cessionnaire. Le cédant devra éventuellement répondre des vices sur les créances, s'il y en a. Néanmoins, cette obligation de garantie est encadrée : le cédant n'est pas responsable de l'insolvabilité du débiteur ni de l'efficacité des sûretés sauf s'il s'y est engagé.

¹⁶² Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Septembre 2010, n° 748 et 749.

¹⁶³ Com. 15 avril 2008, *pourvoi n° 03-15.969*, relatif à l'application des autres règles de droit commun.

¹⁶⁴ Article 1689 du Code civil : « Dans le transport d'une créance, d'un droit ou d'une action sur un tiers, la délivrance s'opère entre le cédant et le cessionnaire par la remise du titre. »

¹⁶⁵ Article 1693 du Code civil : « Celui qui vend une créance ou autre droit incorporel doit en garantir l'existence au temps du transport, quoiqu'il soit fait sans garantie. »

151. Aux Etats-Unis¹⁶⁶, le cessionnaire, SPV, peut exercer un recours contre le cédant, selon ce que les parties prévoient. Ce recours doit être strictement encadré : un plein recours n'est pas de nature à faire admettre l'existence d'une *true sale*¹⁶⁷. Néanmoins, les professionnels s'accordent pour inclure un certain degré de recours du SPV contre le cédant dans la constitution de l'opération de titrisation. Ainsi, il peut y avoir une obligation de la part du cédant de racheter une partie des actifs cédés au cas où des déclarations ou des garanties déterminées sur les actifs auraient été violées. Cela peut s'effectuer à condition que l'étendue du recours n'excède pas des niveaux historiques de perte pour le type d'actifs transférés. Une cour, par la décision *Matter of Federated Dep't Stores*¹⁶⁸, avait décidé que malgré le recours limité de l'acheteur contre le vendeur, l'acheteur supportait les risques que les créances ne puissent pas être payées. Ainsi, comme en droit français, le cédant n'est pas garant de la solvabilité du débiteur cédé sauf s'il s'y engage.

B

L'OPPOSABILITÉ DE LA CESSION À L'ÉGARD DES TIERS

152. **L'opposabilité de la cession à l'égard des créanciers du cédant.** – Aux Etats-Unis et en France, il demeure un risque identique de contestation de la cession par les créanciers du cédant ou du cessionnaire. Tandis que les créanciers du cessionnaire sont généralement garantis par les mécanismes de rehaussement de crédit, ceux du cédant pourraient en revanche chercher à saisir les créances.

153. **Le risque de recouvrement des actifs en droit américain.** – Aux Etats-Unis, comme analysé précédemment¹⁶⁹, ce risque est celui inhérent au recouvrement des actifs dans le patrimoine du cédant défaillant. Pour l'éviter, il faut avoir une *true sale*, selon les critères prédéterminés. Il faut également que le transfert ne soit pas frauduleux entre les parties. Enfin, il faut surtout éviter la *substantive consolidation* en structurant les statuts et les actes du SPV de façon adéquate.

¹⁶⁶ Patrick D. Dolan, *Securitized: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2, p. 2-21 et suivantes.

¹⁶⁷ V. n° 145.

¹⁶⁸ *Matter of Federated Dep't Stores, Inc.* (Bankr. S.D. Ohio Nov. 21, 1990).

¹⁶⁹ V. n° 111 et suivants.

154. **La construction d'une structure adaptée aux critères prétoriens : les statuts du SPV.** – Afin de protéger l'organisme de titrisation contre le risque de *substantive consolidation*, il convient d'introduire dans les statuts du SPV certaines clauses invalidant les critères jurisprudentiels qui reconnaissent la *substantive consolidation*, par exemple : la séparation des actifs du SPV et du cédant, l'indépendance des activités des deux entités, la présence de bureaux dans des lieux différents, etc.
155. **La nécessité de compléter la protection octroyée par les statuts.** – Pourtant, les documents constitutifs du SPV, à eux seuls, ne suffisent pas à réduire le risque de *substantive consolidation* à néant. Il faut les compléter par des actes caractéristiques de la bonne volonté du SPV. D'une part, parce que celui qui ne sait pas ne peut être tenu pour responsable, il faut absolument informer les créanciers du cédant et les investisseurs des titres émis par le SPV de l'indépendance des actifs de ces deux entités et que ceux-ci ne serviront pas à combler le passif de l'autre. De cette façon, il sera coupé court aux éventuelles revendications des créanciers du cédant ou du SPV. D'autre part, le SPV doit se conformer à toutes ces bonnes intentions, se contenter de les écrire serait insuffisant : il faut une conformité très méticuleuse à ces exigences de conduite.
156. Une décision très célèbre *Buckhead America Corp*¹⁷⁰ illustre que les statuts seuls ne sont pas suffisants. En l'espèce, la cour a consolidé substantiellement un SPV avec un cédant alors que toutes les précautions formelles avaient été prises dans les documents constitutifs du SPV. En réalité, ces garde-fous n'avaient pas été observés par le SPV. Néanmoins, la *Bankruptcy court* avait fait des découvertes factuelles incompatibles avec la structure de la transaction : une utilisation commune des comptes bancaires, le paiement de toutes les dépenses des débiteurs à partir d'un seul compte-joint, des interactions enchevêtrées parmi les débiteurs qui causaient des coûts superflus, etc. Ainsi, les problèmes n'étaient en réalité pas tant liés à la structure *per se* mais plutôt à la conduite des parties après la mise en œuvre de la structure. Par ailleurs, la cour a établi que les créanciers s'appuyaient sur l'interaction entre le cédant et le SPV.

¹⁷⁰ *Buckhead America Corp.*, Nos. 91-978 to 91-986, (Bankr. Del. Sept. 27. 1999).

157. **Définition du transfert frauduleux.** – Ensuite, Il existe un risque que le cédant devienne défaillant à cause du transfert d’actifs au SPV¹⁷¹. Dans cette hypothèse, si le transfert a été effectué pour moins que l’équivalent de la valeur raisonnable des actifs, ces derniers pourraient être recouverts dans le patrimoine du cédant défaillant¹⁷².
158. Dans une opération de titrisation, pour protéger le SPV du transfert frauduleux, il faut s’assurer qu’il ait payé un prix adéquat pour les actifs. Si ce n’est pas le cas mais qu’il est de bonne foi, le SPV pourra conserver ses droits sur les actifs à hauteur du prix qu’il a payé. Ainsi, si le SPV paye \$1,000,000 des actifs dont la valeur de marché est \$2,000,000, et qu’il est de bonne foi, il peut être permis de conserver ses droits à hauteur de \$1,000,000 sur ces actifs. Néanmoins, ce n’est qu’une possibilité car il existe un risque que le transfert soit annulé à cause de son caractère frauduleux. Le cédant est tenu de faire apparaître dans les documents liés à la transaction certains renseignements sur sa solvabilité et sur la *consideration*¹⁷³ (ou contrepartie) adéquate qu’il souhaite recevoir pour les actifs transférés.
159. **L’opposabilité de la cession à l’égard des créanciers du cédant en France et aux Etats-Unis.** – En France¹⁷⁴, à la date de remise du bordereau, la cession devient opposable aux tiers. Néanmoins, une remise en cause de l’absolutisme de la protection française doit être envisagée si la cession intervient pendant la période suspecte fixée par le tribunal en cas de cessation de paiement du cédant : selon l’article L. 621-107 du Code de commerce, l’acte peut être susceptible d’être annulé. De plus, certains arrêts concernant des contrats à exécution successive de cession de créances futures avaient remis cause le recouvrement du paiement des créances

¹⁷¹ Patrick D. Dolan, *Securitizations: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2, p. 2-27 et suivantes ; V. aussi : Jason H.P. Kravitt, Mayer Brown LLP, *Securitization of Financial Assets, Second Edition*, Aspen Publishers 2011, p. 5-180 et suivantes.

¹⁷² La section 548 du *Bankruptcy Code* dispose qu’un transfert est frauduleux (A) s’il est fait avec l’intention de nuire aux créanciers, ou (B) (1) si les actifs sont transférés pour une valeur inférieure à leur équivalent raisonnable, et (2) du fait du transfert, le cédant est sous-capitalisé ou n’a pas assez d’actifs pour honorer ses dettes, ou est insolvable au moment où le transfert est fait, ou devient insolvable à cause du transfert.

¹⁷³ Contrepartie.

¹⁷⁴ Thierry Granier, Richard Routier, Paul Le Cannu. *Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation*, Septembre 2010, n° 750 et suivants.

échues pendant la période suspecte malgré l'antériorité de la cession¹⁷⁵. Néanmoins, le législateur est intervenu à deux reprises pour anéantir ce risque. Ainsi, la loi du 1^{er} août 2003 affirme que la cession est opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise, quelle que soit la date de naissance, d'échéance ou d'exigibilité des créances (article L. 214-43 alinéa 9 du Code monétaire et financier). Certains ont reproché à cette loi de ne pas se prononcer sur l'état de procédure collective du cédant. Ainsi, l'ordonnance de 2008 est intervenue et prévoit que nonobstant l'ouverture d'une procédure collective de droit français ou étranger à l'encontre du cédant postérieurement à la cession, cette cession conserve ses effets après le jugement d'ouverture.

160. Enfin, il reste néanmoins une faille à la protection des investisseurs : celle consistant pour un créancier du cédant à remettre en cause la cession en cas de fraude en application de l'article 1167 du Code civil. Ce dernier devra apporter la preuve qu'une collusion frauduleuse entre le cédant et l'organisme de titrisation (Société de gestion et société dépositaire) lui a portée préjudice. Aux Etats-Unis, en cas de transfert frauduleux, la cour s'est montrée assez souple concernant le recouvrement des actifs dans le patrimoine du cédant. Si le SPV est de bonne foi, ceux-ci peuvent être recouverts à hauteur du prix payé par le SPV : le SPV conserve donc une partie des actifs cédés.

161. **L'opposabilité de la cession aux débiteurs cédés.** – C'est l'effectivité même du droit du cessionnaire qui est en jeu dans l'opposabilité de la cession aux débiteurs cédés¹⁷⁶. En France, c'est à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise que la cession est opposable aux tiers. Le terme « tiers » inclut les débiteurs cédés (Article L. 214-43 du Code monétaire et financier). La notification de la cession au débiteur n'est pas nécessaire, néanmoins, elle pourrait sécuriser davantage l'opération. La seule exigence, à laquelle le législateur français n'a pas prévu de portée, est la signification du changement de recouvreur par lettre simple au débiteur cédé. En droit américain, la protection inhérente à l'opposabilité de la transaction est réglée par les exigences de la *true sale*. Enfin, le droit français prévoit également l'opposabilité de la cession de

¹⁷⁵ Com. 26 avril 2000, *pourvoi n° 97-10.415*.

¹⁷⁶ Sur le risque de défaillance des débiteurs cédés, v. l'affaire « Cœur de la Défense » (Com. 8 avril 2011, *pourvois n° 10-13.988, 10-13.989 et 10-13.990*).

créances détenues sur des débiteurs étrangers. En effet, la loi de 2003 prévoit que la cession est opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise « *sans qu'il soit besoin d'autres formalités, et ce quelle que soit la loi applicable aux créances et à la loi du pays de résidence des débiteurs* »¹⁷⁷.

162. **Conclusion.** – En définitive, les effets de la *true sale* protègent les investisseurs dans un droit comme dans l'autre. Toutefois, le droit français peut être considéré comme légèrement plus protecteur dans la mesure où il impose une obligation de garantie sur le cédant sans même que les parties l'aient prévue dans leur contrat. Cela correspond à l'image du droit français défenseur des parties faibles. Le droit américain, quant à lui, serait plus responsabilisant pour les parties : chaque individu est égal et donc parfaitement à même de construire ses propres moyens de défense. Pourtant, il faut atténuer ce propos : l'obligation de garantie du cédant en droit français n'a pas été créée spécifiquement pour la titrisation puisqu'elle est issue du droit commun. Ensuite, comme aux Etats-Unis, le cédant n'est pas garant de la solvabilité du débiteur. Enfin, le droit américain autorise, lui aussi, certains recours en garantie contre le cédant quand les parties les ont prévus.

¹⁷⁷ Article L. 214-43 du Code monétaire et financier.

CHAPITRE 3
L'INSTRUMENTALISATION DES RÉGIMES POUR UNE
FINALITÉ COMMUNE : LA PROTECTION DES
INVESTISSEURS

163. L'idée sous-jacente de la titrisation est d'attirer les investisseurs afin de pouvoir mettre en œuvre la transaction en bonne et due forme. Ainsi, les droits américain et français utilisent des approches opportunistes clientélistes afin d'aiguiser l'appétit de ces acteurs. Selon leurs prédispositions et identités respectives, les deux droits sont instrumentalisés dans un seul objectif : protéger à tout prix les investisseurs. A cette fin, tandis que le droit américain utilise différents subterfuges jurisprudentiels (Section 1), le droit français, quant à lui, octroie une protection quasi-infaillible créée de toutes pièces par le législateur dans le cadre du régime de la cession de créances (Section 2).

SECTION 1

LE TRAITEMENT OPPORTUNISTE DES INVESTISSEURS EN
DROIT AMÉRICAIN

164. Puisqu'il existe deux sortes de risques majeurs inhérents à la faillite, il convient de s'interroger sur l'application opportuniste de la protection des investisseurs dans les risques relatifs au recouvrement des actifs par le cédant insolvable (§1). Ensuite, malgré tous les garde-fous contre la faillite d'un SPV, il peut arriver, contre toute attente, que ses protections soient mises à mal car sa faillite bénéficierait aux investisseurs (§2).

§1

LA PROTECTION DES INVESTISSEURS CONTRE LE RISQUE DE
RECOUVREMENT DES ACTIFS PAR LE CÉDANT

165. Le recouvrement des actifs dans le patrimoine du cédant en faillite en droit américain est la conséquence du remède de la *substantive consolidation* ou de la requalification

de la *true sale*. Or, ces deux actions n'avantagent pas les investisseurs qui voient leurs actifs revenir dans le patrimoine du cédant en faillite. En pratique, les juridictions américaines n'octroient que dans de rares cas le remède de la *substantive consolidation*.

166. **La mise en échec de la *substantive consolidation*.** – La *substantive consolidation* est souvent mise en échec par le juge américain¹⁷⁸. Tout d'abord, dans la décision *Carter Hawley Hales*, la cour a eu l'occasion de se prononcer sur un cas de créances générées par les ventes de cartes de crédit transférées à plusieurs SPV. Le cédant avait demandé la faillite des SPV mais la Cour n'a pas remis en cause la *true sale* ni établi de *substantive consolidation*. Ensuite, dans la décision *Cityscape Financial Corp. v. Cityscape Corp.* où il s'agissait d'une vente de prêts hypothécaires à plusieurs SPV, aucune tentative de recouvrement ou de *substantive consolidation* des actifs des SPV pour les utiliser afin de payer les créances des créanciers de *Cityscape* n'a été effectuée.

167. D'autre part, il est un cas d'espèce, *Buckhead America Corp.*, où la cour a décidé de consolider un SPV avec son cédant. Un des arguments, non majeur certes, mais qui attire notre attention est l'acceptation de la consolidation par les investisseurs. La cour n'a pas protégé *per se* les porteurs d'ABS mais ne s'est, tout du moins, pas opposée à leur intérêt. Il s'agissait d'un cas où la cour a reconnu la consolidation du SPV avec le cédant alors que beaucoup de garde-fous avaient été élaborés – les statuts ainsi que les documents de transaction – mais n'avaient pas été respectés¹⁷⁹.

168. En l'espèce, *Days Inn* avait transféré des actifs composés de marques et de droits de franchise à des SPV. Le cédant et les SPV sont tombés en faillite et la cour a ordonné la *substantive consolidation* de leurs patrimoines. Néanmoins, il s'agit d'un cas où ce remède a été mérité : les comptes bancaires utilisés étaient mélangés, les deux débiteurs procédaient à des paiements depuis un même compte, leurs interactions étaient entremêlées et provoquaient des coûts indus, leur réorganisation provoquait des délais et des dépenses, les créanciers comptaient sur les débiteurs consolidés. Les

¹⁷⁸ Patrick D. Dolan, *Securitized: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2 p. 2-28 et suivantes.

¹⁷⁹ Ibid. Chapter 2 p. 2-20.

parties ne respectaient ni les statuts ni les documents de transaction. Ainsi, comme les créanciers s'appuyaient sur les interactions entre les SPV et Days Inn et que les investisseurs et les deux créanciers étaient finalement d'accord pour la *substantive consolidation*, la cour a considéré que les bénéfices de ce remède primaient largement sur le dommage minime qu'elle inflige.

169. En définitive, l'un des rares cas reconnaissant la *substantive consolidation* était en réalité un cas d'espèce dans lequel les investisseurs confortaient cette idée.
170. **La mise en échec de la requalification de la *true sale* en *secured financing*.** – La titrisation n'est menacée que dans une moindre mesure par l'argument de requalification de la *true sale*. En effet, la décision *re LTV Steel Co* dans laquelle la cour a confirmé que l'opération de titrisation était bien une *true sale* l'illustre très bien.
171. En l'espèce, l'entreprise initiatrice de l'opération de titrisation, *LTV Steel Company* (LTV) était en faillite. Dans ce cadre, elle a pu obtenir de la cour une mesure provisoire qui l'autorisait à utiliser les revenus générés par les créances qui avaient été cédées à des SPV, filiales de LTV. Afin de pouvoir recouvrer ces créances dans son patrimoine, LTV avait argué que le transfert de créances n'était pas une *true sale* mais plutôt un financement déguisé. En réalité, LTV avait besoin de ces créances pour maintenir son affaire et ne pas détruire des milliers d'emplois. Les SPV n'étaient pas en faillite et LTV n'avait point recherché le remède de la *substantive consolidation*.
172. Avant le procès déterminant la nature de la vente, un des investisseurs avait contesté la mesure provisoire qui autorisait LTV à bénéficier d'un intérêt résiduel dans le produit des créances. La cour a rejeté ses prétentions en considérant que cet intérêt était une base suffisante avant le procès. Finalement, les parties se sont entendues avant le procès pour autoriser LTV à rester en possession des créances en requalifiant en financement la transaction. La *Bankruptcy court* a, néanmoins, statué que cette opération de titrisation était une *true sale*¹⁸⁰.

¹⁸⁰ Patrick D. Dolan, *Securitizations: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series)*, 2014, Chapter 2 p. 2-30.

173. En réalité, plusieurs éléments démontrent que le risque de requalification de la *true sale* était presque nul. En effet, la cour n'a pas considéré que l'intérêt résiduel du cédant sur les créances cédées et le stock était de nature à réfuter la *true sale*. Ensuite, la question juridique était de savoir si la cour qui avait ordonné les mesures provisoires au bénéfice du cédant (LTV) était compétente. Pour ce faire, la cour n'a donc pas statué pour déterminer si la vente était une *true sale*, elle s'est dite compétente par le simple fait qu'il y avait une allégation sur un intérêt de la propriété. Puis, la cour a relevé que les allégations des parties pour réfuter la *true sale* étaient complètement fausses et non pertinentes pour requalifier la transaction. De plus, les SPV avaient prétendu que le risque économique associé à la vente des créances était supporté par le cédant. Ensuite, la cour a noté l'absence totale de fait réfutant la *true sale* des créances. Enfin, la cour n'a même pas émis d'opinion juridique par rapport aux arguments contredisant la présence d'une *true sale*¹⁸¹.

174. En définitive, cette décision supporte l'argument de la stabilité des opérations de titrisation qui ont peu de chance d'être menacées par la requalification de la *true sale* si les parties prennent toutes les précautions nécessaires et entendent effectuer des opérations de titrisation, comme c'était le cas en l'espèce.

§2

LE CAS DE FAILLITE VOLONTAIRE DE L'ORGANISME DE TITRISATION DANS L'INTÉRÊT DES INVESTISSEURS

175. **L'efficacité apparente des protections matérielles contre la faillite.** – En théorie, beaucoup de choses peuvent être dites dans les statuts. Il est important, néanmoins, de ne pas négliger le sens pratique des clauses de ce document. Les statuts du SPV peuvent-ils empêcher sa propre faillite? Comme souvent exprimé par beaucoup d'auteurs américains, si le SPV est *bankruptcy remote*, il n'est pas *bankruptcy proof*. En d'autres termes, les statuts peuvent amoindrir, limiter, autant que faire se peut, les risques de faillite du SPV mais ils ne peuvent pas les empêcher complètement. Le cas

¹⁸¹ John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, p. 8-133 et suivantes.

*Kingston Square Associates*¹⁸² en est l'illustration parfaite. Dans cette décision, une cour avait rejeté la demande d'un prêteur en retrait des requêtes involontaires de mise en faillite déposées contre des SPV, alors qu'il était avéré que ce dépôt avait été orchestré par les créanciers non garantis des SPV.

176. En l'espèce, un propriétaire avait vendu plusieurs propriétés à des SPV. Pour ce faire, les SPV avaient contracté plusieurs emprunts en utilisant leurs acquisitions comme garanties. Comme les SPV étaient devenus insolubles et ne pouvaient plus rembourser leurs emprunts, les prêteurs ont souhaité saisir les propriétés hypothéquées.
177. ***Bankruptcy remote...*** – En outre, les statuts des SPV comportaient des clauses de *bankruptcy remoteness* qui rendaient les demandes en faillite impossibles. En effet, elles soumettaient la faillite des SPV au consentement unanime de trois administrateurs dont un qui était nommé par le prêteur au début des emprunts. De plus, les clauses du SPV exigeaient le consentement unanime des membres du conseil d'administration et des actionnaires de tous les SPV pour pouvoir déposer des demandes involontaires de mise en faillite. Il était donc impossible de procéder à la mise en faillite par la voie statutaire.
178. ***But not bankruptcy proof!*** – Les investisseurs des SPV qui n'avaient pas intérêt à ce que les prêteurs saisissent les propriétés ont alors fait appel à un cabinet d'avocats pour solliciter des créanciers des SPV pour déposer une requête involontaire de mise en faillite. De cette façon, les investisseurs et créanciers des SPV seraient protégés par le droit de la faillite contre les tentatives de saisies des prêteurs. Après plusieurs difficultés, ils réussissent finalement à rassembler suffisamment de créanciers pour demander la faillite des SPV.
179. **La nécessité de préserver les actifs des SPV.** – Devant la *bankruptcy court*, les prêteurs ont alors demandé le retrait des demandes de mise en faillite en arguant qu'il y avait eu une collusion frauduleuse. La Cour a rejeté l'argument des prêteurs en considérant que la mise en faillite avait été effectivement orchestrée mais qu'elle

¹⁸² V. Jason H.P. Kravitt, *Securitization of Financial Assets, Second Edition*, Aspen Publishers 2011, Chapter 5, §5.02, D, 2, b. pour une analyse détaillée de ce cas.

l'avait été dans l'unique but de faire face à la saisie des propriétés et de préserver le patrimoine des SPV et de ses créanciers.

180. De plus, la cour a relevé que les administrateurs internes et indépendants ont failli à leur devoir fiduciaire envers les créanciers des SPV. Ainsi, malgré les restrictions contre la mise en faillite des SPV et malgré l'exigence de consentement unanime du conseil d'administration, les administrateurs peuvent être tenus de voter la faillite du SPV dans le cadre de leur devoir fiduciaire. En l'espèce, la cour avait retenu que le directeur indépendant nommé par les prêteurs n'avait jamais revu aucun document des SPV et que les autres directeurs ne s'étaient pas rassemblés pour décider ou non de la faillite du SPV.
181. En définitive, cette décision met en lumière que malgré les protections contre le droit de la faillite, il peut être de l'intérêt des investisseurs de demander la faillite du SPV pour préserver son patrimoine. Dans ce cas précis, la cour a mis en balance l'intérêt des investisseurs avec celui des prêteurs : il semble que celui des investisseurs ait trouvé grâce à ses yeux.
182. Par conséquent, dans les opérations de titrisation, les cours privilégient l'intérêt des investisseurs malgré la sinuosité des chemins juridiques pour y arriver. En effet, elles sont prêtes à renier les protections statutaires élaborées par les parties contre le droit de la faillite face à l'impératif supérieur du devoir fiduciaire dans l'intérêt des créanciers du SPV et indirectement des investisseurs. Néanmoins, il faut rester tempéré car la cour émettait des arguments tangibles pour les défendre.

SECTION 2

UNE PROTECTION QUASI-INFAILLIBLE DES INVESTISSEURS EN DROIT FRANÇAIS

183. La protection des investisseurs en droit français est reconnue indirectement contrairement au droit américain. Elle passe par l'opposabilité de la cession à l'égard des parties (§1) et à l'égard des tiers (§2).

§1

LA CONSERVATION INTÉRESSÉE DE CERTAINS EFFETS DE LA CESSION DE CRÉANCES DE DROIT COMMUN

184. Malgré l'instauration d'un régime dérogatoire pour la cession de créances en matière de titrisation, le législateur français a conservé outrageusement certains avantages de la cession de créances de droit commun pour le plus grand bonheur des investisseurs. Effectivement, comme analysées précédemment, deux obligations tirées du droit commun de la cession de créances persistent à l'égard du cédant : l'obligation de délivrance et l'obligation de garantie¹⁸³.

185. Par l'obligation de délivrance¹⁸⁴, le cédant doit remettre le titre à la société de gestion de l'organisme de titrisation. La société dépositaire est responsable de ces titres. Par son obligation de garantie¹⁸⁵, le cédant se porte garant de l'existence du droit cédé au moment de la cession. Il ne doit donc y avoir aucun obstacle à la transmission des créances au profit du cessionnaire. De plus, le cédant devra éventuellement répondre des vices sur les créances, s'il y en a.

¹⁸³ V. n° 150.

¹⁸⁴ Article 1689 du Code civil : « Dans le transport d'une créance, d'un droit ou d'une action sur un tiers, la délivrance s'opère entre le cédant et le cessionnaire par la remise du titre. »

¹⁸⁵ Article 1693 du Code civil : « Celui qui vend une créance ou autre droit incorporel doit en garantir l'existence au temps du transport, quoiqu'il soit fait sans garantie. »

§2

LA PROTECTION ARTIFICIELLE QUASI-ABSOLUE DES INVESTISSEURS

186. **La protection des investisseurs contre les créanciers du cédant.** – Le droit français garantit de façon presque absolue la protection des investisseurs par l’opposabilité de la cession au tiers. Effectivement, la remise du bordereau suffit à parfaire la cession et à la rendre opposable aux tiers à la date apposée dessus. Le législateur ne s’est pas arrêté en si bon chemin puisque, suite aux doutes émis quant à la validité de la cession intervenue pendant la période suspecte du cédant, il a créé un régime dérogatoire pour anéantir ce risque lié à la faillite du cédant.
187. En effet, par la loi du 1^{er} août 2003, il affirme que la cession est opposable aux tiers à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise quelque soit la date de naissance, d’échéance ou d’exigibilité des créances¹⁸⁶. Puis, il est allé encore plus loin, par l’ordonnance de 2008, en écartant l’application du droit de la faillite français ou étranger : nonobstant l’ouverture d’une procédure collective de droit français ou étranger à l’encontre du cédant postérieurement à la cession, cette cession conserve ses effets après le jugement d’ouverture.
188. La seule faille qui pourrait porter atteinte à la protection des investisseurs est le cas de collusion frauduleuse entre le cédant et l’organisme de titrisation¹⁸⁷. Si un créancier du cédant a subi un préjudice du fait de cette collusion, il pourra obtenir la nullité de la cession de créances. De façon similaire, le droit américain constate d’abord si le SPV est de bonne foi. Si ce n’est pas le cas, les actifs seront recouvrés dans le patrimoine du cédant. En revanche, s’il est de bonne foi, les actifs seront recouvrés à hauteur de la différence du prix de marché avec le prix payé.
189. **La protection des investisseurs contre les débiteurs cédés.** – A nouveau, c’est à la date apposée sur le bordereau lors de sa remise que la cession est opposable aux tiers.

¹⁸⁶ Article L. 214-43 alinéa 9 du Code monétaire et financier.

¹⁸⁷ Article 1167 alinéa 1^{er} du Code civil : « *Ils peuvent aussi, en leur nom personnel, attaquer les actes faits par leur débiteur en fraude de leurs droits.* »

Le terme « tiers » incluant débiteurs cédés¹⁸⁸, ceux-ci se voient tout naturellement opposer la cession par l'organisme de titrisation pour le bénéfice des investisseurs. Un léger doute existe quant à la notification de la cession : elle n'est pas nécessaire pour rendre la cession opposable mais entérinerait certainement la protection contre les débiteurs cédés. En pratique, étant donné le nombre de créances cédées par titrisation, cela semble compromis.

190. **Conclusion.** – Le transfert d'actifs financiers dans l'opération de titrisation crée de nombreux défis juridiques pour les parties et les législateurs. L'immunité de la cession d'actifs contre le risque de faillite du cédant consiste à éviter tout recouvrement des actifs dans le patrimoine du cédant que ce soit par *substantive consolidation*, requalification de la *true sale* en *secured financing* ou par un transfert frauduleux. Aux Etats-Unis, cette protection est sous la responsabilité des parties qui la construisent par les statuts de l'organisme de titrisation, leurs contrats, et leurs pratiques. En France, c'est le législateur français qui a construit une protection artificielle mais très efficace articulée autour du formalisme de la cession de créances. Ensuite, la constitution d'une entité *bankruptcy remote* suit un schéma similaire dans les deux droits respectifs : objet de la construction des parties en droit américain, œuvre du législateur en France. Néanmoins, s'il est fait abstraction de l'origine des protections, il peut être perçu une volonté commune des deux droits qui cherchent tous les deux à parfaire le transfert d'actifs financiers pour obtenir une opposabilité *erga omnes*. Par ces protections contre les faillites du cédant ou de l'organisme de titrisation, les deux législateurs suivent un même objectif opportuniste : la défense des investisseurs. Dans quelle mesure les nouveaux défis juridiques de la titrisation promeuvent-ils cette protection ?

¹⁸⁸ Article L. 214-43 du Code monétaire et financier.

PARTIE 2
LES NOUVEAUX DÉFIS JURIDIQUES DE LA
RESPONSABILISATION DES PARTIES DE L'OPÉRATION
DE TITRISATION AUX ETATS-UNIS ET EN EUROPE

191. La crise financière mondiale des *subprimes* est la date charnière qui ponctue la période du *laissez-faire* ultra libéral et marque le commencement d'une nouvelle ère pour la titrisation. En effet, depuis 2007, les législateurs européens et américains ont criblé le paysage juridique financier de réglementations. Les nouveaux défis juridiques soulevés sont en effet très larges. Ils englobent la transparence dans l'opération de titrisation, le règlement des conflits d'intérêt, la rétention de risque, les devoirs d'information, les exigences de fonds propres, la mise en œuvre de Bâle III, le *Jumpstart Our Business Startups act* d'Obama, le *high frequency trading*¹⁸⁹, etc. La titrisation n'a pas fini de faire parler d'elle.
192. Les droits américains et européens tentent de remédier à cette crise mondiale en fonction de ceux qu'ils tiennent pour responsables de leurs déboires. Débute alors une véritable *witch hunt*¹⁹⁰ contre ceux qui lancent les opérations de titrisation et ceux qui notent les actifs titrisés. Tout naturellement, cette partie sera alors exclusivement consacrée à l'étude des défis juridiques relatifs à la responsabilisation des acteurs de la titrisation. D'emblée, il faut noter que le terme « responsabilisation » diffère de « responsabilité ». En effet, il signifie « rendre une entité consciente de ses responsabilités ». D'un point de vue juridique, cela peut passer par l'engagement de la responsabilité civile mais ce n'est qu'une possibilité parmi d'autres. Ainsi, le sens de « responsabilisation » est plus large que « responsabilité ».
193. Dans l'évolution des défis juridiques, des nuances relatives à l'objectif sous-jacent de la titrisation sont à noter. En effet, si les droits n'oublient pas que la titrisation doit susciter l'attrait des investisseurs, cet engouement ne doit plus être inconsideré. Ainsi,

¹⁸⁹ V. à ce sujet le livre très controversé : Michael Lewis, *Flash boys*, W. W. Norton & Company, 31 Mars 2014.

¹⁹⁰ Chasse aux sorcières.

les réglementations européennes et américaines relatives aux responsabilisations des initiateurs de l'opération de titrisation (Chapitre 1) et des agences de notation (Chapitre 2) démontrent le passage progressif d'un objectif de protection des investisseurs à un objectif de responsabilisation des investisseurs.

CHAPITRE 1
SKIN IN THE GAME : LA RESPONSABILISATION DE
L'INITIATEUR DE LA TITRISATION

194. « *To have or not to have skin in the game: that is the question* ». La célèbre citation de William Shakespeare dans *Hamlet* peut être transposée à la titrisation pour illustrer le débat sur le transfert de risque dans les transactions : retenir ou ne pas retenir le risque, telle est la question. Ainsi, il convient d'analyser la célèbre expression « *Skin in the game* ». *Skin* est une synecdoque pour désigner un être, une entité. *Game* représente l'investissement d'une autre entité. L'application de l'idiome à ce mémoire permet d'affirmer que les investisseurs dans une opération de titrisation seront plus à l'aise, ou plutôt « mieux dans leur peau », s'ils savent que l'initiateur de la transaction est personnellement investi également, c'est-à-dire qu'il partage un risque et a l'intention de partager des bénéfices¹⁹¹.
195. La crise des *subprimes* donne des raisons solides pour les droits de réformer le marché de la titrisation. Ainsi, les législateurs américains et européens ont cherché des solutions à un risque particulièrement accentué par la crise : celui de la divergence des intérêts entre les parties d'une opération de titrisation et plus généralement entre les participants du marché. Les deux législateurs se sont alors tournés vers un domaine relativement peu affecté par le droit : la rétention de risque dans l'opération de titrisation.
196. Dans l'Union Européenne, la rétention de risque a d'abord été réglementée par l'Article 122 bis de la directive 2006/48/CE du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice. Pour mettre en application cet article, le comité européen des contrôleurs bancaires a publié des lignes directrices en décembre 2010 suivies d'un document de questions-réponses de l'Autorité Bancaire Européenne en septembre 2011. Ce sont désormais le règlement délégué (UE) n° 625/2014 de la Commission du 13 mars 2014, transposant les normes techniques de

¹⁹¹ William Safire, « Skin in the game », dans *The New York Times*, 17 septembre 2006.

réglementation précisant les exigences pour les investisseurs, sponsors, prêteurs initiaux et initiateurs eu égard à l'exposition au risque de crédit transféré, et le règlement (UE) n° 575/2013 (depuis le 1^{er} janvier 2014) du Parlement européen et du Conseil qui régissent les règles de rétention de risque en Europe.

197. Pour la première fois aux Etats-Unis, les législations présentées par le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (ci-après « *Dodd-Frank Act* »)¹⁹² et par les nouvelles règles de la *Federal Deposit Insurance Corporation* (ci-après « *FDIC* ») allaient réguler en substance les opérations de titrisation et notamment la rétention de risque¹⁹³. Ainsi, selon l'opinion générale, la difficulté majeure venant de la crise des *subprimes* était le manque de considération et d'exposition économiques par les initiateurs et les sponsors dans leurs transactions de titrisation. Le *Dodd-Frank Act*, image juridique de ces revendications, a chargé plusieurs agences – l'*Office of the Comptroller of the Currency*, le *Board of Governors of the Federal System*, la *Federal Deposit Insurance Corporation*, la *Securities and Exchange Commission*, la *Federal Housing Financing Agency*, et le *Department of Housing and Urban Development*. – d'écrire les nouvelles règles de rétention de risque qui devaient (1) exiger que l'initiateur d'une opération de titrisation retienne au moins cinq pourcent du risque de crédit de tout actif qu'il, par l'émission d'ABS, transfère, vend ou cède à une partie tierce et (2) interdire l'initiateur de se couvrir ou de transférer le risque de crédit qu'il lui est demandé de retenir en conformité avec la Section 15G et les règles de mise en œuvre des agences¹⁹⁴. Les règles furent établies en mars 2011 et s'opposèrent à une vague de critiques concernant le manque de remède et de flexibilité. Ainsi, les agences ont pris l'initiative inhabituelle de reposer des règles le 28 août 2013 (ci-après « *revised proposed retention risk rule* »).

198. Par conséquent, bien que poursuivant le même objectif, les approches utilisées par les Etats-Unis et par l'Europe sont différentes. Le droit européen se focalise davantage

¹⁹² Hester Peirce, James Broughel, *Dodd-Frank : What It Does and Why It's Flawed*, 2013, p. 103 et suivantes.

¹⁹³ John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, p. 1-3 et suivantes.

¹⁹⁴ 15 U.S.C. 78o-11(b), (c)(1)(A) and (c)(1)(B)(ii).

sur les institutions de crédit qui agissent en tant qu'investisseurs dans les opérations de titrisation. Le droit américain, quant à lui, se concentre sur le sponsor.

199. La raison de ces deux approches est très pragmatique. En Europe, les institutions financières investissaient dans des ABS émis par des entités américaines et s'exposaient donc directement ou indirectement aux risques de la crise des *subprimes*. L'inconvénient de ce schéma, pour le législateur européen, est qu'il lui était impossible d'imposer des règles aux initiateurs américains des opérations. Il a fallu trouver un stratagème pour indirectement toucher les initiateurs des opérations de titrisation aux Etats-Unis. Pour ce faire, il tente de responsabiliser ses investisseurs en s'assurant qu'ils disposent d'informations suffisantes et qu'ils les comprennent. Effectivement, les initiateurs des transactions de titrisation ne se préoccupent pas du devenir des actifs sous-jacents puisqu'ils s'en débarrassent. L'objectif d'avoir « *skin in the game* » est donc d'« *aligner les intérêts entre les parties qui respectivement transfèrent et assument le risque de crédit des expositions titrisées* »¹⁹⁵.
200. Aux Etats-Unis, comme la crise des *subprimes* l'a illustré, les établissements de crédit initiateurs se moquaient éperdument de la qualité de leurs créances¹⁹⁶ : ils se contentaient de regrouper leurs prêts pour les titriser et ainsi transférer le risque aux investisseurs. Une autre raison rendait les banques encore plus indifférentes aux créances : les investisseurs étaient supposés pouvoir estimer eux-mêmes et par les notations des agences la qualité des titres qu'ils achetaient. Par conséquent, le législateur américain s'est focalisé sur les initiateurs en leur demandant de retenir un risque minimum dans l'opération et en élargissant leur devoir d'information vis-à-vis des investisseurs.
201. Par conséquent, en utilisant des approches très différentes, le *Dodd-Frank Act* et le règlement (UE) n° 575/2013 sont protecteurs des investisseurs et atteignent relativement bien leur objectif de « *skin in the game* » en responsabilisant les initiateurs des opérations de titrisation (Section 1). Pourtant les deux règles de

¹⁹⁵ Considérant n° 1 du règlement délégué (UE) n° 625/2014 de la Commission du 13 mars 2014 complétant le règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences pour les investisseurs, sponsors, prêteurs initiaux et établissements initiaux eu égard à l'exposition au risque de crédit transféré.

¹⁹⁶ David Ramos Muñoz, *The Law of Transnational Securitization*, Oxford, 2010, n° 1.47 et suivants.

rétenion de risque souffrent de difficultés de mise en œuvre. Effectivement, beaucoup sont assujettis aux deux lois, ce qui présente des coûts de conformité importants dont les parties se passeraient bien. Par exemple, il arrive souvent que les initiateurs de titrisation aux Etats-Unis soient des filiales des banques européennes. De plus, certains investisseurs européens risquent de ne pas pouvoir acheter certains titres exemptés de la règle de rétenion de risque par le droit américain... L'harmonisation des deux droits est nécessaire (Section 2). Simultanément, il convient de se demander si ces nouvelles réglementations prises individuellement continuent à promouvoir l'intérêt des investisseurs et si l'application cumulative du *Dodd-Frank Act* et du règlement (UE) n° 575/2013 est propice à cet intérêt.

SECTION 1

APPROCHES DIVERGENTES, MAINTIEN D'UN OBJECTIF COMMUN

202. **Introduction.** – Les approches européennes et américaines sont fondamentalement différentes mais poursuivent un objectif commun : responsabiliser les initiateurs de l'opération de titrisation en rétablissant l'intérêt qu'ils doivent avoir dans les opérations de titrisation. Effectivement, l'article 405 du règlement (UE) n° 575/2013 procède en limitant le champ d'application des potentiels investisseurs quand ses conditions ne sont pas remplies¹⁹⁷. Ainsi, cet article n'empêche pas l'opération de titrisation non conforme de se dérouler tant qu'elle n'implique pas les porteurs de titre visés. A l'inverse, le droit américain réglemente l'opération de titrisation en amont et impose la conformité des sponsors à la règle de rétenion de risque quelque soit le type d'investisseurs. Par conséquent, le législateur européen se sert des investisseurs comme d'un *check-and-balances* au pouvoir des initiateurs. Il cherche à les responsabiliser en les érigeant eux-mêmes comme régulateurs. Cependant, une telle approche permet-elle vraiment de responsabiliser les initiateurs ? C'est certainement le cas indirectement. Cependant, en légiférant en aval, le législateur européen n'englobe pas toutes les opérations de titrisation. Certaines d'entre elles ne

¹⁹⁷ Article 405 (1) du Règlement n° 575/2013 : « *Un établissement n'agissant pas en qualité d'initiateur, de sponsor ou de prêteur initial n'est autorisé à s'exposer au risque de crédit d'une position de titrisation incluse dans son portefeuille de négociation ou en dehors de celui-ci que si l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial a communiqué expressément à l'établissement qu'il retiendrait en permanence un intérêt économique net significatif qui, en tout cas, ne sera pas inférieur à 5%.* »

respecteront donc pas la règle de rétention de risque. De plus, comme l'article 405 du règlement ne s'applique qu'à certains investisseurs, les autres pourraient acheter des titres où l'initiateur ne retiendrait aucun risque... Le droit américain, en légiférant en amont, garde la mainmise sur les transactions : il sait que si l'opération remplit ses critères, l'initiateur aura évidemment retenu 5% de risque. Cette approche a le mérite d'être beaucoup plus protectrice des investisseurs car ceux-ci n'ont pas à faire d'effort pour s'assurer que la transaction est conforme à la règle de rétention de risque. Elle est certainement moins responsabilisante mais ne fait pas obstacle à l'investissement.

203. **Définitions divergentes de l'opération de titrisation.** – Les législateurs européen et américain ne définissent pas la titrisation de la même manière. Effectivement, l'article 4 (1) (61) du règlement n° 575/2013 définit la « *titrisation* » comme « *une opération par laquelle, ou un dispositif par lequel, le risque de crédit associé à une exposition ou à un ensemble d'expositions est subdivisé en tranches, et qui présente les deux caractéristiques suivantes : a) les paiements effectués dans le cadre de l'opération ou du dispositif dépendent de la performance de l'exposition ou de l'ensemble d'expositions ; b) la subordination des tranches détermine la répartition des pertes pendant la durée de l'opération ou du dispositif.* » Ainsi, l'émission de titres ne semble pas constituer un critère pour qu'une opération soit une transaction de titrisation. Par exemple, un organisme de titrisation qui possède des actifs financés par un prêt bancaire tomberait dans la définition européenne, même s'il n'émet pas de titres pour financer ces actifs. De plus, la titrisation, au sens du droit européen, doit impliquer une « *subordination des tranches* ». En effet, un organisme de titrisation seulement financé par des titres d'une seule tranche ne pourrait pas constituer d'opération de titrisation¹⁹⁸.

204. Ensuite, en droit américain, la définition de « *securitization transaction* » retenue par la *revised proposed risk retention rule* est « *a transaction involving the offer and sale of asset-backed securities by an issuing entity* »¹⁹⁹. Ainsi, une opération n'incluant pas l'émission d'ABS n'est pas concernée par la règle de rétention de risque. Par exemple, la titrisation synthétique est en dehors du domaine de la loi. De plus,

¹⁹⁸ George Gooderham, « More than words », dans *IFLR*, Novembre 2013, p. 35 et suivantes.

¹⁹⁹ Revised proposed risk retention rule, p. 402.

contrairement au droit européen, les tranches ne sont pas exigées. Un SPV financé par une seule tranche d'ABS pourrait être compris dans le champ d'application de la loi américaine.

205. Ensuite, le *Dodd-Frank Act* fournit une définition assez large d' « *Asset-backed securities* » : « *a fixed-income or other security collateralized by any type of self-liquidating financial asset (including a loan, a lease, a mortgage, or a secured or unsecured receivable) that allows the holder of the security to receive payments that depend primarily on cash flow from the asset.* »²⁰⁰. Ainsi, cette définition donne une grande latitude aux régulateurs pour pouvoir adapter la loi aux actifs et aux structures. Avant, la crise, les réglementations étaient focalisées sur l'enregistrement et le devoir d'information dans le cadre des transactions publiques (*Regulation AB*) et sur les *securities laws* applicables aux offres de titres en général. Cet ensemble de règles laisse transparaître que les investisseurs dits avertis sont présumés capables de s'informer seuls et ne nécessitent pas de protection aussi efficace que les autres. Néanmoins, la définition revue du *Dodd-Frank Act* s'applique aux transactions publiques comme à celles privées. Elle comporte également les opérations de titrisation effectuées par les *Government Sponsored Entities* (*Fannie Mae* et *Ginny Mae* par exemple). En outre, les règles de divulgation et de *due diligence* adoptées par la *SEC* s'appliquent aux transactions publiques uniquement, tandis que les règles de rétention de risque incluent les transactions privées et publiques. A l'inverse, la définition européenne n'inclut pas d'exemption pour les investisseurs avertis ou pour les transactions privées, ce qui peut s'expliquer par l'échec des investisseurs avertis pendant la crise des *subprimes*²⁰¹.

206. Concernant le traitement des opérations, les législateurs américain et européen utilisent également deux approches différentes. Alors que le législateur européen ne prévoit qu'une seule série de règles applicables à toutes les opérations de titrisation sans distinction, le législateur américain, quant à lui, prévoit deux types d'approches. En premier lieu, l'approche standard établit des règles de rétention de risque applicables à toutes les transactions de titrisation. En second lieu, l'approche en

²⁰⁰ Section 3(a)(79) du Securities Exchange Act de 1934 (15 U.S.C. 78c(a)(79)).

²⁰¹ Global Legal Group, *The International Comparative Legal Guide to : Securitisation 2012*, Latham & Watkins, 2012, p. 18 et suivantes.

fonction du type d'actifs titrisés élabore des règles spécifiques, applicables alternativement aux *Commercial Mortgage Backed Securities*, *Revolving Master Trust*, *ABCP conduits* et *Collateralized Loan Obligations*²⁰². Ainsi, le législateur américain crée un droit adapté à chaque type d'actifs. Il faut, néanmoins, noter que le champ d'application de l'approche spécifique est très étroit et inclut presque uniquement les actifs tels qu'ils sont structurés aux Etats-Unis. En effet, les *mortgage master trusts*, *asset-backed commercial paper* (ci-après « ABCP ») *conduits*, *arbitrage collateralized loan obligations* (ci-après « CLO ») et *commercial mortgage-backed securities* (ci-après « CMBS ») utilisés dans les juridictions européennes ont peu de chance de remplir les critères américains²⁰³.

207. **Le rétenteur de risques.** – Les droits américain et européen présentent également différentes approches quant à la définition du rétenteur de risque. L'article 405 du règlement (UE) n° 575/2013 dispose que celui qui doit retenir le risque peut être « *un initiateur, un sponsor ou un prêteur initial* ». L'« *initiateur* » et le « *sponsor* » sont définis par l'article 4 du même règlement. Ainsi, l'initiateur est « *une entité qui :*
- a) par elle-même ou par l'intermédiaire d'entités liées, a pris part directement ou indirectement à l'accord d'origine ayant donné naissance aux obligations ou obligations potentielles du débiteur ou débiteur potentiel et donnant lieu à l'exposition titrisée ; ou*
 - b) achète les expositions d'un tiers pour son propre compte et qui les titrise* ».
- Ensuite, le règlement définit « *sponsor* » : comme « *un établissement, autre qu'un établissement initiateur, qui établit et gère un programme papier commercial adossé à des actifs ou un autre dispositif de titrisation qui rachète les expositions de tiers* ». La règle de rétention du risque s'applique également aux « *prêteurs initiaux* » d'une opération de titrisation qui ne sont pas définis par le règlement.

208. La règle de rétention de risque consiste alors pour l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial à communiquer expressément à l'établissement (investisseur) qu'il retient en

²⁰² Ce mémoire ne développe pas ces approches spécifiques. Pour une analyse détaillée de celles-ci : v. John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, p. 1-15 à 1-27.

²⁰³ George Gooderham, « More than words », dans *IFLR*, Novembre 2013, p. 35 et suivantes.

permanence un intérêt économique net significatif qui, en tout cas, ne sera pas inférieur à 5%²⁰⁴.

209. Le règlement délégué (UE) n° 625/2014 apporte des précisions importantes quant au rétenteur de risque²⁰⁵. Effectivement, il précise que l'intérêt économique net significatif retenu n'est pas partagé entre différents types de rétenteurs. Par exemple, un sponsor et un initiateur ne pourraient pas partager l'intérêt retenu ; en revanche, deux sponsors entre eux pourraient le faire. Ainsi, l'exigence de rétention de l'intérêt économique net significatif est entièrement satisfaite par l'initiateur ou les initiateurs multiples ; le sponsor ou les sponsors multiples ; le prêteur initial ou les prêteurs initiaux multiples²⁰⁶.

210. Le nouveau règlement n'a pas répondu à la difficulté relative à l'identification des parties. Généralement, mettre en pratique l'article 405 du règlement (UE) n° 575/2013 ne requiert que de remplir les obligations liées à la rétention, ce qui semble assez aisé. En revanche, certaines situations ne permettent pas d'identifier la partie qui peut être assimilée à un « initiateur, sponsor ou prêteur initial » de l'article 405 du même règlement. Auparavant, les lignes directrices publiées par le Comité Européen des Contrôleurs Bancaires permettaient de pallier à cet inconvénient. Elles affirmaient par exemple que dans de telles circonstances, l'engagement de rétention pouvait être pris par toute partie qui remplirait ce rôle de la façon la plus appropriée. Néanmoins, les normes techniques de réglementation transposées dans le règlement délégué (UE) n° 675/2014 n'incluent pas une telle proposition. Cela peut s'avérer particulièrement problématique pour les transactions CLO où aucune partie souhaitant et pouvant satisfaire l'engagement de rétention ne peut être dite « initiateur, sponsor ou prêteur initial »²⁰⁷.

²⁰⁴ Article 405 (1) du règlement (UE) n° 575/2013.

²⁰⁵ John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, §15.11.

²⁰⁶ Article 3 du règlement délégué (UE) n° 625/2014 de la Commission du 13 mars 2014.

²⁰⁷ George Gooderham, « More than words », dans *IFLR*, Novembre 2013, p. 36.

211. Le droit américain utilise une fois encore deux types d'approche : une approche standard et des approches ajustées à certaines structures et actifs. Effectivement, de façon générale, la partie devant satisfaire les exigences de rétention de risque est le sponsor. Néanmoins, dans certaines circonstances limitées, une autre partie peut être en charge de retenir le risque : dans certaines opérations publiques de CLO et dans certaines transaction de CMBS. En réalité, ces aménagements apparents ne sont pas aussi flexibles qu'ils n'y paraissent. Leur utilité est même sérieusement limitée. Par exemple, l'exemption pour les transactions publiques de CLO n'est pas utilisable pour tous les CLO.
212. Enfin, en cas d'initiateurs ou de sponsors multiples, les droits américain et européen présentent désormais des solutions similaires permettant de répartir la charge de rétention du risque entre les initiateurs ou entre les sponsors ou bien d'incomber cette charge à l'un d'eux. Cette solution suit l'intérêt des investisseurs puisque les deux droits sont désormais concordants entre eux en acceptant que, sous certaines conditions, un initiateur ou sponsor puisse ne pas retenir de risque dans une opération de titrisation.
213. Ainsi, lorsque plus d'un initiateur ou prêteur initial génère des actifs titrisés, le droit européen exige généralement que la règle de rétention de risque soit satisfaite par tous et chacun en fonction de la proportion de l'ensemble des expositions titrisées pour laquelle il a participé en tant qu'initiateur ou prêteur initial. Désormais, dans ses normes techniques de réglementation, l'autorité bancaire européenne a autorisé un seul initiateur ou prêteur initial à satisfaire à la règle de rétention de risque lorsque les expositions titrisées sont créées par des initiateurs multiples ou des prêteurs initiaux multiples²⁰⁸. Elle a subordonné cette possibilité au respect d'une des conditions suivantes : (a) l'initiateur ou le prêteur initial a mis en place le programme ou le dispositif de titrisation et le gère ; ou (b) l'initiateur ou le prêteur initial, qui a mis en place le programme ou le dispositif de titrisation, a apporté plus de 50% du total des expositions titrisées²⁰⁹. Ensuite, lorsque les expositions titrisées ont été sponsorisées par des sponsors multiples, l'exigence de rétention est satisfaite par : (a) le sponsor

²⁰⁸ Article 3 (2) et (3) du règlement délégué (UE) n° 625/2014 de la Commission du 13 mars 2014.

²⁰⁹ Article 3 (4) du règlement délégué (UE) n° 625/2014 de la Commission du 13 mars 2014.

dont l'intérêt économique est le mieux aligné sur les investisseurs tel que convenu par les sponsors multiples sur la base de critères objectifs, tels que la structure des frais, la participation à la mise en place et à la gestion du programme ou du dispositif de titrisation et l'exposition au risque de crédit des titrisations ; ou (b) chacun des sponsors de façon proportionnelle en fonction du nombre de sponsors²¹⁰.

214. En droit américain, s'il y a plusieurs sponsors, la *revised proposed risk retention rule* affirme que chacun doit s'assurer qu'au moins l'un d'entre eux (ou au moins une de leurs affiliées détenue majoritairement) se conforme aux exigences de rétention de risque²¹¹. Le droit américain autorise également qu'un sponsor attribue une partie de l'exigence de rétention de risque à un initiateur ou plus des actifs titrisés, sous réserve du respect de certaines conditions. Notamment, tout initiateur rétenteur doit avoir généré au moins 20% du portefeuille d'actifs et il ne doit pas lui être exigé de retenir plus de risque que ce pourcentage²¹².

215. **Destinataire direct de la loi.** – Les droits américain et européen présentent deux vues différentes quant au destinataire direct de la loi²¹³. Deux vues qui arrivent à un résultat très similaire : la rétention de risque par l'initiateur ou sponsor de la transaction.

216. Effectivement, le droit américain impose le respect de la règle de rétention de risque au niveau du sponsor qui se définit comme « *a person who organizes and initiates a securitization transaction by selling or transferring assets, either directly or indirectly, including through an affiliate, to the issuing entity* »²¹⁴. Ainsi, le garde-fou du respect de l'exigence de rétention de risque a lieu très en amont.

217. A l'inverse, en droit européen, l'article 405 (1) du règlement (UE) n° 575/2013 s'adresse directement à un établissement et ne l'autorise à s'exposer au risque de crédit d'une position de titrisation incluse dans son portefeuille de négociation ou en

²¹⁰ Article 3 (5) du règlement délégué (UE) n° 625/2014 de la Commission du 13 mars 2014.

²¹¹ Revised proposed risk retention rule, p. 402.

²¹² Revised proposed risk retention rule, p. 292.

²¹³ V. n° 198 et suivants.

²¹⁴ Revised proposed risk retention rule, p. 401.

dehors de celui-ci que si l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial a communiqué expressément à l'établissement qu'il retiendrait en permanence un intérêt économique net significatif qui, en tout cas, ne sera pas inférieur à 5%. Ainsi, le droit européen s'applique à la partie de la fin de la chaîne de la transaction : l'investisseur. Il érige ce dernier en régulateur de l'opération de titrisation. C'est une application en aval de la règle de rétention. Selon le même règlement l'investisseur est, à proprement parler, un « établissement ». Or, l'article 4 (1) (3) définit « établissement » comme « *un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement* ». Ainsi, le champ d'application de la règle a été étendu puisque l'article 122 bis de la directive ne mentionnait que les « établissements de crédit ».

218. **L'interdiction de couverture ou de vente de l'intérêt retenu.** – Les approches des droits américain et européen concernant l'interdiction de couverture de l'intérêt retenu démontrent une fois encore leurs divergences. Effectivement, en droit européen, selon l'article 405 (1) du règlement n° 575/2013, le risque retenu « *ne fait l'objet d'aucune atténuation ... , position courte, ou autre couverture et il n'est pas vendu* ». De plus, le règlement délégué n° 675/2014 réitère cette interdiction en son article 12²¹⁵. Cette interdiction formelle témoigne de l'orientation de l'approche européenne vers les investisseurs. Ces derniers n'ayant pas le contrôle de l'opération de titrisation, il a semblé nécessaire que l'initiateur ait toujours sa « *skin in the game* ».

219. Le droit américain, comme son homologue européen, interdit également aux sponsors de vendre, transférer ou couvrir le risque retenu. Néanmoins, le droit américain prévoit également que cette restriction expire à la date la plus tardive entre : (1) la date à laquelle le montant total du solde impayé des actifs titrisés qui garantissent la transaction de titrisation a été réduit de 33% par rapport au montant total du solde

²¹⁵ Article 12 du règlement délégué (UE) n° 625/2014 de la Commission : « 1. *L'obligation énoncée à l'article 405, paragraphe 1, troisième alinéa, du règlement (UE) n° 575/2013 de ne soumettre l'intérêt économique net retenu à aucune atténuation du risque de crédit, position courte ou autre couverture ni à une vente s'applique eu égard à l'objectif de l'exigence de rétention et en tenant compte de la substance économique de l'opération. Les couvertures de l'intérêt économique net ne sont pas considérées comme une couverture aux fins de l'article 405, paragraphe 1, troisième alinéa, du règlement délégué (UE) n° 675/2014 de la Commission ne peuvent en conséquence être autorisées uniquement lorsqu'elles ne couvrent pas le rétenteur contre le risque de crédit des positions de titrisation retenues ou des expositions retenues.*

2. *Le rétenteur peut utiliser toute exposition ou position de titrisation retenue comme garantie à des fins de finance ment garanti, dans la mesure où une telle utilisation ne transfère pas le risque de crédit de ces expositions ou positions de titrisation retenues à un tiers.* »

impayé des actifs à la date de conclusion de la transaction 2)) la date à laquelle le montant total des obligations impayées dans le cadre des intérêts des ABS émis dans l'opération a été réduit de 33% par rapport au montant total des obligations impayées des intérêts des ABS à la date de conclusion de la transaction ; ou (3) deux ans après la date de conclusion de la transaction²¹⁶. Ainsi, le droit américain légifère du point de vue du sponsor, il faut l'obliger à conserver un risque de 5% mais pas pour toute la durée de l'opération.

220. **La mesure des 5%.** – Les deux façons respectives aux deux droits de calculer l'intérêt retenu posent certaines difficultés. Effectivement, le droit américain exige que les 5% soient mesurés en utilisant la juste valeur²¹⁷ déterminée en conformité avec les principes comptables américains²¹⁸. Or, cette règle est très contraignante pour les sponsors étrangers utilisant généralement leur principes comptables locaux ou bien *l'International Financial Reporting Standards (IFRS)*.

221. A l'inverse, en droit européen, l'intérêt retenu doit être égal à 5% de (1) la valeur nominale de chacune des tranches vendues ou transférées aux investisseurs²¹⁹, ou (2) la valeur nominale des expositions titrisées²²⁰.

222. **La méthode de rétention d'intérêt.** – Enfin, les législateurs européen et américain utilisent des méthodes de rétention d'intérêt relativement divergentes. Ces approches presque antagonistes continuent à satisfaire l'objectif de responsabilisation de

²¹⁶ Revised proposed risk retention rule, p. 445 : « *Duration of the hedging and transfer restrictions. (1) General rule. Except as provided in paragraph (f)(2) of this section, the prohibitions on sale and hedging pursuant to paragraphs (a) and (b) of this section shall expire on or after the date that is the latest of:*

(i) The date on which the total unpaid principal balance of the securitized assets that collateralize the securitization transaction has been reduced to 33 percent of the total unpaid principal balance of the securitized assets as of the closing of the securitization transaction;

(ii) The date on which the total unpaid principal obligations under the ABS interests issued in the securitization transaction has been reduced to 33 percent of the total unpaid principal obligations of the ABS interests at closing of the securitization transaction; or

(iii) Two years after the date of the closing of the securitization transaction. »

²¹⁷ Revised proposed risk retention rule, p. 28.

²¹⁸ *US Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)*.

²¹⁹ Article 405 (1) (a) du règlement n° 575/2013.

²²⁰ Article 405 (1) (b) (c) (d) et (e) du règlement n° 575/2013.

l'initiateur / sponsor / prêteur initial de l'opération de titrisation mais peuvent s'avérer attentatoires à l'intérêt des investisseurs, notamment en cas d'opération de titrisation transfrontalière.

223. En droit européen, le législateur considère que l'exigence de rétention est satisfaite dans l'un des cinq cas suivants sans qu'ils soient combinés²²¹ : (a) une rétention au prorata dans chacune des tranches vendues ou transférées aux investisseurs ; ou (b) une rétention de l'intérêt de l'initiateur pour les expositions renouvelables ; ou (c) une rétention d'expositions choisies de manière aléatoire ; ou (d) une rétention de la tranche de première perte ; ou (e) une rétention d'une première perte dans chaque exposition titrisée²²².
224. Le droit américain prévoit des options similaires²²³. En effet, il permet au sponsor de satisfaire à son obligation de rétention de risque en retenant un « *eligible vertical interest* » (équivalent à l'option (a) de l'article 405 (1) du règlement (UE) n° 575/2013), un « *eligible horizontal residual interest* » (équivalent à l'option (d) de l'article 405 (1) du même règlement) ou une combinaison des deux options précédentes. Contrairement au droit européen, le législateur américain ne prévoit pas la possibilité de respecter la règle en effectuant une rétention d'expositions choisies de manière aléatoire²²⁴. Par conséquent, cela pourrait empêcher les investisseurs américains d'investir dans des opérations où l'initiateur / sponsor / prêteur initial européen aura choisi de retenir des expositions choisies de façon aléatoire.
225. De plus, le *Dodd-Frank Act* incite les régulateurs à développer des règles spécifiques en fonction de certaines catégories d'actifs et de parties émettrices. Ainsi, il existe des

²²¹ Article 405 (1) alinéa 4 du règlement (UE) n° 575/2013 : « *Il ne peut y avoir d'application multiple des exigences en matière de rétention pour une titrisation donnée.* »

²²² Article 405 (1) (a) (b) (c) (d) et (e) du règlement (UE) n° 575/2013.

²²³ V. John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, p. 1-11 et suivantes ; George Gooderham, « More than words », dans *IFLR*, Novembre 2013, p. 36 et suivantes.

²²⁴ Revised proposed risk retention rule, p. 43 : « *The proposed rule would provide for a combined standard risk retention option that would permit a sponsor to satisfy its risk retention obligation by retaining an "eligible vertical interest," an "eligible horizontal residual interest," or any combination thereof, in a total amount equal to no less than 5 percent of the fair value of all ABS interests in the issuing entity that are issued as part of the securitization transaction.* »

exemptions à la règle de rétention de risque qui créent des conflits entre les réglementations européennes et américaines...

SECTION 2

LA NÉCESSITÉ D'HARMONISATION DES RÈGLES DANS L'INTÉRÊT DES INVESTISSEURS

226. **Introduction.** – Les droits européen et américain tiennent des objectifs similaires quant à leurs réglementations sur la titrisation. Dans le cas de la règle de rétention de risque, les deux législateurs maintiennent la ligne directrice de la responsabilisation des initiateurs, sponsors ou prêteurs initiaux en leur faisant garder leur *skin in the game*. Pour ce faire, les deux régulateurs ont adopté des approches divergentes, voire contradictoires dans certains cas. Il est pourtant malaisé que deux régimes inconsistants causent des difficultés grandissantes au niveau des opérations de titrisation. Les coûts de conformité et les pertes dus au manque de flexibilité des règles pourraient se répercuter dans l'économie réelle en augmentant les coûts de financement des sociétés ou des consommateurs.
227. **La nécessaire harmonisation pour les opérations transfrontalières.** – Les opérations de titrisation transfrontalières sont d'une importance capitale pour l'économie réelle. Elles permettent aux initiateurs d'octroyer des crédits ou des prêts aux consommateurs grâce à un financement rapide pour un prix raisonnable. Ainsi, s'ils savent qu'ils peuvent offrir des titres adossés à ces prêts ou ces crédits à une base d'investisseurs internationale et large, ces initiateurs n'hésiteront pas à satisfaire la demande. Ce processus contribue grandement à la croissance économique qu'il faut favoriser intelligemment.
228. Ensuite, la réciproque est également vraie : être capable de sélectionner parmi une gamme d'investissements large est un avantage immense pour les investisseurs qui pourront atteindre leurs objectifs financiers plus facilement en disposant de portefeuilles diversifiés limitant leur exposition aux risques. Par conséquent, des régimes qui ne concordent pas peuvent créer des difficultés et des défis opérationnels non nécessaires.

229. **Le traitement alternatif de certains actifs : une barrière pour les investisseurs européens.** – En premier lieu, l'inadéquation du régime européen au régime américain et inversement crée des obstacles aux investisseurs en les empêchant d'investir dans certains cas. En effet, dans le cas des méthodes de rétention d'intérêt, les réglementations américaines ont créé des alternatives à la règle de rétention de risque pour certaines catégories d'actifs comme les ABCP, les CMBS et certains « *qualifying* » *residential mortgage backed securities* (ci-après « RMBS »). Ainsi, dans le cas des offres de CMBS, un initiateur est autorisé à respecter l'exigence de rétention de risque via une partie tierce acheteuse. En droit européen, cette possibilité n'existe pas. Par conséquent, l'émission des titres adossés à ces actifs ne bénéficie pas du support des investisseurs européens, visés par le règlement (UE) n° 575/2013, qui ne sont pas autorisés à investir dans des opérations où l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial ne retient pas de risque.
230. **Les exemptions aux exigences de rétention de risque.** – Les difficultés liées aux opérations de titrisation transfrontalières ne s'arrêtent pas là. Effectivement, les divergences entre les régimes européen et américain sont encore plus exacerbées dans le cadre des exemptions aux exigences de rétention de risque octroyées par le législateur américain pour certaines catégories d'actifs. Ainsi, les « *qualifying* » *residential mortgages*²²⁵, les *qualifying commercial loans*, les *commercial real estate loans*, les *qualifying automobile loans* et les *federal family education loan program student loans*²²⁶ sont exemptés ou partiellement exemptés du respect de la règle de rétention de risque. Ainsi, les prêts des catégories susvisées qui respectent les critères de souscription rigoureux élaborés par les agences de réglementation peuvent être titrisés sans aucune rétention de risque. De plus, la loi américaine exempte également les opérations de titrisation des agences *Fannie Mae* et *Freddie Mac* malgré la position concurrentielle avantageuse que cela conférerait à ces agences. Néanmoins, l'administration Obama et le Congrès ont proposé plusieurs réformes du système de financement du logement et notamment certaines concernant la réduction progressive du rôle de *Fannie Mae* et *Freddie Mac*. Les autorités de réglementation ont affirmé

²²⁵ Section 15G de l'*Exchange Act*.

²²⁶ V. John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, p. 1-27 et suivantes

qu'elles reviendraient sur ces clauses après de plus amples observations sur le devenir de *Fannie et Freddie*²²⁷.

231. Ces catégories d'actifs considérées comme de « haute qualité » seraient alors exemptées des exigences de rétention de risque par le droit américain mais pas par le droit européen. Par conséquent, les investisseurs européens ne pourront pas investir dans ces actifs et bénéficier d'une exposition à cette partie du marché américain. De plus, cet obstacle dressé par les contradictions des deux réglementations impacterait très négativement les banques américaines qui octroient des prêts hypothécaires, *a fortiori* les acheteurs potentiels et les investisseurs européens.
232. **Le devoir d'information.** – Une fois encore, les législateurs américain et européen partagent un même objectif de protection des investisseurs par le devoir d'information. Ceux-ci doivent effectivement disposer d'informations suffisantes pour pouvoir prendre une décision avertie. Pourtant, les deux droits abordent le sujet différemment. En effet, le règlement (UE) n° 575/2013 prévoit des devoirs d'information pour l'initiateur et le sponsor et impose des obligations de *due diligence* à l'égard des investisseurs²²⁸. Ainsi, le droit européen protège à la fois les

²²⁷ John Arnholz, Edward E. Gainor, *Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition*, 2014, p. 1-23 et suivantes.

²²⁸ Article 406 du règlement (UE) n° 575/2013 Due diligence : « Avant d'être exposé aux risques d'une titrisation et, s'il y a lieu, par la suite, les établissements sont en mesure de démontrer aux autorités compétentes, pour chacune de leurs positions de titrisation, qu'ils connaissent de manière exhaustive et approfondie et ont mis en œuvre les politiques et procédures formelles, adaptées tant à leur portefeuille de négociation qu'aux opérations hors portefeuille de négociation et proportionnées au profil de risque de leurs investissements en positions titrées, visant à analyser et enregistrer :

a) les informations communiquées par les initiateurs, les sponsors ou les prêteurs initiaux, en application de l'article 405, paragraphe 1, pour préciser l'intérêt économique net qu'ils retiennent en permanence dans la titrisation;

b) les caractéristiques de risque de chaque position de titrisation;

c) les caractéristiques de risque des expositions sous-jacentes à la position de titrisation;

d) la réputation des initiateurs ou des sponsors et leurs pertes lors de titrisations antérieures dans les catégories d'expositions pertinentes sous-jacentes à la position de titrisation;

e) les déclarations et les publications faites par les initiateurs ou les sponsors, ou leurs agents ou leurs conseillers, concernant leur exercice de la diligence appropriée concernant les expositions titrisées et, le cas échéant, la qualité des suretés garantissant les expositions titrisées;

investisseurs par le devoir d'information qui incombe aux initiateurs et aux sponsors, et les responsabilise également en les incitant à ne pas rester passifs dans cette opération. Ils doivent requérir et effectuer une *due diligence*. Il faut leur faire prendre conscience du risque qu'ils encourent. Le droit américain, quant à lui, impose des devoirs d'information aux sponsors en fonction de l'actif titrisé concerné²²⁹.

233. Ainsi, selon l'article 409 du règlement (UE) n° 575/2013, « *les établissements sponsors et initiateurs veillent à ce que les investisseurs potentiels aient aisément accès à toutes les données pertinentes et significatives relatives à la qualité de crédit et à la performance des différentes expositions sous-jacentes, aux flux de trésorerie et aux sûretés garantissant une exposition de titrisation, ainsi qu'aux informations nécessaires pour conduire des tests de résistance complets et bien documentés sur les flux de trésorerie et les sûretés garantissant les expositions sous-jacentes. À cette fin, les données pertinentes et significatives sont déterminées à la date de la titrisation et, s'il y a lieu en raison de la nature de la titrisation, par la suite.* » De plus, l'article 23 (2) (c) du règlement délégué (UE) n° 625/2014 apporte des précisions quant à la nature des « *données pertinentes* ». En effet, il affirme que « *pour que les données soient considérées comme pertinentes et significatives en ce qui concerne les différentes expositions sous-jacentes, elles sont, en général, fournies «prêt par prêt», mais il y existe cependant des cas dans lesquels les données peuvent être fournies sous une forme agrégée. Pour déterminer si des données sous forme agrégée sont suffisantes, les facteurs à prendre en compte incluent la granularité de l'ensemble sous-jacent et si la gestion des expositions dans cet ensemble est basée sur l'ensemble lui-même ou procède «prêt par prêt»* ».

234. Pourtant, certaines opérations de titrisation, aux Etats Unis, ne comportent pas d'informations concernant les prêts car les émetteurs avaient considéré qu'elles

f) *le cas échéant, les méthodes et concepts sur lesquels se fonde l'évaluation de la sûreté garantissant les expositions titrisées et les politiques adoptées par l'initiateur ou le sponsor pour assurer l'indépendance de l'évaluateur;*

g) *toutes les caractéristiques structurelles de la titrisation susceptibles d'influencer sensiblement la performance de la position de titrisation de l'établissement, par exemple la cascade contractuelle et les seuils de déclenchement qui y sont liés, les rehaussements de crédit, les facilités de liquidité, les seuils de déclenchement liés à la valeur de marché et la définition du défaut spécifique à l'opération.* »

²²⁹ George Gooderham, « More than words », dans *IFLR*, Novembre 2013, p. 36 et suivantes.

n'étaient pas pertinentes. De plus, de telles dispositions pourraient entrer en conflit avec les obligations des initiateurs ou sponsors concernant la confidentialité des données en matière de prêt et avec les exigences réglementaires liées à la protection des données, à l'abus de marché ou encore aux rapports avec le client. Enfin, de tels standards pourraient empêcher les initiateurs hors Union Européenne d'offrir leurs titres aux investisseurs européens car ils ne pourraient se conformer facilement à ce devoir d'information²³⁰.

235. **La définition de « sponsor ».** – En droit européen, l'intérêt doit être retenu par le sponsor, l'initiateur ou le prêteur initial de la transaction. Or, le sponsor est défini comme un établissement, autre qu'un établissement initiateur, qui établit et gère un programme de papier commercial adossé à des actifs ou un autre dispositif de titrisation qui rachète les expositions de tiers. Un établissement, selon l'article 4 du règlement (UE) n° 575/2013, est un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement. Aux Etats-Unis et partout hors Union Européenne, cette définition pose des difficultés dans le cas des gestionnaires de garanties CLO qui ne correspondent ni à un établissement de crédit ni à une entreprise d'investissement au sens du droit européen.

236. Le règlement définit les entreprises d'investissement comme *« une personne au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 1), de la directive 2004/39/CE qui est soumise aux exigences imposées par ladite directive, à l'exclusion: (a) des établissements de crédit; (b) des entreprises locales; (c) des entreprises qui ne sont pas agréées pour fournir le service auxiliaire visé à l'annexe I, section B, point 1, de la directive 2004/39/CE, qui fournissent ou exercent uniquement un ou plusieurs des services et activités d'investissement figurant dans la liste de l'annexe I, section A, points 1, 2, 4 et 5, de ladite directive et qui ne sont pas autorisées à détenir des fonds ou des titres appartenant à leurs clients et qui, pour cette raison, ne peuvent à aucun moment être débitrices vis-à-vis de ces clients. »*. Ainsi, les entreprises d'investissement incluent les gestionnaires de portefeuilles réglementés par la directive sur les marchés d'instruments financiers (ci-après « MiFID ») mais ni les gestionnaires de fonds

²³⁰ Structured Finance Industry Group, *Public Comment on European Banking Authority Consultation Issued May 22, 2013 regarding proposed Regulatory Technical Standards in relation to risk retention (EBA/CP/2013/14)*, 21 août 2013.

d'investissement alternatifs (réglementés par l'*Alternative Investment Fund Managers Directive*), ni les conseillers d'investissement étrangers à l'Union Européenne.

237. Par conséquent, les gestionnaires américains, qui ne sont pas réglementés par la directive 2004/39/CE, ne sont pas considérés comme des sponsors au sens du règlement. Ainsi, cela crée une inégalité de traitement et un handicap concurrentiel concernant les gestionnaires de garanties hors Union Européenne. Une fois encore, les investisseurs européens se verraient limités dans leur capacité d'investissement, ironiquement par la législation européenne. La protection des gestionnaires de garanties européens par le droit européen constituerait une atteinte à la concurrence vis-à-vis de ceux américains²³¹.
238. En définitive, les deux règles utilisent des approches complètement différentes qui posent beaucoup de difficultés dans le cas des opérations transfrontalières. En effet, un émetteur qui souhaite offrir ses titres à des investisseurs européens et américains devra se conformer à la fois aux règles européennes et à celles américaines. Cela provoquerait un manque de flexibilité et des coûts supplémentaires. Cette rigidité extrême n'est pas nécessaire.
239. Ensuite, si les règles européennes responsabilisent davantage les investisseurs européens, elles leurs portent atteinte involontairement en les empêchant d'investir dans les actifs exemptés en droit américain. Les règles américaines, quant à elles, sont très protectrices des investisseurs et utilisent une approche taillée sur mesure pour certains actifs. Très pragmatiques certes, mais incompatibles avec la réglementation européenne. Par conséquent, dans un objectif de stabilité du marché, les deux législateurs doivent absolument harmoniser leurs réglementations respectives.

²³¹ Structured Finance Industry Group, *Public Comment on European Banking Authority Consultation Issued May 22, 2013 regarding proposed Regulatory Technical Standards in relation to risk retention (EBA/CP/2013/14)*, 21 août 2013.

CHAPITRE 2

LA RESPONSABILISATION DES AGENCES DE NOTATION

240. « *We'd do a deal structured by cows* » affirmait un analyste de Standard & Poor's dans une conversation instantanée privée, mettant en lumière la primauté de la satisfaction de l'émetteur – demandeur de la notation – sur la réelle expertise de l'agence. S'il fallait faire un classement des sujets les plus controversés que la crise des *subprimes* a mis en exergue, la responsabilité des agences de notation remporterait la victoire sans aucun effort.
241. Le système de l'émetteur-payeur, les conflits d'intérêt, la présence de trois agences qui dominent le marché, le manque de concurrence, l'*overreliance*²³² dans les agences... Quelles sont vos impressions quant au rôle joué par les agences de notation dans la crise de 2007 ? Les réponses à cette question sont rarement positives. Derrière cette déferlante de critiques, la plupart semble pourtant oublier que les agences jouent un rôle économique indéniable. Effectivement, une des solutions proposée par les législateurs a été le recours à l'évaluation interne par ceux qui souhaitent investir dans des titres. Que feraient les petits investisseurs qui ne pourraient mener, faute de moyens, leur propre évaluation des risques ?
242. La responsabilisation des agences de notation émerge indubitablement en droit américain et en droit européen. Il faut rendre les agences conscientes de leurs responsabilités. Cela recoupe deux notions : une responsabilisation spontanée et une responsabilisation imposée. La première fait référence à l'autorégulation, la responsabilisation par le marché et notamment par l'augmentation de la concurrence ; tandis que la deuxième implique l'ingérence d'un sujet externe : le législateur.

²³² Dépendance excessive.

243. La crise des *subprimes* est la période charnière qui marque la rupture entre l'autorégulation et la responsabilité des agences de notation. Responsabilité civile, celle-dont-on-ne-doit-pas-prononcer-le-nom fait son apparition des deux côtés de l'Atlantique. Les réactions des législateurs sont plus ou moins agressives. La protection des investisseurs est une fois encore l'objectif recherché derrière ces mesures. Néanmoins, une évolution de cette protection ne peut être que constatée : la responsabilisation des agences de notation planterait-elle le décor d'une responsabilisation des investisseurs ?
244. Après avoir présenté l'*overreliance* des investisseurs et des émetteurs dans les agences de notation (Section 1), seront approfondis les régimes récents américain, français et européen de responsabilité civile qui entendent répondre aux maux de la crise des *subprimes* (Section 2).

SECTION 1

UNE CRISE D'*OVERRELIANCE* DANS LES AGENCES DE NOTATION

245. La crise des *subprimes* est beaucoup assimilée à une crise de dépendance excessive des acteurs du marché dans les agences de notation. Comprendre l'*overreliance*, c'est pouvoir appréhender toutes les implications que ce terme englobe : la dépendance excessive et la confiance. Ainsi, une explication des risques d'*overreliance* (§1) permet de mieux comprendre les polémiques générées par la question de la responsabilisation des agences de notation de crédit (§2).

§1

LES RISQUES D'*OVERRELIANCE*

246. **Introduction.** – La crise des *subprimes* de 2007 a sonné le glas de la liberté complète des agences de notation. En effet, leurs pratiques ont été largement accusées, à raison et à tort, d'avoir influencé les investisseurs dans les opérations de titrisation en surévaluant certains titres. Pourquoi le risque que les agences de notation « surnote » est-il élevé ?

247. **Risque de conflit d'intérêt.** – Il a parfois été « supposé » que les agences de notation ne soient pas complètement impartiales dans la notation des titres. Effectivement, pour comprendre cela, il faut assimiler leur manière de fonctionner selon le système de l'émetteur-payeur : les émetteurs qui souhaitent être notés font appel à ces agences. Il est compréhensible qu'ils souhaitent voir leurs titres notés d'une certaine façon en fonction des désirs des investisseurs. Néanmoins, les agences n'ont pas de relation contractuelle avec ces derniers. Le conflit d'intérêt est évident : une agence de notation censée être indépendante et agir pour informer les potentiels acheteurs de titres de façon fiable, entretient en réalité une relation contractuelle étroite avec l'émetteur qui souhaite offrir ses titres. Cela suffit-il néanmoins à porter une accusation lourde de partialité à l'égard des agences de notation ? La connivence qui s'établit entre l'agence et l'émetteur est-elle de nature à compromettre l'indépendance de l'agence de notation ? Les doutes ont été suffisamment importants pour accuser les agences des maux de la crise. Entre autres, elles ont été également suspectées d'avoir sous-noté la solvabilité des Etats du sud de l'Europe, causant des augmentations vertigineuses des coûts de refinancement qui ont accéléré leur chute...

248. **L'overreliance dans les agences de notation.** – La tendance des investisseurs est de se remettre exclusivement à la notation des titres pour évaluer leur rentabilité. Ils délèguent, ainsi, indirectement un contrôle qui aurait pu se dérouler en interne, au sein même de leur structure, à une entité externe. Ne serait-il pas plus sûr de s'appuyer sur sa propre analyse²³³ ? En réalité, il est difficile d'imaginer que les investisseurs pourront un jour se démarquer des agences de notation compte tenu des coûts élevés des enquêtes de crédit indépendantes²³⁴. Mauro Bussani²³⁵ suggère de faire des agences de notation des prestataires de services publics. Selon lui, cette idée suivrait la direction prise par les Etats-Unis et l'Union Européenne quant à leur choix de contrôle administratif et central des agences de notation. Même s'il admet les défauts de son idée, tels que les difficultés relatives à un contrôle décentralisé, il attaque vigoureusement les régimes en vigueur dont la menace la plus extrême ne serait que de mettre à l'écart du marché le responsable des notations litigieuses.

²³³ Jean Cappelle, « L'encadrement juridique des agences de notation », dans *Le Petit Juriste*, 2014.

²³⁴ John C. Coffeé Jr., *Rating Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, Septembre 2010.

²³⁵ Mauro Bussani, « Credit Rating Agencies' Accountability. Short Notes on a Global Issue », dans *Global Jurist*, Vol. 10, No. 1, Advances, p.1, 2010.

249. Sans aller aussi loin, l'inaccessibilité au marché de l'expertise des notations de crédit est effrayante. Comme l'affirmait Montesquieu, « toute personne qui a du pouvoir est portée à en abuser ». Certes, les agences de notations réduisent les asymétries d'information dans les marchés de capitaux et évitent une charge très lourde aux investisseurs. Pourtant, elles disposent de connaissances et de moyens que n'ont pas les investisseurs.

250. L'ignorance permet l'implantation des dictatures les plus infâmes. Il faut être très prudent. Le pouvoir qui se trouve entre les mains des agences de notation est incommensurable : elles sont parfois qualifiées de gardiennes ²³⁶ des marchés financiers. Elles contrôlent l'entrée de nouveaux risques et les prix subséquents qui leur seront attribués. Certains émetteurs ne peuvent pénétrer le marché à cause de leur notation trop basse. Leur expertise est donc d'une valeur inestimable. Il n'est point de doute que certains garde-fous doivent empêcher les agences d'agir de façon non professionnelle. Pourtant, si elles le souhaitent, elles disposeraient des outils idoines pour manipuler le marché à leur guise. Le danger est immense : Qui hormis les agences de notation peut mener une telle expertise ? Qui pourrait vérifier l'information transmise par elle ? Comment créer un *check-and-balances* à leurs pouvoirs démesurés ?

251. **La prise de conscience.** – Les pouvoirs publics sont conscients du problème et incitent les acteurs économiques à développer leurs propres techniques d'évaluation des risques de crédit. Néanmoins, les progrès ne sont pas assez rapides puisque le *Financial Stability Board*²³⁷, créé lors du G20 de 2009 à Londres, continue à affirmer, le 12 mai 2014²³⁸ que « *more work in the design of action plans is needed on the development of alternative standards of creditworthiness, the ways authorities will incentivise or promote own credit assessment processes, and the establishment of clear timelines for taking action. The challenges of identifying alternative standards*

²³⁶ John C. Coffee Jr., *Gatekeepers : The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006.

²³⁷ Le *Financial Stability Board* a été établi pour coordonner, à un niveau international, le travail d'autorités financières nationales et d'organismes normatifs internationaux et pour développer et promouvoir la mise en œuvre efficace sur le plan de la réglementation et de la surveillance, ainsi que dans d'autres aspects du secteur financier dans l'intérêt de la stabilité financière.

²³⁸ Financial Stability Board, *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, Peer Review Report, 12 mai 2014.

of creditworthiness and the time required to build-up or enhance own credit risk assessment capabilities (especially for smaller entities) are hindering progress. National authorities need to intensify efforts to address these gaps in their action plans in order to meet the timelines set out in the Roadmap ».

252. Les réactions ne s'étaient pourtant pas faites attendre. Aux Etats-Unis, le *Dodd-Frank Act* a établi un cadre juridique complet s'appliquant aux agences de notation²³⁹. Il exige notamment que tous les organismes fédéraux de réglementation retirent toute référence ou exigence de recours aux agences de notation de crédit. L'Union Européenne s'est également beaucoup focalisée sur le rôle des agences de notation dans la crise des *subprimes* comme en témoigne l'activité frénétique de son législateur : le règlement sur les agences de notation, dit *CRA regulation*, a été amendé trois fois depuis son introduction en 2009. La dernière réforme date du 21 mai 2013²⁴⁰. L'Union Européenne est obnubilée²⁴¹ par les agences de notation. Elle prévoit notamment, dans le règlement (UE) n° 462/2013 un article 5 bis qui relève la « *dépendance excessive des institutions financières à l'égard des notations de crédit* »²⁴².

253. **La relance de la concurrence.** – Pour plusieurs raisons, le marché des agences de notation est presque impénétrable pour les agences de petites tailles. Effectivement, il est dominé par trois agences principales : *Moody's*, *Standard & Poor's* et *Fitch Ratings*. Il ne tient qu'aux investisseurs d'accorder leur confiance à des émetteurs

²³⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203, 21 juillet 2010.

²⁴⁰ 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.

²⁴¹ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Insidious Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014.

²⁴² Article 5 bis du Règlement (UE) n° 462/2013 : « *Dépendance excessive des institutions financières à l'égard des notations de crédit*
1. Les entités visées à l'article 4, paragraphe 1, premier alinéa, évaluent elles-mêmes les risques de crédit et ne recourent pas exclusivement ou mécaniquement à des notations de crédit pour évaluer la qualité de crédit d'une entité ou d'un instrument financier.
2. Les autorités compétentes sectorielles chargées de la surveillance des entités visées à l'article 4, paragraphe 1, premier alinéa, en tenant compte de la nature, de l'ampleur et de la complexité des activités de ces entités, surveillent l'adéquation de leurs processus d'évaluation du risque de crédit, évaluent le recours à des références contractuelles aux notations de crédit et, le cas échéant, les encouragent à atténuer les effets de telles références, en vue de réduire le recours exclusif et mécanique aux notations de crédit, en ligne avec la législation sectorielle spécifique. »

notés par des plus petites agences de notation. Néanmoins, il est difficile pour eux d'évaluer cela sans pouvoir comparer les méthodes de notation des deux types d'acteurs. Des mesures de transparences doivent donc être prises pour que les agences de notation divulguent leurs techniques d'expertise.

254. Ainsi, les acteurs du marché s'appuient davantage sur la réputation de l'agence que sur la qualité de sa notation puisque la deuxième ne serait pas connue. Pourtant, comme il a été évoqué précédemment, les participants du marché n'ont généralement pas la capacité d'analyser la pertinence des critères d'une agence de notation. Rendre ces critères disponibles permettrait-il véritablement de remédier au problème de concurrence ? Par ailleurs, John P. Hunt estime que la seule existence de plusieurs concurrents ne garantit pas la qualité à moins qu'il y ait un appareil légal permettant aux agences de notation de bonne qualité de bénéficier et à celles de basse qualité de souffrir²⁴³. Effectivement, sans contrôle de la qualité de la notation, pallier au manque de concurrence paraît ardu.

255. **Le remède européen.** – Pour relancer la concurrence sur le marché des agences de notation, le législateur européen a pris des mesures dans le règlement (UE) n° 462/2013. En effet, il affirme par exemple que « *lorsque deux notations de crédit ou plus sont recherchées, l'émetteur ou un tiers lié devrait envisager de faire appel à au moins une agence de notation de crédit qui ne détient pas une part de marché supérieure à 10%* »²⁴⁴. Il propose également de faciliter l'accès des petites agences de notation en les exemptant du « *mécanisme de rotation* »²⁴⁵ pour qu'elles puissent se maintenir plus facilement sur un marché. Ensuite, il prévoit d'améliorer leur visibilité en créant une plate-forme de notation européenne. Enfin, il est également envisagé de créer éventuellement un réseau d'agences de notation de crédit de « *plus petite taille afin d'accroître la concurrence sur le marché* ».

²⁴³ John P. Hunt, « Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement », dans *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, N° 1.

²⁴⁴ Règlement (UE) n° 462/2013, 21 mai 2013.

²⁴⁵ Considérant n° 33 du règlement (CE) n° 1060/2009 : « *Des relations de longue durée avec les mêmes entités notées ou leurs tiers liés pourraient compromettre l'indépendance des analystes de notation et des personnes chargées d'approuver les notations de crédit. Il convient par conséquent que ces analystes et personnes soient soumis à un mécanisme de rotation approprié permettant de modifier progressivement la composition des équipes d'analyse et des comités de notation de crédit.* »

256. **Le remède américain.** – Aux Etats-Unis, le *Dodd-Frank Act* prévoit²⁴⁶ la transparence des méthodes d'évaluation utilisées pour permettre une meilleure concurrence des agences de notation. Lesdites méthodes doivent être publiées pour permettre aux émetteurs et aux investisseurs de comparer les différentes techniques²⁴⁷. Il est pourtant peu imaginable que ces derniers investissent du temps et des moyens alors qu'ils savent pouvoir compter sur la réputation de certaines agences. De plus, les émetteurs entretiennent des relations contractuelles à long terme avec les agences de notation, ce qui rend peu probable la chance de plus petits acteurs d'intégrer le marché.
257. **La notation, un cadeau empoisonné.** – Steven L. Schwarcz affirme qu'il faut, malgré les lourdes accusations qui pèsent sur les agences de notation, redoubler d'effort pour améliorer leurs pouvoirs parce que les agences de notation constituent un bien public, créant une économie d'échelle pour aider les investisseurs individuels à évaluer la solvabilité de titres complexes. Ainsi, les agences de notation proposent un service gratuit à la société.
258. **La nécessaire responsabilisation.** – Pour appréhender l'ampleur de l'impact des notations, il faut se demander quelle valeur les acteurs du marché doivent-ils leur donner ? Les agences ont souvent argué devant les cours qu'il ne s'agissait que de vulgaires opinions. Néanmoins, ces opinions sont abondamment suivies. Ces entités sont considérées comme de véritables prédicateurs pour les investisseurs. Pourtant, il peut arriver que ces derniers aient à subir des pertes dues à une notation incorrecte. De plus, les émetteurs peuvent également souffrir d'une notation trop basse puisque leurs coûts pour obtenir un financement seront plus élevés.
259. **L'émergence de standards de conduite**²⁴⁸. – En n'assumant pas juridiquement leurs propres notations, les agences admettent que la valeur de leurs prétendues « opinions » est basse. Il est nécessaire de renforcer la certitude de leurs jugements en appliquant des standards adaptés à la nature de leur entité. Avant la crise des

²⁴⁶ *Dodd-Frank Act*, Sec 932.

²⁴⁷ Jean Cappelle, « L'encadrement juridique des agences de notation », dans *Le Petit Juriste*, 2014.

²⁴⁸ David Ramos Muñoz, *The Law of Transnational Securitization*, Oxford, 2010, n° 6.55 et suivants.

subprimes, les principaux espoirs de réglementation reposaient sur le Code de conduite des agences de notation IOSCO²⁴⁹ et le *US Credit Rating Agency Reform Act* de 2006. L'Union Européenne, quant à elle, a été plus tardive à admettre l'utilité de standards de conduite. Depuis la crise de 2008, les gouvernements ont accordé une attention particulière au renforcement et à la mise à jour de ces standards de conduite. L'IOSCO a publié son dernier code en mai 2008.

260. En février 2014, l'IOSCO publie un rapport de consultation²⁵⁰ « *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* », qui propose des révisions et mises à jour importantes de l'actuel code de conduite des agences de notations. Les révisions, destinées à renforcer le Code existant, prévoient notamment de renforcer « *l'amélioration des clauses liées à la protection de l'intégrité du processus de notation de crédit* », « *la gestion des conflits d'intérêt, assurant la transparence et la sauvegarde des informations non publique* », « *l'ajout de mesures concernant la gouvernance, les formations et la gestion du risque ; et cherchant à améliorer la clarté du Code des agences de notation de crédit IOSCO* »²⁵¹.

§2

UNE RESPONSABILISATION CONTROVERSÉE

261. **Introduction.** – Dans *Paris et Rome*, Victor Hugo affirme que « *tout ce qui augmente la liberté augmente la responsabilité* ». Les agences de notation détiennent un pouvoir démesuré qui peut devenir incontrôlable s'il n'est pas circonscrit. Il en va de l'intérêt de la qualité de la notation et de celui des investisseurs de voir appliquer un contre-pouvoir à celui des toutes puissantes agences de notation. La mise en place d'un tel régime doit surmonter certains obstacles. De quelle nature doit être le contre-pouvoir? Comment l'élaborer ?

²⁴⁹ L'IOSCO, *International Organization of Securities Commissions*, établi en 1983, est le corps international reconnu qui rassemble les régulateurs des valeurs mobilières du monde et est reconnu comme l'initiateur de normes internationales du secteur des valeurs mobilières. L'IOSCO développe, met en œuvre, et promeut la conformité aux standards internationaux de réglementation des valeurs mobilières, et travaille intensément avec le G20 et le *Financial Stability Board* (FSB) sur l'agenda mondial des réformes de la réglementation.

²⁵⁰ The Board of the International Organization of Securities Commissions, *Code of Fundamentals for Credit Rating Agencies, Consultation Report*, Février 2014.

²⁵¹ <http://centerforfinancialstability.org/wp/?p=3854>

262. **De quelle nature doit être le contre-pouvoir ?** – Deux écoles de pensée s’opposent toujours en matière de pouvoir et elles semblent correspondre à l’esprit du *civil law* et du *common law*. D’une part, les systèmes de *common law* utilisent le processus « observation – action » : dans un premier temps, ils regardent comment les acteurs procèdent avec les outils existants, puis dans un second temps, ils agissent si et seulement si une difficulté survient. Ensuite, d’autre part, les systèmes de *civil law* utilisent l’approche « action – observation » : le législateur autorise d’abord les parties à agir, puis il observe leur comportement et pourra éventuellement intervenir à nouveau en cas de problème. Le débat est similaire concernant l’introduction d’un contre-pouvoir aux agences de notation : faut-il laisser les acteurs s’autoréguler ou bien agir avant qu’il ne soit trop tard ?

263. **Le critère du *reputational capital*²⁵² défenseur de l’autorégulation.** – Les détracteurs de la responsabilité civile des agences de notation arguent qu’il n’est point besoin d’imposer un tel régime car ces agences sont déjà régulées par la force naturelle des choses : leur influence et leur légitimité seraient sérieusement heurtées par une erreur de leur part²⁵³. La force des agences de notation tiendrait essentiellement à leur *reputational capital*²⁵⁴. Ce dernier, en plus, d’être un des actifs les plus stratégiques d’une société, est un concept économique à part entière qui prête une valeur financière au caractère moral d’une entreprise. Chacun des agissements des agences sont mesurés en fonction de cette épée de Damoclès. En effet, en suivant cette théorie, vouloir maintenir leur *reputational capital* inciterait les agences à bien noter : si les investisseurs trouvaient les notations incorrectes ou de mauvaise qualité, ils arrêteraient d’y prêter attention, les émetteurs n’y recourraient plus et les agences de notation perdraient beaucoup d’argent. Puisque la perspective de baisse du *reputational capital* serait capable de dissuader les mauvaises pratiques en matière de notation, pourquoi imposer en plus un régime de responsabilité des agences ?

²⁵² Kevin T. Jackson, *Building Reputational Capital : Strategies for Integrity and Fair Play that Improve the Bottom Line*, Oxford, 2004, p. 48.

²⁵³ Mauro Bussani, « Credit Rating Agencies’ Accountability. Short Notes on a Global Issue », dans *Global Jurist*, Vol. 10, No. 1, Advances, p.1, 2010.

²⁵⁴ John C. Coffee Jr., *Gatekeepers : The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, p. 318.

264. **Relativité du critère.** – En réalité, il faut tempérer cette régulation du marché par la réputation des agences. Effectivement, il existe plusieurs raisons qui laissent penser que ce critère est surestimé²⁵⁵ : d’abord, la pénétration du marché est relativement difficile²⁵⁶. Cela nécessite une expertise, un investissement considérable et beaucoup de temps. Ensuite, la méthode de notation est très opaque pour que les nouveaux entrants prouvent la qualité de leur service. Les clients sont également souvent frileux d’accorder leur confiance à un concurrent qui n’a pas fait ses preuves. C’est un cercle vicieux. En définitive, la réputation est certes très importantes mais ne suffit pas pour permettre une meilleure qualité de notation ou responsabiliser les agences.
265. **Responsabilité délictuelle ou contractuelle ?** – La base d’une responsabilité civile dans les différents modèles peut être contractuelle, quasi-contractuelle ou délictuelle en fonction de la présence d’un contrat ou non entre les parties²⁵⁷. Si ces dernières concluent un contrat, la base de la responsabilité sera contractuelle. Dans le système de l’émetteur-payeur, l’agence et l’émetteur sont liés par un contrat. Il serait alors justifié que l’émetteur qui a payé pour être noté de façon négligente puisse bénéficier de l’engagement de la responsabilité de l’agence et que cette dernière assume cet acte.
266. Conformément à leurs standards, les agences de notation veillent à limiter leur responsabilité dans les contrats par certaines clauses de limitation et d’exclusion de responsabilité. Pourtant, l’utilisation de telles clauses peut être mise en échec. En France, par exemple, la loi interdit les clauses d’exclusion de responsabilité pour les agences de notation et les répute non écrites²⁵⁸.
267. Pourtant, les investisseurs n’ont généralement aucun lien contractuel avec ces dernières. Quelles pourraient être les bases légales d’une responsabilité civile des

²⁵⁵ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Insipid Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014, p. 5.

²⁵⁶ Jean Cappelle, « L’encadrement juridique des agences de notation », dans *Le Petit Juriste*, 2014.

²⁵⁷ Aline Darbellay, *Regulating Credit Rating Agencies*, 2013, p. 81.

²⁵⁸ Article L. 544-6 du Code monétaire et financier : « *Les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 sont interdites et réputées non écrites.* »

agences ? En France, la nouvelle législation²⁵⁹ fait référence à la responsabilité délictuelle et quasi-délictuelle des agences de notation²⁶⁰.

268. **La garantie gratuite des investisseurs.** – L’absence de relations contractuelles entre les agences et les investisseurs ne joue pas en la faveur d’une responsabilité civile des agences de notation. Permettre aux investisseurs d’engager la responsabilité d’une agence reviendrait à leur accorder une garantie gratuite²⁶¹ par laquelle ils pourraient se débarrasser du risque inhérent à leur investissement. En revanche, il serait justifié que l’émetteur, qui a payé pour être noté de façon négligente, puisse bénéficier de l’engagement de la responsabilité de l’agence et que cette dernière assume cet acte. Néanmoins, ce ne sont pas les approches retenues par les réglementations américaine et européenne qui permettent aux investisseurs et aux émetteurs d’engager la responsabilité civile des agences de notation, peu importe la présence ou l’absence de relations contractuelles.

269. Ainsi, l’objectif principal de l’engagement de la responsabilité n’est pas tant de réparer le dommage des investisseurs mais plutôt de promouvoir la qualité de la notation. Précisément, les agences de notation remplissent un rôle économique important : il paraît alors judicieux de les dissuader de noter de façon incorrecte. Ainsi, le régime de la responsabilité civile des agences a une fonction purement régulatrice et non compensatoire. Dans ce cas, les investisseurs, comme un maillon de la chaîne alimentaire, contrebalanceraient l’autorité des agences de notation.

270. **Un risque d’*overreliance* accru.** – En réalité, l’objectif de réduire la dépendance des investisseurs aux agences de notation pourrait également être mis à mal par l’instauration du régime de responsabilité civile des agences. Effectivement, la nouvelle réglementation européenne propose beaucoup d’amendements dont les

²⁵⁹ V. n° 283 et suivants.

²⁶⁰ Article L. 544-5 alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier : « *Les agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 engagent leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n° 1060 / 2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité.* »

²⁶¹ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Inspid Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014, p. 4.

intentions sont louables tels que le besoin pour les investisseurs de conduire leur propre évaluation du risque, plutôt que de compter uniquement sur les notes de crédit proposées par des sources externes²⁶². En revanche, beaucoup de doutes sont émis quant à la capacité de la responsabilité civile à réduire la dépendance. En réalité, elle aurait même l'effet inverse : connaissant le pouvoir dont ils bénéficient et la pression exercée sur les agences, il serait encore plus sûr pour les investisseurs de compter uniquement sur elles. Ainsi, ils pourraient transférer le risque de leur investissement aux agences de notation. Rien ne serait plus tentant pour eux. Ce nouveau régime serait alors complètement contre-productif.

271. De plus, deux des objectifs de la nouvelle réglementation européenne étaient d'augmenter la concurrence entre les agences de notation et de réduire les frais à moyen terme. Pourtant, instaurer des clauses de responsabilité civile provoquerait une augmentation des risques encourus par les agences de notation et des coûts additionnels significatifs pour intégrer le marché. Il est peu probable que l'objectif de réduction des frais ne soit atteint. De plus, la perspective du recours en responsabilité civile par des investisseurs et des émetteurs ajoute un nouvel obstacle à l'entrée de nouveaux participants de petite taille sur le marché des notations de crédit. D'ailleurs, même pour les agences de notation de grande taille, la perspective de voir engager leur responsabilité civile n'est guère réjouissante et pourrait provoquer leur refus de noter certains émetteurs. Cela serait gravement attentatoire aux marchés de capitaux qui verraient leur liquidité diminuer pour certaine catégorie d'actifs²⁶³. Il faudrait prévoir un plafond de responsabilité adapté à la taille et les moyens de l'agence. En définitive, ces critiques conduisent à penser qu'un régime de responsabilité peut être dangereux, voire complètement inadéquat s'il n'est pas encadré méticuleusement.

272. Pour mettre en œuvre un régime, il est nécessaire de prévoir un contrôle : quelle entité s'assurera de mettre en œuvre le régime de responsabilité civile des agences de notation ?

²⁶² Harry Edwards, « CRA 3 and the liability of rating agencies: inconsistent messages from the regulation on credit rating agencies in Europe », dans *Law and Financial Markets Review*, Juillet 2013.

²⁶³ Ibid.

273. **L'échec du contrôle par les organes étatiques.** – Les juridictions étatiques pourraient être à même de constituer les organes garantissant l'application du régime de responsabilité. En effet, elles seraient capables de contrôler si des erreurs ont été faites sur l'application d'une méthode. Elles pourraient également déterminer si une agence de notation a utilisé et transposé fidèlement toutes les informations à sa disposition.
274. Pourtant, certains auteurs considèrent que ce contrôle serait inapproprié pour plusieurs raisons²⁶⁴. Juger de la qualité de la notation suppose de connaître la façon d'évaluer les instruments financiers. Ainsi, si les juges peuvent exercer leur contrôle sur des éléments procéduraux ou formels, rien n'est moins sûr pour ce qui est de la substance. Effectivement, comment un organe d'Etat pourrait-il avoir la capacité, les connaissances et l'expertise pour pouvoir estimer qu'une notation est bonne ou mauvaise ? De simples juges, comme le commun des mortels, sont parfaitement incapables de reconstituer le processus de notation utilisé par les agences. De plus, il existe un autre risque : si l'Etat est l'émetteur du titre qui a été noté incorrectement, comment pourrait-il être à la fois demandeur et juge ? Il s'agirait d'un grave conflit d'intérêt dont la simple éventualité est insupportable.
275. Pour pallier à ces méfaits, Mauro Bussani²⁶⁵ propose l'établissement d'une juridiction supra-étatique afin de protéger efficacement les victimes d'une notation négligente sans leur imposer une charge lourde liée aux risques et coûts associés à la chicanerie des règles de conflit de lois. Pour lui, cette juridiction devrait disposer de cours *ad hoc* décentralisées (nationales et/ou régionales) qui suivraient un modèle de proximité avec les victimes et qui seraient donc sélectionnées en fonction du lieu du domicile du demandeur. Les appels seraient transférés à une cour suprême unique. Cette dernière devrait être dotée de juges et clerks venant d'autant de juridictions que possible, et, comme toute autre cour dans ces domaines, devrait disposer d'experts financiers indépendants.

²⁶⁴ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Insipid Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014, p. 7.

²⁶⁵ Mauro Bussani, « Credit Rating Agencies' Accountability. Short Notes on a Global Issue », dans *Global Jurist*, Vol. 10, No. 1, Advances, p.1, 2010.

276. **Responsabilité civile et liberté d'expression.** – « *As set forth more fully on the copyright, credit ratings are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities*²⁶⁶. », affirme Moody's dans sa définition de « ratings » sur son site internet. Cette citation permet d'aborder une autre difficulté qu'est la mise à mal de la responsabilité civile par la *Freedom of Speech* du *First Amendment* de la Constitution américaine. Aux Etats-Unis, les agences de notation ont souvent utilisé le fait qu'elles délivraient de simples opinions protégées par le *First Amendment* pour contrer l'engagement de leur responsabilité. Il fut un temps où elles ont même fait valoir la portée purement journalistique de leurs publications financières. Pourtant, en disant que d'un point de vue financier, elles ne puissent pas être comparées à d'autres sociétés de publications²⁶⁷, *Moody's* reconnaît indirectement que son activité n'est pas de publier mais purement financière.

277. **Une protection relative.** – Bien que les agences puissent invoquer la protection du *First Amendment*, cette liberté n'est pas absolue et les agences de notation ne sont pas exemptées des régulations des *securities laws*²⁶⁸. Les notations sont considérées comme étant des *commercial speech*²⁶⁹. Le droit américain part du postulat que le *commercial speech* peut être régulé et bénéficie d'une protection sous l'égide de la liberté d'expression moins importante que d'autres formes de discours comme le *public speech* par exemple²⁷⁰. Ainsi, par sa décision *Central Hudson Gas & Electric Corp. v Public Service Commission* (1980)²⁷¹, la Cour Suprême a déclaré que le *commercial speech* peut être régulé dans la mesure où il est faux ou trompeur. La décision *Newby v. Enron Corp.* (2005)²⁷² illustre également que la protection du *First*

²⁶⁶ <https://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx>

²⁶⁷ *Moody's, Corporation 2004 Proxy Statement Filing*, 23 Mars 2005, p. 24.

²⁶⁸ Droit des valeurs mobilières.

²⁶⁹ Discours dans le cadre de relations commerciales.

²⁷⁰ F. Partnoy, « How and Why Rating Agencies are not like other gatekeepers », dans *San Diego Legal Studies Paper n° 0746*, 2006, p. 84 et suivantes.

²⁷¹ *Central Hudson Gas & Electric Corp v. Public Service Commission*, 447 U.S. 557 (1980).

²⁷² *Newby v. Enron Corp.*, 2005 U.S. Dist.

Amendment pour les notations n'est pas absolue mais qualifiée. Ainsi, les notations peuvent être régulées comme d'autres *corporate speech*.

278. La Cour Suprême a tenu une position discontinue sur le fait que les agences de notation puissent ou non bénéficier de la protection de leurs « opinions » par le *First Amendment*. En effet, dans le cas *Dun & Bradstreet v. Greenmoss Builders* (1985)²⁷³, la Cour Suprême a considéré que les déclarations faites dans des rapports de crédit individuels n'étaient pas des questions de nature publique qui donneraient à une agence de notation les privilèges spéciaux du *First Amendment*. Pourtant, dans *Lowe v SEC*²⁷⁴, la Cour Suprême relève *in dicta*²⁷⁵ qu'il est difficile d'admettre que les opinions à propos des titres négociables ne doivent pas être protégées par la liberté d'expression.

279. Aux Etats-Unis, avant le *Dodd-Frank Act* de 2010, les agences de notation étaient exemptées de tout régime de responsabilité de plein droit par la Section 11 du *Securities Act* de 1933. Ainsi, les cours ne tenaient jamais les agences responsables. Pourtant, ces dernières auraient pu l'être quand elles commettaient des fraudes en matière de titres. Les cours rendaient des décisions disparates qui pouvaient se résumer ainsi : quand l'agence de notation jouait seulement un rôle d'assembleur d'information et n'était pas impliquée dans la structure de la transaction qui était notée, les cours ont été plus sensibles à l'argument selon lequel l'agence de notation pouvait bénéficier de la protection de la liberté d'expression. En revanche, les cours étaient plus sceptiques quand l'agence jouait un rôle important dans la structure de l'opération. En 2010, le *Dodd-Frank Act* a apporté la clarté nécessaire concernant la responsabilité des agences de notation²⁷⁶...

280. En définitive, responsabiliser les agences de notation est un défi juridique tant par l'ampleur des controverses que cela engendre que par les entités concernées. L'influence de ces agences est telle qu'elles pourraient rapidement paralyser les

²⁷³ *Dun Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders, Inc.*, 472 U.S. 749 (1985).

²⁷⁴ *Lowe v. SEC*, 472 U.S. 181, 210 n. 58 (1985).

²⁷⁵ Opinion d'un juge qui n'est pas comprise dans la solution du cas.

²⁷⁶ Aline Darbellay, *Regulating Credit Rating Agencies*, 2013, p. 77 et suivantes.

marchés financiers si les régimes de responsabilité ne respectent pas un juste équilibre entre passivité exacerbée et sévérité inappropriée.

SECTION 2

L'ÉCHEC DES RÉGIMES DE RESPONSABILITÉ CIVILE DES AGENCES DE NOTATION

281. Les régimes de responsabilité civile des agences de notation doivent procéder à un juste équilibre entre sous-dissuasion et sur-dissuasion. Les droits américain et français illustrent cet extrémisme des positions qui ne fait pas bon ménage avec une mise en place efficace d'un régime de responsabilité (§1). L'Union Européenne, quant à elle, est très nuancée, trop nuancée. Elle tente d'adopter une position équilibrée en légiférant sur la pointe des pieds (§2) sans prendre position. De plus, l'objectif des régimes de responsabilité civile des agences de notation est schizophrène : protéger les investisseurs et garantir la qualité de la notation. Il semble que l'idée qui sous-tend les régimes de responsabilité civile est purement régulatrice et concerne la qualité de la notation. La titrisation serait-elle passée d'un objectif de protection des investisseurs à l'émergence d'une responsabilisation des investisseurs ?

§1

DES RÉGIMES DE RESPONSABILITÉ CIVILE INADAPTÉS

282. **Introduction.** – A l'image des banques islamiques qui trouvent des subterfuges aux lois de la charia qui prohibent le *Ribâ*²⁷⁷, les agences de notation se montrent naturellement particulièrement féroces dans l'instauration d'un régime de responsabilité civile à leur égard. Effectivement, en droit français comme en droit américain, elles trouvent des moyens d'évincer les règles des législateurs les plus souples et d'éviter le droit de ceux les plus rigides.
283. **Un régime de responsabilité agressif.** - La tentative d'harmonisation des mesures européennes liées aux agences de notation ne relève que de la simple intention. Effectivement, le règlement (UE) n° 462/2013 introduit une responsabilité civile à l'égard des agences qui doit être appréhendée par les droits des Etats membres. Dans

²⁷⁷ Intérêt usuraire.

ce cadre, le législateur français a souhaité agir drastiquement en réaction à la crise des *subprimes*. Il introduit alors en 2010 un régime de responsabilité délictuelle et quasi-délictuelle relativement simple à mettre en œuvre pour le demandeur au détriment des agences de notation²⁷⁸. Effectivement, il suffit à ce dernier de montrer qu'il a subi un (1) dommage dû à une (2) faute – la violation par l'agence de notation d'un des devoirs prévus dans la réglementation européenne – et qu'il existe (3) un lien de causalité entre ce dommage et la faute. De plus, cette responsabilité peut être engagée par les parties et les tiers.

284. Le régime « spécial » de droit français se calque sur le principe de responsabilité pour faute de droit commun des articles 1382 et 1383 du Code civil²⁷⁹. Ainsi, il suffirait d'appliquer le droit commun français de la responsabilité délictuelle en cas de violation d'un des devoirs prévus par le règlement européen, peu importe la relation contractuelle existant entre l'agence de notation et l'émetteur permettant déjà à ce dernier d'engager la responsabilité contractuelle de l'agence dans les cas prévus par le contrat²⁸⁰.

285. Concernant la preuve de la faute, déclencher la responsabilité civile d'une agence de notation est un jeu d'enfant en droit français, contrairement au droit américain, la victime demanderesse n'a même pas besoin de démontrer une négligence, imprudence ou une fausse déclaration de la part de l'agence. Le seul fait que la note ne soit pas en conformité avec les devoirs du droit européen²⁸¹ et que cela conduise à un dommage pour l'investisseur suffit à déclencher la responsabilité.

²⁷⁸ Article L. 544-5 du Code monétaire et financier : « *Les agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 engagent leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, tant à l'égard de leurs clients que des tiers, des conséquences dommageables des fautes et manquements par elles commis dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n° 1060 / 2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité.*

Tout accord ayant pour effet de soumettre, par avance et exclusivement, aux juridictions d'un Etat tiers à l'Union européenne un différend relatif aux dispositions du règlement (CE) n° 1060 / 2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité, alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord, est réputé nul et non écrit. »

²⁷⁹ Jean Cappelle, « L'encadrement juridique des agences de notation », dans *Le Petit Juriste*, 2014.

²⁸⁰ Anne-Dominique Merville, « La responsabilité civile, pénale, administrative des agences de notation », dans *Revue Droit bancaire et financier* n°3, LexisNexis, 2013.

²⁸¹ Règlement (UE) n° 462/2013, point 22, Titre III Bis, Article 35 bis : « *Lorsqu'une agence de notation de crédit, de manière intentionnelle ou par négligence grave, a commis l'une des infractions énumérées à l'annexe III et que cette infraction a eu une incidence sur une notation de crédit, un*

286. **La réponse des agences**²⁸². – Pour se défendre face un régime aussi sévère, les agences pourraient utiliser des clauses qui aménagent leur responsabilité. Il paraîtrait opportun de se servir de ces outils car l'activité des agences de notation est aléatoire et le régime français très sévère. A cause d'un législateur européen trop laxiste²⁸³, le législateur français maintient une position défiante face aux agences : il interdit et répute non écrites « *les clauses qui visent à exclure la responsabilité des agences de notation mentionnées à l'article L. 544-4* »²⁸⁴. Néanmoins, l'effet de cet article n'est pas aussi incontrôlé que prévu. Il faut effectivement distinguer entre clauses exclusives de responsabilité et clauses limitatives de responsabilité. Seules les premières sont interdites, les secondes sont soumises au droit commun qui affirme qu'il faut une faute lourde ou dolosive pour les réputer non écrites.
287. Cependant, l'interdiction des clauses exonératoires de responsabilité se limite au droit français. Ainsi, il serait toujours possible, pour les agences de notation, de s'exonérer de leur responsabilité dans leurs contrats en choisissant un droit applicable étranger. Par exemple, Moody's soumet la plupart de ses contrats avec des parties françaises au droit britannique pour échapper à l'environnement juridique français trop incertain.
288. Ensuite, un autre défi juridique apparaît au niveau des clauses de juridiction²⁸⁵. Ces clauses désignent à l'avance le tribunal compétent en cas de litige. Les agences de notation choisissent généralement de soumettre leurs litiges aux juridictions britanniques car elles leur sont plus favorables que les tribunaux français. Le

investisseur ou un émetteur peuvent demander réparation à cette agence de notation de crédit pour le préjudice qu'ils ont subi du fait de cette infraction. »

²⁸² Jean Cappelie, « L'encadrement juridique des agences de notation », dans *Le Petit Juriste*, 2014.

²⁸³ Considérant 35 du Règlement (CE) n° 1060/2009 : « *Pour s'assurer de la qualité des notations de crédit, les agences de notation de crédit devraient prendre des mesures de nature à garantir la fiabilité des informations qu'elles utilisent aux fins de l'attribution desdites notations. À cet effet, les agences de notation de crédit devraient être en mesure de s'appuyer sur des états financiers et autres informations publiées ayant fait l'objet d'un audit indépendant, de faire procéder à une vérification par un prestataire de services tiers jouissant d'une solide réputation, de procéder à un examen par sondage des informations reçues, ou de prévoir des dispositions contractuelles stipulant clairement l'engagement de la responsabilité de l'entité notée ou de ses tiers liés, s'ils savaient que les informations fournies en vertu du contrat étaient fausses sur le fond ou trompeuses ou s'ils n'ont pas fait preuve, comme le prévoyait le contrat, d'une vigilance raisonnable concernant l'exactitude de ces informations. »*

²⁸⁴ Article L.544-6 du Code monétaire et financier.

²⁸⁵ Jean Cappelie, « L'encadrement juridique des agences de notation », dans *Le Petit Juriste*, 2014.

législateur français a réagi à cela en affirmant, à l'article L. 544-5 alinéa 2 du Code monétaire et financier, que « *Tout accord ayant pour effet de soumettre, par avance et exclusivement, aux juridictions d'un Etat tiers à l'Union européenne un différend relatif aux dispositions du règlement (CE) n° 1060 / 2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité, alors que les juridictions françaises auraient été compétentes pour en connaître à défaut d'un tel accord, est réputé nul et non écrit* ». Ainsi, le législateur pensait-il pouvoir soumettre « *les conflits qui opposent un émetteur ou un investisseur français à une agence de notation* » « *aux juridictions françaises et selon les règles du droit français* »²⁸⁶. En réalité, l'article n'empêche que les clauses soumettant les litiges aux Etats tiers à l'Union européenne, il serait ainsi parfaitement possible de choisir les juridictions britanniques ou celles d'un autre Etat membre.

289. En définitive, le droit français est défiant, agressif et hostile aux agences de notation. Le législateur met en place un régime simple que n'importe qui (parties et tiers) pourrait mettre en œuvre. C'est un régime bien trop strict qui ne prend pas en compte l'utilité économique des agences de notation. Aider les faibles certes, réprimer les forts à tout prix pourquoi ? Ce régime surprend par sa sévérité, d'autant plus que certains auteurs²⁸⁷ ont émis des doutes quant à la pertinence même de la responsabilité civile : il s'agit de sanctionner un aléa, une mauvaise prédiction. Certes, l'objectif de sanction des agences de notation serait parfaitement atteint. Pourtant, il est peu probable qu'un tel régime puisse prospérer, ce qui empêcherait malheureusement l'objectif principal – améliorer la qualité de la notation – d'être atteint. Effectivement, par des subterfuges juridiques, les agences ont réussi à se défaire complètement de ce droit « sur-dissuasif ». Par ailleurs, contrairement à l'objectif du règlement européen n° 462/2013, le droit français n'instaure pas un régime spécial de responsabilité des agences de notation, il se contente du régime de responsabilité délictuelle et quasi-délictuelle de droit commun parfaitement inadapté.

²⁸⁶ Rapport d'information du Sénat français n° 598, « Agence de notation : pour une profession réglementée », 11 juin 2012.

²⁸⁷ Xavier Clédat, « Agences de notation : la délicate mise en œuvre de leur responsabilité civile », dans *Revue Lamy Droit civil*, n°96, 2012.

290. **Un régime de responsabilité hésitant.** – Le droit américain a longtemps hésité à autoriser les recours en responsabilité contre les agences de notation²⁸⁸. Le comportement de non ingérence de ce législateur explique notamment cette tendance. Cette question a été répondue au fil du temps de façon disparate, comme en témoigne la question de la liberté d'expression. Néanmoins, la crise a catalysé ces hésitations et a décidé le Congrès américain à amender le droit fédéral en matière de valeurs mobilières, via le *Dodd-Frank Act*²⁸⁹.
291. Ainsi, les notations doivent désormais respecter les règles générales²⁹⁰ du *Securities Exchange Act* de 1934 qui interdisent la fraude, la tromperie, les fausses déclarations ou l'omission de fait essentiel concernant l'achat ou la vente de titres. Dorénavant, les agences sont soumises au même régime que celui des déclarations faites par les cabinets d'expert-comptable et par les analystes financiers²⁹¹. Cela semble logique compte tenu de l'activité financière des agences de notation²⁹². Ainsi, les notations ne sont plus exemptées de la responsabilité pour les déclarations prévisionnelles²⁹³.
292. **Une preuve difficile à apporter.** – Pourtant, il semble difficile pour la partie demanderesse d'établir la preuve que l'agence a agi en connaissance de cause²⁹⁴ en démontrant que la fraude, la tromperie, les fausses déclarations ou l'omission de fait essentiel était volontaire de sa part. Effectivement, les investisseurs n'ont pas accès à

²⁸⁸ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Insipid Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014, p. 10 et suivantes.

²⁸⁹ Tony Porter, *Transnational Financial Regulation after the Crisis*, 2014, p. 166 et suivantes.

²⁹⁰ Section 10(b) et *Rule 10b-5* du *Securities Exchange Act* de 1934.

²⁹¹ Section 15E(m)(1) du *Securities Exchange Act* de 1934 (15 U.S.C. § 78o-7(m)(1)) : « *The enforcement and penalty provisions of this title shall apply to statements made by a credit rating agency in the same manner and to the same extent as such provisions apply to statements made by a registered public accounting firm or a securities analyst under the securities laws, and such statements shall not be deemed forward-looking statements for the purposes of section 21E.* »

²⁹² V. n° 276.

²⁹³ Section 21E du *Securities Exchange Act* de 1934.

²⁹⁴ Section 21D(b)(2)(A) du *Securities Exchange Act* de 1934 (15 U.S.C. § 78u-4(b)(2)) : « *Except as provided in subparagraph (B), in any private action arising under this chapter in which the plaintiff may recover money damages only on proof that the defendant acted with a particular state of mind, the complaint shall, with respect to each act or omission alleged to violate this chapter, state with particularity facts giving rise to a strong inference that the defendant acted with the required state of mind.* »

certaines informations utilisées par les agences. Ainsi, celui à qui cette nouvelle loi pourrait profiter pleinement serait l'émetteur qui demande la notation car il entretient une relation contractuelle avec l'agence et lui fournit des informations.

293. **L'exception à la règle, le recours de la section 21D.** – Pour les demandes de réparation pécuniaire, le législateur a prévu une exception en simplifiant les critères d'engagement de la responsabilité des agences de notation. Néanmoins, ce recours semble toujours difficile à mettre en œuvre : le demandeur devra prouver que l'agence n'a pas mené (1) une enquête raisonnable ou (2) une vérification raisonnable des faits essentiels d'une source autre que l'émetteur ou le souscripteur²⁹⁵ ; et qu'elle a failli à l'un des deux devoirs précédents (3) intentionnellement ou (4) par négligence grave²⁹⁶. Enfin, le demandeur doit également démontrer devant les cours que cette omission lui a causé un dommage.

294. Parallèlement au droit français²⁹⁷, les critères de la responsabilité délictuelle sont retrouvés dans le droit américain : le demandeur devra prouver la faute (l'enquête ou la vérification déraisonnable intentionnelle ou par négligence grave), un lien de causalité entre la faute et le dommage (le demandeur doit prouver devant la cour que c'est cette faute qui lui a causé un dommage) et le dommage subi. La différence est que la faute à prouver en droit français est commise « *dans la mise en œuvre des obligations définies dans le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil, du 16 septembre 2009, précité* »²⁹⁸ alors qu'en droit américain, il s'agit d'une enquête ou d'une vérification déraisonnable. La définition de la faute est plus encadrée en droit américain. De plus, ce dernier fait état de l'intention et de la

²⁹⁵ Section 21D(b)(2)(B) du Securities Exchange Act 1934 (15 U.S.C. §78u-4(b)(2)): « *Exception In the case of an action for money damages brought against a credit rating agency or a controlling person under this chapter, it shall be sufficient, for purposes of pleading any required state of mind in relation to such action, that the complaint state with particularity facts giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed—*

(i) to conduct a reasonable investigation of the rated security with respect to the factual elements relied upon by its own methodology for evaluating credit risk; or

(ii) to obtain reasonable verification of such factual elements (which verification may be based on a sampling technique that does not amount to an audit) from other sources that the credit rating agency considered to be competent and that were independent of the issuer and underwriter. »

²⁹⁶ « *knowingly or recklessly* » qui sont les critères de l'« *egregious error* ».

²⁹⁷ Article 1382 du Code civil en cas de faute et Article 1383 du Code civil en cas de négligence.

²⁹⁸ Article L. 544-4 du Code monétaire et financier.

négligence grave de l'agence de notation. Dans le texte du droit français, il semblerait que la simple négligence suffise à engager la responsabilité de l'agence de notation.

295. **La responsabilité pour fausses déclarations d'enregistrement, le recours de la Section 11 du *Securities Act* de 1933.** – Néanmoins, un autre recours est prévu à la Section 11 du *Securities Act* de 1933 concernant la responsabilité pour fausses déclarations d'enregistrement²⁹⁹. Jusqu'au *Dodd-Frank Act*, à cause d'une règle promulguée par la SEC³⁰⁰ qui ne reconnaissait pas les notations de crédit comme des déclarations enregistrées dans le cadre d'offres publiques de titres malgré leur caractère indispensable, la section 11 ne s'appliquait pas aux agences de notation. Celles-ci étaient donc exemptées de la responsabilité pour fausses déclarations d'enregistrement. Le *Dodd-Frank Act*³⁰¹, en 2010, a mis un terme à cette exemption en abrogeant la *Rule 436(g)*³⁰².

296. **Mise en œuvre du recours.** – Pour mettre en pratique cette nouvelle responsabilité³⁰³, le demandeur doit démontrer que : (1) il a acheté le titre après que la note ait été émise, (2) l'agence de notation identifiée est l'une des parties énumérées dans la Section 11 et (3) la notation comporte une fausse déclaration ou une omission de fait essentiel. Ce recours est particulièrement pratique puisque, contrairement au *Securities Exchange Act* de 1934, le demandeur n'a pas à montrer que son dommage était dû à la notation incorrecte, ou qu'il s'est appuyé sur la déclaration de l'agence, ou que l'agence a agi intentionnellement ou par négligence grave.

²⁹⁹ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Insipid Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers* 15/2014, 2014, p. 12 et suivantes.

³⁰⁰ *Securities and Exchange Commission*

³⁰¹ Section 939G *Dodd-Frank Act*: « *Rule 436(g)*, promulgated by the *Securities and Exchange Commission* under the *Securities Act* of 1933, shall have no force or effect. »

³⁰² *Rule 436(g)* 17 CFR 230.436: « Notwithstanding the provisions of paragraphs (a) and (b) of this section, the security rating assigned to a class of debt securities, a class of convertible debt securities, or a class of preferred stock by a nationally recognized statistical rating organization, or with respect to registration statements on Form F-9 (§ 239.39 of this chapter) by any other rating organization specified in the Instruction to paragraph (a)(2) of General Instruction I of Form F-9, shall not be considered a part of the registration statement prepared or certified by a person within the meaning of sections 7 and 11 of the Act. »

³⁰³ Claire A. Hill, Brett H. McDonnell, *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, 2012, p. 286 et suivantes.

297. Comme si c'était possible, la responsabilité pour fausses déclarations d'enregistrement en droit américain est encore plus simple à mettre en œuvre que la responsabilité des droits français et européen puisque le législateur n'impose pas de démontrer de lien de causalité entre la faute et le dommage. Effectivement, le demandeur n'a pas besoin de prouver que son dommage était dû à la notation litigieuse.
298. **La qualification d'experts nommés : le début du drame.** – Pourtant, les parties ont parfois éprouvé des difficultés à faire valoir leur plainte sous la section 11 du *Securities Act*. Effectivement, les cours ont refusé de qualifier les agences de notation comme des souscripteurs au sens de cette disposition. En revanche, il est possible de poursuivre les agences en tant qu'experts nommés dans la déclaration d'enregistrement.
299. Cette responsabilité de la Section 11 est extrêmement sévère à l'égard des agences de notation puisqu'il serait relativement facile de l'invoquer. Evidemment, les agences de notation ont réagi en refusant d'inclure leurs notations dans les déclarations d'enregistrement. Les conséquences sur les investisseurs et sur les marchés financiers auraient pu être dramatiques sachant que ceux-ci ont besoin de ces notations. Ainsi, le gouvernement américain proposait des mesures gravement attentatoires à la prospérité des agences de notation. En réaction à ces faits, elles ont tout simplement décidé de se retirer. Il aurait été difficile d'imaginer un tel plan d'action par des entités dont l'utilité économique n'aurait pas été avérée.
300. **La capitulation du régime américain.** - La SEC a été forcée d'agir devant une telle menace³⁰⁴ : elle a effectivement déclaré temporairement inapplicables ces mesures aux émetteurs d'ABS qui omettent la divulgation des notations dans la déclaration d'enregistrement³⁰⁵. Cette inapplication temporaire a été prolongée jusqu'à nouvel ordre par la SEC³⁰⁶. Il est tentant de se dire qu'aux Etats-Unis, les agences de notation ont gagné le bras de fer avec le législateur. Pourtant, ce n'est pas complètement vrai

³⁰⁴ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Insipid Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014, p. 12 et 13.

³⁰⁵ SEC, No-Action Letter, Ford Motor Credit Company LLC, 22 Juillet 2010.

³⁰⁶ SEC, No-Action letter, Ford Motor Credit Company LLC, 23 novembre 2010.

puisque l'inapplication de la mesure ne vaut que pour les émetteurs d'ABS. Ainsi, les émetteurs d'actions et obligations ordinaires qui sont obligés d'inclure les notations dans leur déclaration d'enregistrement, peuvent invoquer la responsabilité de l'agence de notation par la Section 11 du *Securities Act* de 1933. De plus, cette inapplication est temporaire et pourrait très bien être révoquée dans le futur si les notations d'ABS posaient des difficultés.

301. **Conclusion.** – En définitive, les régimes américains et français se rapprochent car ils ont suivi une même direction intransigeante vers la responsabilisation des agences de notation par un régime de responsabilité civile. Néanmoins, des divergences peuvent être mises en lumière. D'une part, le législateur américain semble avoir instauré un mécanisme de responsabilité à contre-courant de ses idées libérales. Il a néanmoins suivi les standards internationaux du *Financial Stability Board* en facilitant progressivement – lentement mais sûrement – les recours en responsabilité contre les agences de notation. Pourtant, une certaine faiblesse ne peut qu'être constatée quand les agences de notation ont commencé à exercer des pressions sur lui. Faiblesse qui peut également être comprise comme une volonté de dialogue et de pragmatisme : il a analysé les avantages et les inconvénients dans leur globalité par rapport au marché et a estimé qu'il fallait apporter une réponse équilibrée aux agences de notation. Tout s'obtient par le dialogue et le consensus.

302. D'autre part, le législateur français respecte lui aussi les exigences du *Financial Stability Board*. A l'inverse des Etats-Unis, il agit de façon unilatérale, quelque peu injuste et sans négociation. Il ne semble pas y avoir de dialogue avec les différents acteurs. Comme dans beaucoup d'autres textes législatifs français, il faut observer la présence d'un « méchant » fort qu'il faut sanctionner et de « pauvres victimes » qu'il faut défendre : les « méchantes » agences contre les « gentils » investisseurs. De plus, contrairement au droit américain et à l'objectif du règlement n° 462/2013, le législateur français n'instaure pas de régime spécial de responsabilité des agences de notation mais utilise le régime de responsabilité de droit commun déjà en place et parfaitement inadapté. Effectivement, à l'inverse du droit américain où la faute de la Section 21D du *Securities Exchange Act* de 1934 doit être intentionnelle ou résulter d'une négligence grave, le texte du droit français ne précise rien et laisse penser que la simple négligence de l'agence suffirait à invoquer sa responsabilité. Par

conséquent, le droit français est un régime beaucoup plus sévère que le droit américain.

303. A quel prix cette partialité extrême se solde-t-elle ? Les agences de notation feront tout pour éviter le droit français impulsif et instable en prévoyant une juridiction et un droit étranger dans le contrat. L'influence et la réputation du droit français ne seront qu'amoinnées. Ensuite, évidemment, le *Big Three* des agences de notation est américain et il peut se détecter un soupçon de patriotisme chez *Uncle Sam*. Finalement, les deux régimes sont quelque peu inadaptés : l'un est trop laxiste, voire à la merci des agences de notation, l'autre est trop rigide. La nécessité d'un juste équilibre est criante.

§2

LA TENTATIVE AVORTÉE D'ÉQUILIBRE ENTRE IMMUNITÉ ET RESPONSABILITÉ EXCESSIVE : LE RÉGIME DE RESPONSABILITÉ CIVILE EUROPÉEN

304. **Introduction.** – En réaction aux effets attentatoires des notations du *Big Three*³⁰⁷ et de leur contribution à la crise financière de 2007, la troisième initiative législative européenne fut publiée le 31 mai 2013. L'Union Européenne est très déterminée à réglementer celles qu'elle tient pour principales responsables des maux de la crise des *subprimes*³⁰⁸. Le règlement (UE) n° 462/2013, modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009, apporte une réponse européenne à l'*overreliance* dans les agences de notations³⁰⁹. Ainsi, le principal objectif de ce règlement est de diminuer le risque de dépendance des investisseurs à ces entités. Il met à leur disposition et à celle des émetteurs un nouveau recours afin d'engager la responsabilité des agences de notation qui sera l'objet exclusif de cette étude. Cependant, réduire l'*overreliance* de ces acteurs sur les agences de notation peut être lourd de conséquences s'il n'est pas fait correctement, il faut mesurer l'intégralité des paramètres afin de ne pas faire échouer

³⁰⁷ Moodys, Standard & Poor's et Fitch Ratings.

³⁰⁸ Thomas Cottier, Rosa M. Lastra, Christian Tietje, Lucía Satragno, *The Rule of Law in Monetary Affairs*, Cambridge, 2014, p. 195 et suivantes.

³⁰⁹ Mads Andenas, Iris H-Y Chiu, *The Foundations and Future of Financial Regulation, Governance for Responsibility*, 2013, p. 220.

cet objectif.

305. Les raisons de l'introduction de la responsabilité civile des agences de notation en Europe.

– Le considérant n° 32 du nouveau règlement éclaire sur les raisons qui ont influencé la Commission européenne, le Conseil et le Parlement Européen à mettre en place une nouvelle cause d'action à l'encontre des agences de notation : *« Les notations de crédit, qu'elles soient émises à des fins réglementaires ou non, influent de manière significative sur les décisions d'investissement ainsi que sur l'image et l'attrait d'un émetteur sur le plan financier. Les agences de notation de crédit ont donc, vis-à-vis des investisseurs et des émetteurs, la responsabilité importante de veiller à ce que le règlement (CE) n° 1060/2009 soit respecté, de manière à garantir des notations de crédit indépendantes, objectives et de bonne qualité. Toutefois, les investisseurs et les émetteurs ne sont pas toujours en mesure d'invoquer la responsabilité des agences de notation de crédit à leur égard. »*

306. Ainsi, le règlement caractérise bien l'intention première du législateur : *« la responsabilité importante de veiller ... à garantir des notations de crédit indépendantes, objectives et de bonne qualité. »* Officieusement, celui-ci souhaite moins défendre l'intérêt des investisseurs que d'améliorer la qualité des notations et donc des titres sur les marchés financiers. Le législateur européen a alors la bonne idée d'ériger les investisseurs (et les émetteurs) en régulateurs³¹⁰ : ce sont eux qui joueront un rôle de contrepoids face à la prééminence des agences de notation. L'objectif de la loi est donc purement régulateur : c'est un règlement de la fonction des agences de notation qui promeut les intérêts des investisseurs et des émetteurs uniquement par voie de conséquence.

307. Conditions du recours européen en responsabilité. – Afin d'effectuer un recours en responsabilité sous le nouveau régime européen de responsabilité civile, les investisseurs qui n'entretiennent généralement pas de relation contractuelle avec l'agence de notation défenderesse devront montrer que³¹¹ : (1) l'agence de notation de crédit a commis une infraction énumérée à l'annexe III du règlement (CE) n°

³¹⁰ Mads Andenas, Iris H-Y Chiu, *The Foundations and Future of Financial Regulation, Governance for Responsibility*, 2013, p. 220 et suivantes.

³¹¹ Article 35 bis du règlement (UE) n° 462/2013.

1060/2009, (2) l'infraction a été commise intentionnellement ou avec négligence grave, (3) l'infraction a eu un impact sur la notation et causée une perte chez l'investisseur et (4) 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 notation³¹².

308. **L'infraction commise par l'agence de notation.** – L'article 35 bis (1) du règlement dispose que « *lorsqu'une agence de notation de crédit, de manière intentionnelle ou par négligence grave, a commis l'une des infractions énumérées à l'annexe III et que cette infraction a eu une incidence sur une notation de crédit, un investisseur ou un émetteur peuvent demander réparation à cette agence de notation de crédit pour le préjudice qu'ils ont subi du fait de cette infraction.* ». Ainsi, il faut observer plusieurs conditions pour enclencher cette responsabilité. Tout d'abord, il faut pouvoir montrer qu'une des infractions énumérées à l'annexe III a été commise par l'agence de notation de crédit. A l'inverse des Etats-Unis où il faut montrer la fraude, la tromperie, les fausses déclarations ou l'omission de fait essentiel, le nouvel article ne requiert que la violation d'un des devoirs cités en annexe.
309. Le spectre des devoirs à respecter pour les agences de notation est très large. Il comporte beaucoup d'exigences procédurales, de devoirs organisationnels concernant, par exemple, l'indépendance des administrateurs ou leur rémunération... Il semble difficile, pour les investisseurs, d'établir une infraction relative à ces devoirs. Cela appuie à nouveau l'idée phare que la réglementation est purement régulatrice et recherche davantage une emprise sur les agences de notation que la protection des investisseurs *per se*.
310. Néanmoins, l'annexe III inclut également des infractions plus substantielles. Ainsi, le demandeur peut prouver, par exemple, qu'une des infractions suivantes a été commise par une agence de notation : ne pas s'assurer que les analystes aient les connaissances et l'expérience appropriées pour les devoirs assignés³¹³ ou ne pas adopter de mesures

³¹² Andrew Wanambwa, « Civil liability of Credit Rating Agencies », dans *Norton Rose Fulbright*, Mars 2014, p. 18 et suivantes.

³¹³ Paragraphe 1(27) de l'Annexe III du règlement n° 1060/2009.

pour assurer que les notations de crédit se fondent sur une analyse rigoureuse de toutes les informations disponibles³¹⁴.

311. **L'intention ou la négligence grave.** – Ensuite, l'infraction doit être « intentionnelle » ou bien résulter d'une « négligence grave » de la part de l'agence de notation. Le choix de ce degré de faute s'explique par la technicité de l'activité de l'agence de notation qui est sujette à des aléas. Des méthodes différentes peuvent donner des résultats différents en matière de notation sans qu'aucuns ne puissent être considérés comme inexacts. Par opposition, on remarque que la « simple négligence » ne suffit pas. Cette exclusion rappelle le droit américain³¹⁵ où le demandeur devait prouver que, « *knowingly or recklessly* »³¹⁶, l'agence n'avait pas mené d'enquête ou de vérification raisonnable de fait essentiel. Par ailleurs, le droit européen impose que la « négligence grave » soit définie par les droits nationaux³¹⁷, ce qui risque de poser des difficultés d'uniformité sur cette notion³¹⁸.

312. **Le lien entre l'infraction et le préjudice.** – L'article 35 bis (1) du règlement (UE) n° 462/2013 dispose que l'« *infraction a eu une incidence sur une notation de crédit* » et que le préjudice est subi « *du fait de cette infraction* ». Ainsi, la notation doit être différente de ce qu'elle aurait été à cause de cette infraction. A contrario, si l'infraction ne provoque aucun changement quant à la notation, l'investisseur ou l'émetteur ne peut pas demander réparation. De plus, cela paraît logique d'établir un lien entre le préjudice subi par l'investisseur et la notation litigieuse. Enfin, il est intéressant de constater que le législateur a pris soin de ne pas qualifier la notation d'« *incorrecte* » dans le règlement. D'après Matthias Lehmann, cela tient au fait que l'activité des agences de notation, qui est celle de pronostiquer, est naturellement sujette à un aléa qui ne peut être qualifié d'incorrect³¹⁹. Le législateur a donc fait

³¹⁴ Paragraphe 1(42) de l'Annexe III du règlement n° 1060/2009.

³¹⁵ Section 21D(b)(2)(B) du Securities Exchange Act de 1934 (15 U.S.C. §78u-4(b)(2)).

³¹⁶ Intentionnellement ou par négligence grave.

³¹⁷ Article 35 bis (4) du règlement (UE) n° 462/2013.

³¹⁸ V. n° 322 et suivants.

³¹⁹ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Insipid Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014, p. 16.

preuve de diplomatie.

313. **La spécificité inhérente au demandeur : l'enclenchement de la responsabilité civile par l'investisseur.** – L'article 35 bis (1) alinéa 2 du règlement (UE) n° 462/2013 dispose que l'investisseur doit montrer qu'il s'est raisonnablement appuyé sur la notation, « *conformément à l'article 5 bis, paragraphe 1, ou autrement en faisant preuve de toute la diligence requise* », pour prendre sa décision d'investir dans l'instrument financier couvert par cette notation de crédit, de le détenir ou de le céder. Ainsi, cet alinéa, en plus d'insister sur le lien entre l'infraction et la notation, affirme que cette dépendance à la notation doit être conforme à l'article 5 bis et d'un devoir de diligence de la part de l'investisseur. L'article 5 bis exige de l'investisseur qu'il engage sa propre évaluation du risque inhérent au crédit, et qu'il ne s'appuie pas seulement et mécaniquement sur la notation de l'agence.
314. La question soulevée par cet article est ténue puisqu'il faudra déterminer dans quelle mesure l'investisseur doit conduire sa propre évaluation des risques et son devoir de diligence. D'une part, dans l'hypothèse où l'investisseur aurait mené sa propre évaluation des risques, le droit britannique³²⁰ exige, par exemple, que l'investisseur utilise la même diligence qu'un investisseur raisonnable et prudent aurait exercée dans de telles circonstances. D'autre part, dans l'hypothèse où l'investisseur n'aurait pas conduit sa propre évaluation, il semble peu probable qu'il soit considéré comme « un investisseur raisonnable et prudent ».
315. Par conséquent, il faut s'attendre à ce que le montant accordé au titre des dommages-intérêts dépende de la qualité de l'évaluation interne ou du devoir de diligence menée par l'investisseur. Si celle-ci est complètement imparfaite ou biaisée, il semble peu probable qu'il puisse bénéficier de dommages-intérêts élevés.
316. **L'enclenchement de la responsabilité civile de l'agence par l'émetteur.** – Selon l'article 35 bis (1) alinéa 3 du règlement, l'émetteur peut demander réparation dès lors qu'il montre que « *son instrument ou ses instruments financiers sont couverts par*

³²⁰ Harry Edwards, « CRA 3 and the liability of rating agencies : inconsistent messages from the regulation on credit rating agencies in Europe », dans *Law and Financial Markets Review*, Juillet 2013, p. 189.

cette notation de crédit et que l'infraction n'a pas été causée par des informations trompeuses et inexactes fournies par l'émetteur à l'agence de notation de crédit, directement ou par l'intermédiaire d'informations accessibles au public ».

317. L'émetteur est le grand gagnant de l'instauration de la responsabilité civile européenne à l'égard des agences de notation. Effectivement, il entretient déjà un lien contractuel avec l'agence de notation au terme duquel il pourrait réclamer des dommages-intérêts en cas de violation du contrat. Ainsi, même si le cumul des responsabilités contractuelle et délictuelle n'est souvent pas permis, l'émetteur dispose d'une protection complète : il peut invoquer l'une ou l'autre des responsabilités en fonction de la situation. Effectivement, le considérant 32³²¹ du règlement reconnaît qu'il pourrait subir un dommage non couvert par la responsabilité contractuelle et que la nouvelle responsabilité civile lui permettrait de faire fi de ce risque. Il faut, néanmoins, qu'il ne fournisse pas à l'agence d'informations trompeuses et inexactes. En d'autres termes, il faut qu'il soit de bonne foi.

318. **La charge de la preuve.** – Ensuite, afin de prouver l'infraction de l'agence de notation au règlement et l'incidence de cette infraction sur la notation, l'investisseur ou l'émetteur doivent apporter des « *informations précises et circonstanciées* »³²². La charge de la preuve incombe alors à l'investisseur ou à l'émetteur. Le législateur européen laisse les cours des Etats membres interpréter la notion d' « *informations précises et circonstanciées* » à la lumière « *du fait que l'investisseur ou l'émetteur peuvent ne pas avoir accès à des informations qui demeurent purement dans la sphère de l'agence de notation de crédit* ».

319. Cette indication d'interprétation est quelque peu confuse. Il pourrait s'agir d'apprécier avec un certain degré d'indulgence les informations utilisées comme preuves par les investisseurs ou les émetteurs. En effet, certains auteurs ont affirmé qu'il suffisait de

³²¹ Considérant n° 32 du règlement (UE) n° 462/2013 : « *Un émetteur peut aussi éprouver des difficultés à invoquer la responsabilité civile de l'agence de notation à son égard même lorsqu'il est lié contractuellement avec celle-ci: par exemple, une baisse de notation de crédit, décidée sur la base d'une infraction au règlement (CE) n° 1060/2009 commise de manière intentionnelle, par négligence grave, peut avoir un effet négatif sur la réputation et les coûts de financement d'un émetteur, causant ainsi à celui-ci un préjudice même s'il n'est pas couvert par la responsabilité contractuelle.* »

³²² Article 35 bis (2) sous-paragraphe 1 du règlement (UE) n° 462/2013.

prouver l'infraction par l'agence et son impact sur la note³²³. Néanmoins, cela retirerait toute utilité au sous-paragraphe 1. Matthias Lehmann suggère alors de comprendre ensemble les deux sous-paragraphe. Ainsi, le demandeur doit apporter, dans la mesure du possible, des informations précises et circonstanciées à propos de l'infraction et son impact sur la notation. L'interprétation de « la mesure du possible » est laissée à chaque cour nationale au cas par cas³²⁴.

320. **Les limitations de la responsabilité civile**³²⁵. – Le règlement prévoit également deux conditions cumulatives à la limitation de responsabilité civile des agences de notation. Effectivement, il faut, tout d'abord, que cette limitation (1) soit raisonnable et proportionnée puis (2) autorisée par le droit national applicable conformément au paragraphe 4. L'article précise ensuite que toute limitation qui ne respecterait pas ces deux conditions, ou toute exclusion de responsabilité civile n'a aucun effet juridique. Par ces dispositions, le droit national a un véritable droit de regard sur les clauses de limitation de responsabilité. Les législateurs des Etats membres choisissent alors arbitrairement les limitations conformes à leur droit national qui seraient, de surcroît considérées par lui comme « raisonnables et proportionnées ». En réalité, cet article a un double objectif : laisser aux Etats membres la liberté de prévoir certaines limitations de responsabilité et donner aux législateurs nationaux une indication quant au caractère raisonnable et proportionné que ces limitations doivent comporter.

321. Pourtant, les caractères « *raisonnable* » et « *proportionné* » sont « *interprétés et appliqués conformément au droit national* », selon le paragraphe 4 de l'article 35 bis du même règlement. Par conséquent, il est difficile d'imaginer que la Cour de Justice de l'Union Européenne ne statue à l'encontre des Etats membres sur l'interprétation de « *raisonnable et proportionné* ». Cela présente des difficultés concernant l'uniformité du droit dans l'Union Européenne, la crédibilité du contrôle supranational, la présence d'un marché unique de capitaux et la capacité du droit

³²³ Anatol Dutta, « Die neuen Haftungsregeln für Ratingagenturen in der Europäischen Union: Zwischen Sachrechtsvereinheitlichung und europäischem Entscheidungseinklang », *Wertpapier-Mitteilungen*, 2013.

³²⁴ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Insidious Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014, p. 18.

³²⁵ Article 35bis (3) du règlement (UE) n° 462/2013.

européen à légiférer... En effet, étant donné l'interdiction de toute exclusion de responsabilité civile posée par l'article 35 bis paragraphe 4 du même règlement, le seul droit de regard du droit européen serait si l'un des Etats membres excluait complètement la responsabilité civile des agences de notation, ce qui est très peu probable d'arriver.

322. **L'interprétation en fonction des droits nationaux.** – Le règlement laisse un certain nombre de termes à la merci de l'interprétation des droits nationaux : « *préjudice* », « *intention* », « *négligence grave* », « *raisonnablement appuyé* », « *diligence requise* », « *incidence* », « *raisonnable* » et « *proportionné* ». La liste est longue et il semble que la traduction en droit français ne reflète pas complètement l'ampleur de cette disposition. Effectivement, la traduction anglaise du règlement affirme indirectement que la liste des termes que les droits nationaux peuvent interpréter n'est pas exhaustive. Elle fait état en effet de « *terms such as* » « *damage* », « *intention* », « *gross negligence* », ... » alors que la version française sous-entend que cette liste serait limitative : « *les termes de* » « *préjudice* », « *intention* », « *négligence grave* »... ». Dans ce mémoire, sera considérée la version anglaise du règlement. Ainsi, l'ampleur du pouvoir d'interprétation des droits nationaux est complètement démesurée et hors de contrôle puisque l'article fait état de « *terms such as* », ce qui implique qu'il y en aurait davantage³²⁶.

323. Un autre élément surprenant est la nature de cette réglementation : il s'agit d'un règlement. Or, ce type d'actes est censé être transposé en l'état dans lequel il se trouve. Il ne devrait pas être autant en proie à l'interprétation des droits nationaux. Pourquoi ne pas avoir utilisé de directive par exemple ? Ensuite, les caractéristiques du règlement sont également abimées. N'établissant aucune obligation stricte sans l'application du droit d'un des Etats membres, pourquoi conserverait-il sa nature contraignante et son applicabilité directe ?

324. Ainsi, à la lecture de ce règlement, il n'est même pas possible de déceler une responsabilité civile des agences de notation. Il faut constamment se référer aux droits nationaux pour pouvoir tirer un tant soit peu de sens. Effectivement, ce n'est pas

³²⁶ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Inispid Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014, p. 18.

étonnant puisque ce qui est laissé à l'interprétation des droits nationaux est le corps de la règle : « *préjudice* », « *intention* », « *négligence grave* », « *raisonnablement appuyé* », « *diligence requise* », « *incidence* », « *raisonnable* » et « *proportionné* ». En laissant une telle marge d'interprétation aux droits nationaux, le droit européen faillit à son objectif d'uniformité. Effectivement, il devait établir un régime de responsabilité civile européen. En réalité, il laisse cette intention aux Etats membres de l'Union Européenne qui conservent une souveraineté importante dans ce domaine. L'uniformité ne peut donc être atteinte quand tous les Etats peuvent définir de façon différente les termes principaux du règlement.

325. Un autre risque émerge : celui de l'absence de mise en place de régime spécial de responsabilité civile des agences de notation. Effectivement, certains Etats membres peuvent souhaiter appliquer leur régime de responsabilité de droit commun. Ainsi, les agences de notation se verront appliquer un régime différent dans chaque Etat membre. Le contrôle de la CJUE, seul espoir de réunification, serait complètement inapproprié : faut-il sanctionner les Etats alors qu'ils sont expressément autorisés à interpréter tous les mots clés du règlement ? De plus, il semble également délicat que la Commission puisse poursuivre un Etat membre pour ne pas s'être conformé au règlement : elle se heurterait aux dispositions du règlement qui appuient l'interprétation arbitraire des Etats-membres.

326. **Conclusion.** – En définitive, la raison qui a poussé le législateur européen à légiférer de façon aussi superficielle peut être un désaccord politique³²⁷. Effectivement, il est plus simple de ne pas se positionner fermement pour ne pas avoir à subir les foudres des uns et des autres. Ainsi, le régime de responsabilité européen est un régime qui ne présente aucune menace européenne *per se* vis-à-vis des agences de notation. Le législateur européen ne prend pas partie du tout puisqu'il laisse des définitions de standards primordiaux et décisifs aux droits nationaux des Etats-membres au risque d'avoir des régimes de responsabilité civile des agences de notation disparates, voire absents ou trop virulents. En réalité, il délègue la décision d'imposer une responsabilité civile des agences de notation de crédit aux Etats qui peuvent choisir de la mettre en place ou non. Par conséquent, l'objectif de responsabilisation des agences

³²⁷ Matthias Lehmann, « Civil Liability of Rating Agencies : An Insipid Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014, p. 21.

n'est pas atteint. De plus, donner un blanc seing aux Etats membres revient à leur conférer une responsabilité importante. Effectivement, s'ils légifèrent trop sévèrement, ils pourraient affecter leur réputation et leur marché financier³²⁸ et s'ils affectent leur marché, cela pourrait se répercuter sur le marché européen...

327. **Conclusion. De la protection des investisseurs à la responsabilisation des investisseurs.** – En définitive, la responsabilité civile des agences de notation dissimule une émergence sous-jacente de responsabilisation des investisseurs. En effet, par sa volonté extrême de vouloir sanctionner les agences de notation, le législateur français érige un droit en apparence protecteur des investisseurs. En réalité, c'est un droit tellement dissuasif qu'il ne sera sans doute pas suivi par les agences de notation. Ainsi, malgré lui, le législateur dresse une protection des investisseurs qui s'avère vaine car les parties chercheront l'application d'autres droits.

328. De plus, le législateur européen affirme ouvertement que l'objectif du nouveau régime est de préserver la qualité de la notation. Ainsi, indemniser les investisseurs n'est que la conséquence logique de l'objectif du nouveau régime européen. Le législateur se sert alors des investisseurs comme régulateurs, comme contre-pouvoir à la toute puissance des agences de notation. Par conséquent, il les responsabilise en leur confiant cette nouvelle fonction.

329. Enfin, l'objectif de réduire la dépendance des investisseurs aux agences de notation est affirmé explicitement par le nouveau règlement (UE) n° 462/2013 : c'est également un début de responsabilisation des investisseurs. Effectivement, l'une des conditions du nouveau recours en responsabilité impose aux investisseurs qu'ils se soient « *raisonnablement appuyés* » sur la notation de l'agence pour prendre leur décision d'investir. Par cette condition, le législateur a entendu mettre en garde la naïveté inappropriée des investisseurs qui comptent aveuglément sur les notations des agences. Ainsi, cette dépendance excessive est définie par le règlement à l'article 5 bis (1). Cet article, qui s'applique aux participants du marché commercial tels que les « *établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises*

³²⁸ Brigitte Haar, « Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3 – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence », *University of Oslo, Research Paper Series*, Février 2013, p. 18.

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 », exige que ces entités mènent leur propre évaluation des risques de crédit. De plus, cet article leur interdit de recourir exclusivement ou mécaniquement aux notations des agences pour évaluer la qualité du crédit d'une entité ou d'un instrument financier. Par conséquent, les investisseurs commerciaux qui n'évaluent pas leurs investissements de façon indépendante et comptent mécaniquement sur les notations des agences, pourraient avoir des difficultés à faire valoir leur plainte sous l'article 35 bis du règlement (UE) n° 462 / 2013.

330. De plus, le législateur européen est allé plus loin en affirmant explicitement son intention de responsabilisation des investisseurs. En effet, afin de voir leur recours validé, les investisseurs privés doivent faire 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. La diligence requise se définit comme l'attention qu'un investisseur raisonnablement prudent aurait portée dans les mêmes circonstances. Même si l'étendue de la diligence requise n'a pas été définie, le Royaume-Uni a opté pour le critère du caractère raisonnable de la prudence de l'investisseur. Désormais, l'investisseur est un être doué de raison.
331. Enfin, le laxisme du législateur américain par rapport à la mise en application du régime de responsabilité civile des agences de notation de la Section 11 du *Securities Act* de 1933 montre bien qu'il favorise indirectement la responsabilisation des investisseurs.
332. En définitive, le nouveau régime de responsabilité civile des agences de notation marque le début d'une évolution de l'idée qui sous-tend la titrisation : le passage de la protection à la responsabilisation des investisseurs.

CONCLUSION – TITRISATION & CROWDFUNDING

334. L'étude de la titrisation est passionnante. Elle inspire de nouvelles techniques et permet d'estimer leur viabilité. Pourtant, ce qui la rend encore plus fascinante, c'est la relation qu'elle entretient avec les investisseurs. D'abord, elle les prend sous son aile, ensuite, elle les éduque pour finalement les laisser prendre leur envol.
335. Depuis son lancement jusqu'à aujourd'hui, le droit des titres³²⁹ a tenu une ligne d'action très protectrice des investisseurs. Pourtant, depuis la crise des *subprimes*, il faut être plus nuancé. D'un pas haletant, les législateurs se tournent progressivement vers ceux qui avaient toujours été immaculés de tout devoir dans les opérations de titrisation : les investisseurs. En effet, les droits ne les traitent pas comme les autres organes de la titrisation sur lesquels ils portent un regard plus accusateur. Ainsi, ils les informent et améliorent leur diligence face à des parties hostiles. *Un investisseur averti en vaut deux*. Qu'advierait-il des investisseurs si le droit n'intervenait pas ou peu ?
336. Le 5 avril 2012, Obama promulgue le *JOBS act*³³⁰ et affirme « *It was critical that we cut taxes and make more loans available to entrepreneurs. So today after a long and tough fight, I am signing a small business jobs bill that does exactly that.* ». Ainsi, cette nouvelle loi autorise la *US Securities and Exchange Commission* (SEC) à proposer des règles qui permettraient au grand public d'accéder au *crowdfunding*. La Commission européenne a également invité les citoyens à s'exprimer sur les avantages d'une éventuelle loi permettant le développement du *crowdfunding* en Europe.
337. Le *crowdfunding* consiste en l'utilisation d'une plateforme internet pour lever des fonds grâce aux contributions d'investisseurs indépendants. Ainsi, des entrepreneurs

³²⁹ *Securities Law*.

³³⁰ *Jumpstart Our Business Startups act*.

ou petites entreprises présentent leur projet et le montant qu'ils nécessitent sur un des sites prévus à cet effet qui leur donnent accès aux investisseurs du monde entier. Grâce au *crowdfunding*, n'importe qui peut être un investisseur. C'est la traduction littérale du « financement par la foule ».

338. En quoi le *crowdfunding* est-il étroitement corrélé au droit des titres ? Le *crowdfunding* est pleinement une question de droit des titres et pose plusieurs difficultés non résolues de façon satisfaisante à ce jour. Tout d'abord, les investissements via ces plateformes se font en réalité par l'achat de titres qui devraient normalement déclencher des exigences onéreuses d'enregistrement. Ensuite, la question de la qualification juridique de la plateforme internet trait d'union entre les investisseurs et les entrepreneurs peut laisser également dubitatif. Enfin, l'accès à tout type d'investisseurs pose la question de leur degré de connaissances et d'information : sont-ils en mesure d'évaluer le risque ?
339. S'il stimule la croissance économique et la création d'emplois par les petites entreprises, le *crowdfunding* est un mode de financement qui n'est pas sans danger pour les investisseurs. En effet, sa structure fait étrangement penser à une opération de titrisation dépourvue de ses protections. Ainsi, il ébranle les marchés de la dette par des plateformes comme *LendingClub Corp.* et *Propser Marketplace Inc.* qui se sont développées en donnant à des individus lambda la capacité d'investir dans des prêts. Ainsi, *Social Finance*, par exemple, permet à des étudiants de refinancer leur dette à un taux plus bas en permettant aux anciens de devenir leurs prêteurs³³¹... Les investisseurs gagnent ainsi de l'argent par le remboursement des prêts. Cela semble familier, n'est-ce pas ?
340. Les mêmes questions que nous nous sommes posés pour l'étude de ce mémoire émergent. Qu'advient-il des investissements quand la plateforme internet est insolvable ? Force est de constater que ces plateformes ne sont pas des entités *bankruptcy remote*. Par exemple, une cour hollandaise a récemment approuvé la faillite d'un de ces intermédiaires : *Sellaband*, une plateforme internet liée à des projets musicaux. Que se passe-t-il si le projet n'est pas réalisé ou si l'emprunteur ne

³³¹ Pui-Wing Tam, « Crowdfunding Lures Investors Seeking Stock Over Goggles », dans *Bloomberg*, 9 avril 2014.

peut rembourser son emprunt ? Une fois encore, il ne semble pas que les investisseurs soient protégés des risques de faillite de leur débiteur. Le risque est d'autant plus exacerbé que la base des investisseurs est illimitée. Tout le monde peut participer : du moins averti au plus professionnel des investisseurs. Pourtant, la *UK Financial Conduct Authority* estime que 50% à 70% des nouveaux projets collapsent³³². Ensuite, dans une interview très pédagogique, la *Michigan Securities Division* répond à la question « *How does an investor know if the company that is offering and selling its securities via the internet is legitimate?* » par « *Investors should always thoroughly investigate all investment opportunities* ». Le risque est bien réel.

341. En définitive, la question du *crowdfunding* fait parler d'elle des deux côtés de l'Atlantique. Effectivement, le *JOBS act* a insufflé un vent régulateur dans l'Union Européenne et ses Etats membres. Il ferait un excellent sujet de droit comparé : « *La mise en œuvre du JOBS Act en Europe* ». Même si nous n'entrerons pas dans les méandres de cette analyse, nous pouvons affirmer d'ores et déjà qu'elle alimente le fil conducteur de ce mémoire : nous sommes passés de la protection à la responsabilisation des investisseurs. Dans la titrisation, la responsabilisation est forcée par le droit tandis que, dans le *crowdfunding*, elle atteint son paroxysme en utilisant uniquement la conscience propre des investisseurs.

342. Futurs investisseurs, gardez à l'esprit que *le risque est de ne pas savoir ce que vous faites*.

³³² Mirzha de Manuel, "Investor Protection and Crowdfunding", dans *CFA Institute Magazine*, mars/avril 2014, p. 41.

I. OUVRAGES

Mads ANDENAS, Iris H-Y CHIU

The Foundations and Future of Financial Regulation, Governance for Responsibility, 2013.

Jean-Michel BEACCO, Benoît HUBAUD

Titrisation, Maillon clé du financement de l'économie, Eyrolles, 2013.

Thierry BONNEAU

Droit bancaire, Montchrestien, 2013.

Thierry BONNEAU, France DRUMMOND

Droit des marchés financiers, Economica, 2010.

Gérard CORNU

Vocabulaire juridique, 8^{ème} édition, PUF, 2007.

Thomas COTTIER, Rosa M. LASTRA, Christian TIETJE, Lucía SATRAGNO

The Rule of Law in Monetary Affairs, Cambridge, 2014.

Alain COURET, Hervé LE NABASQUE

Droit financier, 2012, n° 822.

Aline DARBELLAY

Regulating Credit Rating Agencies, 2013.

Patrick D. DOLAN

Securitizations: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series), 2014.

Valerio FORTI

La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété, Fondation Varenne, Collection des Thèses, 2012.

Günter FRANKE, Thomas WEBER

Tranching and Pricing in CDO-Transactions, Juin 2011.

Thierry GRANIER, Richard ROUTIER, Paul LE CANNU

Droit Commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation, Précis Dalloz, Septembre 2010.

Pierre-Michel LE CORRE

Droit et pratique des procédures collectives 2013/2014, Dalloz Action, 2013.

Philippe MALAURIE, Laurent AYNÈS

Les biens, Defrénois, Droit Civil Et Procédure Civile, 2010.

Raj PANASAR, Philip BOECKMAN

European Securities Law, Oxford, 2010.

Philippe PÉTEL

Procédures collectives, Cours Dalloz, 2011.

André PRÜM

La titrisation, Anthemis, 2008.

Philippe RAIMBOURG, Martine BOIZARD

Ingénierie financière, fiscale et juridique, 2^{ème} édition, Dalloz Action, 2009.

David RAMOS MUÑOS

The Law of Transnational Securitization, Oxford, 2010.

Zine SEFKALI

Droit des financements structurés, Revue Banque Edition, 2004.

Joseph TANEGA

Securitisation Law: EU and US Disclosure Regulations, Lexisnexis, 2009.

II. ARTICLES

Mauro BUSSANI

« Credit Rating Agencies' Accountability. Short Notes on a Global Issue », dans *Global Jurist*, Vol. 10, No. 1, Advances, p. 1, 2010.

Jean CAPPELIE, « L'encadrement juridique des agences de notation », dans *Le Petit Juriste*, 2014.

Xavier CLÉDAT

« Agences de notation : la délicate mise en œuvre de leur responsabilité civile », dans *Revue Lamy Droit civil*, n°96, 2012.

Mirzha DE MANUEL

« Investor Protection and Crowdfunding », dans *CFA Institute Magazine*, mars/avril 2014.

Anatol DUTTA

« Die neuen Haftungsregeln für Ratingagenturen in der Europäischen Union: Zwischen Sachrechtsvereinheitlichung und europäischem Entscheidungseinklang », *Wertpapier-Mitteilungen*, 2013.

LES ÉCHOS

http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_taux-d-actualisation.html?ISzU3ohVjtzk83Sv.99.

Harry EDWARDS

« CRA 3 and the liability of rating agencies: inconsistent messages from the regulation on credit rating agencies in Europe », dans *Law and Financial Markets Review*, Juillet 2013.

FINANCIAL STABILITY BOARD

Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, Peer Review Report, 12 mai 2014.

GLOBAL LEGAL GROUP, LATHAM & WATKINS

The International Comparative Legal Guide to : Securitisation 2012, 2012.

George GOODERHAM

« More than words », dans *IFLR*, Novembre 2013.

Brigitte HAAR

« Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3 – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence », *University of Oslo, Research Paper Series*, Février 2013.

Sabine HADDAD

« La période suspecte dans la procédure collective pour éviter toute dissimulation », 19 décembre 2012.

Henri HOVASSE, Nathalie MARTIAL-BRAZ

Fascicule 2260 : La Titrisation, JurisClasseur, 3 avril 2013.

IOSCO

<http://centerforfinancialstability.org/wp/?p=3854>

Christian JIMENEZ

« Pour relancer le crédit, la BCE doit innover », *Les Échos*, 25 août 2014.

Andreas JOBST, IMF

« Back to Basics, What is Securitization? », dans *Finance & Development*, Septembre 2008.

Xavier de KERGORMMEAUX, Christine GALLEBEART

« La fiducie, enfin ! », RTDF 2007.

Matthias LEHMANN

« Civil Liability of Rating Agencies : An Insipid Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014.

Anne-Dominique MERVILLE, « La responsabilité civile, pénale, administrative des agences de notation », dans *Revue Droit bancaire et financier n°3*, LexisNexis, 2013.

William SAFIRE

« Skin in the game », dans *The New York Times*, 17 septembre 2006.

SÉNAT FRANÇAIS

Rapport d'information du Sénat français n° 598, « Agence de notation : pour une profession réglementée », 11 juin 2012.

STRUCTURED FINANCE INDUSTRY GROUP

Public Comment on European Banking Authority Consultation Issued May 22, 2013 regarding proposed Regulatory Technical Standards in relation to risk retention (EBA/CP/2013/14), 21 août 2013.

Hervé TOURAINE, Olivier BERNARD

« La notion de *true sale* en droit français : enjeux, sens et problématiques », *Revue trimestrielle de droit financier* 2007.

Andrew WAMAMBWA

« Civil liability of Credit Rating Agencies », dans *Norton Rose Fulbright*, Mars 2014.

III. JURISPRUDENCE

Com. 26 avril 2000, *pourvoi n° 97-10.415*.

Com. 7 décembre 2004, *pourvoi n° 02-20.732*.

Com. 22 novembre 2000, *pourvoi n° 03-15.669*.

Com. 15 avril 2008, *pourvoi n° 03-15.969*.

Com. 16 mars 2010, *Société Everest c. Monsieur Serrano, pourvoi n° 09-11.430*.

Com. 8 mars 2011, *pourvois n° 10-13.988, 10-13.989 et 10-13.990*.

IV. RÉGLEMENTATIONS

Code civil

Code de commerce

Code des Procédures Collectives

Code monétaire et financier

The Board of the International Organization of Securities Commissions, *Code of Fundamentals for Credit Rating Agencies, Consultation Report*, Février 2014.

Directive 89/647/CEE du Conseil, du 18 décembre 1989, relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit.

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

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

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

Règlement délégué (UE) n° 625/2014 de la Commission du 13 mars 2014 complétant le règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences pour les investisseurs, sponsors, prêteurs initiaux eu égard à l'exposition au risque de crédit transféré

Loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988, relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création du fonds communs de créances.

Décret n° 89-158 du 9 mars 1989 portant application des articles 26 et 34 à 42 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 et relatif aux fonds communs de créances.

Loi n° 93-06 du 4 janvier 1993 relative aux sociétés civiles de placement immobilier, aux sociétés de crédit foncier et aux fonds communs de créances.

Loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.

Loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier.

Loi n° 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière.

Loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.

Loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier.

L'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008 transposant la directive 2005/68/ CE du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des fonds communs de créances.

Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie.

Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers.

I. OUVRAGES

John ARNHOLZ, Edward E. GAINOR

Offerings of Asset-Backed Securities, Second Edition, 2014.

John C. COFFEE Jr.

Gatekeepers : The Professions and Corporate Governance, Oxford, 2006.

John C. COFFEE Jr.

Rating Reform: The Good, The Bad and The Ugly, Septembre 2010.

Michael L. COOK, Jessica L. FAINMAN, Schulte Roth & Zabel LLP New York City

The Bankruptcy Code's Automatic Stay, Janvier 2008.

Aline DARBELLAY

Regulating Credit Rating Agencies, 2013.

Patrick D. DOLAN

Securitizations: Legal and Regulatory Issues (Securities Law Series), 2014.

Melanie L. FEIN

Securities Activities of Banks, 2011.

Valerio FORTI

La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété,
Fondation Varenne, Collection des Thèses, 2012.

Günter FRANKE, Thomas WEBER

Tranching and Pricing in CDO-Transactions, Juin 2011.

David GINOCCHI, Dorian GUINARD, Sarah-Marie MAFFESOLI, Sébastien
ROBBE

Les modèles juridiques français et américain : influences croisées, L'Harmattan,
2009.

Claire A. HILL, Brett H. McDONNELL

Research Handbook on the Economics of Corporate Law, 2012.

Kevin T. JACKSON

Building Reputational Capital : Strategies for Integrity and Fair Play that Improve the Bottom Line, Oxford, 2004.

Jason H.P. KRAVITT, Mayer Brown LLP

Securitization of Financial Assets, Second Edition, Aspen Publishers 2011.

Michael LEWIS

Flash boys, W. W. Norton & Company, 31 Mars 2014.

Christine A. PAVEL

Securitization, 1989.

Hester PEIRCE, James BROUGHEL

Dodd-Frank : What It Does and Why It's Flawed, 2013.

David RAMOS MUÑOS

The Law of Transnational Securitization, Oxford, 2010.

J. ROSENTHAL, J. OCAMPO

Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance, 1988.

Ann RUTLEGE, Sylvain RAYNES

Elements of Structured Finance, 2010.

Steven L. SCHWARCZ, Bruce A. MARKELL, Lissa L. BROOM

Securitization, Structured Finance, and Capital Markets, 2004.

M. John STERBA, JR.

Legal Opinions Letters : A Comprehensive Guide to Opinion Letter Practice, 2003.

Joseph TANEGA

Securitisaton Law: EU and US Disclosure Regulations, Lexisnexis, 2009.

II. ARTICLES

Mauro BUSSANI

« Credit Rating Agencies' Accountability. Short Notes on a Global Issue », dans *Global Jurist*, Vol. 10, No. 1, Advances, p.1, 2010.

Jean CAPPELIE

« L'encadrement juridique des agences de notation », dans *Le Petit Juriste*, 2014.

William D. COHAN

« SEC Sues the One Rating Firm Not on Wall Street's Take », dans *Bloombergview*, 30 septembre 2012, <http://www.bloombergview.com/articles/2012-09-30/sec-sues-the-one-rating-firm-not-on-wall-street-s-take>

COMMITTEE ON BANKRUPTCY AND CORPORATE REORGANIZATION OF THE ASSOCIATION OF THE BAR OF THE CITY OF NEW YORK
« Structured Financing Techniques », *50 Bus. Law.* 527, 554 (1995).

Mirzha DE MANUEL, « Investor Protection and Crowdfunding », dans *CFA Institute Magazine*, mars/avril 2014, p. 41.

FINANCIAL STABILITY BOARD

Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, Peer Review Report, 12 mai 2014.

FITCHRATINGS,

Criteria for Special-Purpose Vehicles in Structured Finance Transactions, Mai 2012.

GLOBAL LEGAL GROUP

The International Comparative Legal Guide to : Securitisation 2012, 2012.

George GOODERHAM

« More than words », dans *IFLR*, Novembre 2013.

John P. HUNT

« Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement », dans *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, N° 1.

IOSCO

<http://centerforfinancialstability.org/wp/?p=3854>

Benjamin J. KEYS, Tanmoy MUKHERJEE, Amit SERU et Vikrant VIG

Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans, décembre 2008.

Thomas S KIRIAKOS, partner David S CURRY, partner Mayer Brown LLP

« Asset securitisation and the effect of insolvency on special purpose vehicles under US bankruptcy law », dans *The Americas Restructuring and Insolvency Guide 2008/2009*.

Matthias LEHMANN

« Civil Liability of Rating Agencies : An Insidious Sprout from Brussels », *LSE Law, Society and Economy Working Papers 15/2014*, 2014.

MOODY'S

Corporation 2004 Proxy Statement Filing, 23 Mars 2005.

MOODY'S

<https://www.moody's.com/Pages/amr002002.aspx>

F. PARTNOY

« How and Why Rating Agencies are not like other gatekeepers », dans *San Diego Legal Studies Paper n° 0746*, 2006.

William SAFIRE

« Skin in the game », dans *The New York Times*, 17 septembre 2006.

STRUCTURED FINANCE INDUSTRY GROUP

Public Comment on European Banking Authority Consultation Issued May 22, 2013 regarding proposed Regulatory Technical Standards in relation to risk retention (EBA/CP/2013/14), 21 août 2013.

Pui-Wing TAM

« Crowdfunding Lures Investors Seeking Stock Over Goggles », dans *Bloomberg*, 9 avril 2014.

US PRACTICAL LAW

<http://us.practicallaw.com> : Structured lending and securitisation.

III. JURISPRUDENCE

Ables v. Major Funding Corp.,

(*In re Major Funding Corp.*)

82 B.R. 443 (Bankr. S.D. Tex. 1987).

A.B. Lewis Co. v. National Investment Corp.,

421 S.W.2d 723 (Tex. Civ. App. 1967).

Buckhead America Corp.,

Nos. 91-978 to 91-986, (Bankr. Del. Sept. 27. 1999).

Central Hudson Gas & Electric Corp v. Public Service Commission,
447 U.S. 557 (1980).

Cohen v. Army Moral Support Fund,
(*In re Bevill, Bresler & Schulman Asset Mgmt. Corp.*),
67 B.R. 557 (D.N.J. 1986).

Contractors' Equipment Supply Co., In re
(9th Cir. 1988).

Dun Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders, Inc.,
472 U.S. 749 (1985).

Fireman's Fund Insurance Cos. v. Grover,
(*In re Woodson Co.*), 813 F.2d 266,
(9th Cir. 1987).

Lowe v. SEC,
472 U.S. 181 (1985).

Matter of Federated Dep't Stores, Inc.,
Nos. 1-90-00130, 1-90-00132, 1-90-00133, 1-90-00134, 1990 Bankr. LEXIS 2453, at
5 (Bankr. S.D. Ohio, Nov. 21, 1990).

Newby v. Enron Corp.,
U.S. Dist. (2005).

IV. RÈGLEMENTATIONS

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Public Law 111-203,
July 21, 2010).

« *Revised proposed risk retention rule* » *to implement the Dodd-Frank Act*

Securities Act of 1933

Securities Exchange Act of 1934.

SEC, No-Action Letter, Ford Motor Credit Company LLC, July 22, 2010.

SEC, No-Action letter, Ford Motor Credit Company LLC, November 23, 2010.