
La notion de titrisation

Thierry Granier
Professeur à Aix-Marseille Université

Directeur du *Pôle Banque Finance Patrimoine* (PBF) : <http://pole-bfp-facdedroit.univ-amu.fr>, Faculté
de droit et de science politique – Aix-Marseille Université

Membre du Centre de droit économique (EA 4224) – Aix-Marseille Université.

thierry.granier@univ-amu.fr

A noter : Cette contribution a été présentée lors de la Table ronde sur « La titrisation des actifs : régime et garanties », organisée par le Centre français de droit comparé le 15 juin 2016 (coordonnée par Véronique Magnier, professeur à l'université Paris-Saclay). Elle fera l'objet d'une publication par la Société de législation comparée.

Introduction

Les organisateurs de la Table ronde ont choisi de voir aborder la titrisation sous l'angle du droit comparé ; la démarche est appropriée dans la mesure où il s'agit d'une technique utilisée sur tous les continents, comme d'ailleurs bon nombre de mécanismes financiers, compte tenu de la caractéristique de la matière. Ces mêmes organisateurs ont souhaité consacrer des propos introductifs à la délimitation de la notion de titrisation. Le choix est pertinent car, même si la matière a fait l'objet de nombreux écrits, il ressort de cette doctrine que les auteurs ne se sont pas attaqués *frontalement* à la notion de titrisation.

Différentes explications plus ou moins satisfaisantes peuvent être avancées. Par exemple, il faut rappeler que, même si l'idée qui sous-tend le mécanisme n'est pas complètement nouvelle, le système en cause est relativement nouveau et il a fallu nécessairement en premier lieu appréhender les composantes techniques qui sont complexes au premier abord avant de se lancer dans une réflexion plus ample. De plus, il faut observer que la titrisation a une forte dimension économique et financière, et ce sont les définitions liées à ces disciplines qui ont été mises en avant, l'approche purement juridique ayant été secondarisée.

C'est ainsi que certains spécialistes de finance ont pu définir la titrisation comme : « *Un mécanisme permettant de transformer un ensemble d'actifs, en général des créances non nécessairement*

matérialisées par des titres négociables et éventuellement destinées initialement à être conservées par le prêteur jusqu'à leur terme, en des titres négociables appelés génériquement ABS (Asset Backed Securities ou Actifs Adossés à des Créances)¹ ». De manière plus développée, des spécialistes d'économie indiquent que la titrisation combine trois caractéristiques importantes qui expliquent son attractivité. Ces caractéristiques sont les suivantes :

- l'assemblage d'un portefeuille d'actifs,
- la déconnexion entre le risque de crédit du portefeuille et celui de l'initiateur du montage via le recours à un véhicule ad hoc et
- le découpage en plusieurs tranches de l'émission de titres adossés à ce portefeuille².

La lecture de ces définitions conduit à relier l'opération de titrisation aux marchés financiers, dans la mesure où ils expriment une « *marchéisation* » du risque de crédit assumé par la banque à l'origine. Il s'agit d'adosser des actifs (créances) au marché en cherchant à optimiser la rentabilité de l'opération. La vision est essentiellement instrumentale et la titrisation apparaît comme un processus de transformation de créance en titres qui permet de déconnecter le risque de crédit de portefeuille de celui du cédant banquier. Il convient de remarquer que ces définitions sont construites à partir du point de vue de ce dernier qui semble ainsi bénéficier d'un outil intéressant pour transférer les risques qu'il supporte.

Du côté des définitions juridiques, il faut noter une évolution. Dans un premier temps, l'article 34 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 indiquait que le fonds commun de créances avait « *pour objet exclusif d'acquérir des créances détenues par des établissements de crédit ou la caisse des dépôts et consignations en vue d'émettre, en une seule fois, des parts représentatives de ces créances* ». Autrement dit, la titrisation était présentée comme une opération de nature bancaire prise en charge par une entité, le fonds commun de créances, qui avait pour mission d'acquérir des créances et d'émettre des parts adossées à ces créances. Le mécanisme était élémentaire, mais figé : il a changé de physionomie par la suite.

En effet, l'article L. 214-168 du code monétaire et financier énonce aujourd'hui que 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, l'octroi de prêts 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 créance, par la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance, ou encore par le recours à l'emprunt ou à d'autres formes de ressources. »*

Cette formulation envisage pratiquement toutes les facettes de la titrisation et il faut remarquer de manière incidente qu'elle est compatible avec les standards internationaux de la matière. Elle fournit divers renseignements. Tout d'abord, comme dans l'ancienne définition, on comprend qu'un véhicule de titrisation prend en charge l'opération, mais il a pris de l'ampleur. En effet, il ne s'agit plus seulement pour cette entité d'acquérir des créances, il est désormais question d'acquérir des actifs, d'octroyer des prêts et de passer des contrats financiers. De même, le véhicule n'aura plus seulement pour rôle d'émettre des parts, mais il pourra faire des émissions d'instruments financiers,

¹ R. Portrait et P. Poncet, Finance de marché, Dalloz, 2014, p. 1002.

² P. Artus, J.-P. Betbèze, C. de Boissieu et G. Capelle-Blancard, La crise des subprimes, Rapport au conseil d'analyse économique, 2008, p. 193.

faire des emprunts et utiliser des contrats financiers. De plus, le texte met en lumière une finalité pour l'organisme qui a la possibilité de s'exposer à des risques, mais qui a l'obligation de couvrir ces mêmes risques.

Ainsi, la titrisation apparaît comme une opération complexe dans le sens où elle se compose d'une chaîne d'opérations reliées entre elles et coordonnées par l'action d'un organe dédié. Elle répond à la définition du montage juridique proposée par le professeur Didier Poracchia qui, dans sa thèse, le définissait comme « *toute combinaison d'actes réalisée en vue de la création d'un effet déterminé* »³. La définition juridique met donc en relief une première caractéristique de la titrisation qui se présente systématiquement comme un montage juridique (I). La définition légale de l'opération de titrisation met également en lumière un objectif pour l'organisme de titrisation qui peut certes s'exposer à des risques, mais qui doit organiser la couverture de ces risques. Dans cette optique, l'opération de titrisation s'inscrit dans une logique de financement (III). Cette logique n'a pas été celle privilégiée dans un premier temps ; les définitions économiques et financières, précédemment évoquées, ont mis l'accent sur l'objectif du cédant qui souhaite transférer une partie des risques nés à la suite de crédit qu'il a consenti. Ainsi, l'opération de titrisation est considérée comme un instrument permettant de passer d'un risque de crédit à un risque de portefeuilles sur les marchés et relève dans cette perspective d'une logique financière (II).

I. La titrisation : un montage juridique

Quels que soit le pays dans lequel la titrisation est mise en place, nous sommes en présence d'un montage qui peut avoir des supports différents selon que l'opération est établie dans un système régi par la *common law* (A) ou dans un système soumis au droit romano germanique (B).

A. Les montages de titrisation dans les pays régis par le système de *common law*

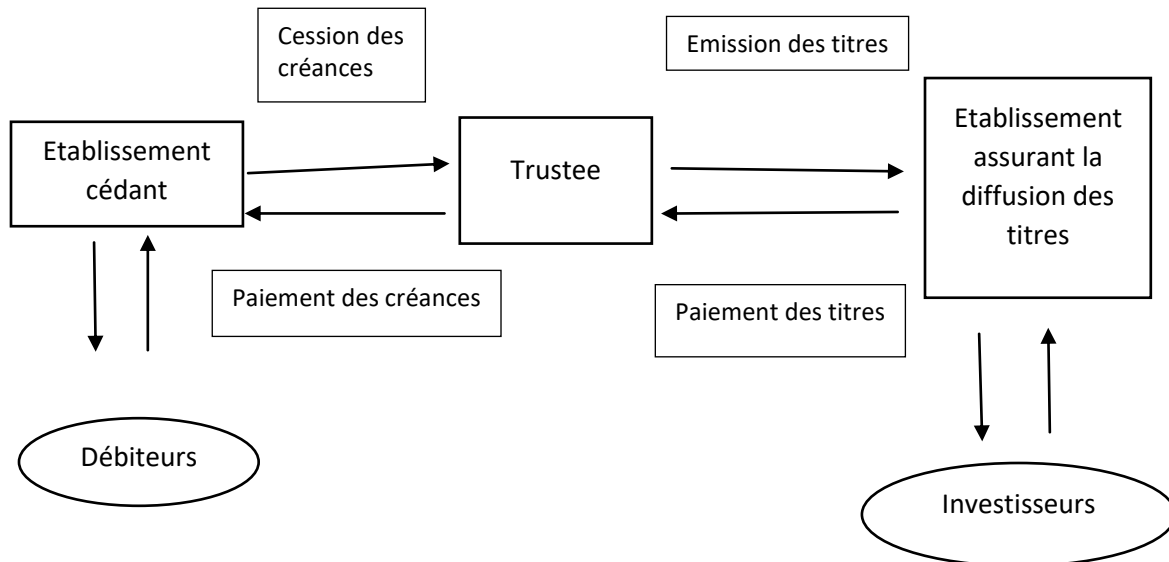
La titrisation est née aux Etats-Unis dans un contexte économique favorable où elle est apparue dans un premier temps comme un moyen efficace de refinancement de l'activité immobilière⁴. Au-delà de ce contexte, il faut noter que le mécanisme de titrisation s'y est installé de manière naturelle car il n'a pas été utile de créer un dispositif juridique dédié. En effet, les opérateurs ont eu recours au système du trust qui permet à un opérateur le « constituant » (*settlor*) de se dessaisir d'une partie de son patrimoine afin de le faire gérer par un autre opérateur le « trustee », soit à son profit, soit au profit d'un tiers (*beneficiary* ou *cestui que trust*). Le trust a de nombreuses utilisations en droit américain telles que la gestion ou la transmission d'un patrimoine familial, l'affectation d'une partie du patrimoine à des activités à but désintéressé... Sa plasticité lui permet également d'être un outil de financement en matière de financement car la technique est efficace pour sécuriser des opérations et pour isoler des actifs. Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que le trust ait été utilisé pour la réalisation des opérations de titrisation. En effet, concrètement l'établissement qui souhaite se refinancer, cède ses créances à un *trustee* qui finance leur acquisition en émettant des titres diffusés auprès des investisseurs par le biais d'un établissement bancaire. En d'autres termes, un montage

³ D. Poracchia, Recherche sur les montages conçus par les professionnels du droit, Thèse, Université Aix-Marseille, 1997, p. 27.

⁴ Pour un historique de l'instauration et du développement de la titrisation aux Etats-Unis, voir : V. Forti, La titrisation des créances en droit comparé, contribution à l'étude de la propriété, Fondation Varenne, collection des thèses, 2012, p. 30 et s.

articulé par le trust se met en place pour organiser les flux financiers qu'implique une titrisation, il peut être résumé de manière élémentaire par le schéma qui suit.

Schéma de titrisation élémentaire



La mise en œuvre d'une titrisation en Angleterre répond à une problématique comparable à celle des Etats-Unis. La libéralisation du marché hypothécaire intervenue dans les années 1980 avec l'avènement d'un nouveau pouvoir (incarné par Madame Margaret Thatcher) a favorisé l'expansion de ce marché, le besoin de liquidité des créances en question s'est fait sentir et les techniques de mobilisation de ces créances ont été utilisées. Parmi elles, la titrisation est apparue comme un instrument intéressant, étant entendu que le cadre légal ne faisait pas obstacle à l'opération. En effet, comme aux Etats-Unis, le trust peut être utilisé et les techniques de cession de créances permettent la réalisation du montage qu'entraîne une titrisation⁵. La situation était quelque peu différente au moment de l'instauration de la titrisation dans les pays régis par le système romano-germanique où le mécanisme a généré un montage spécifique.

B. Les montages de titrisation dans les pays régis par le système romano-germanique

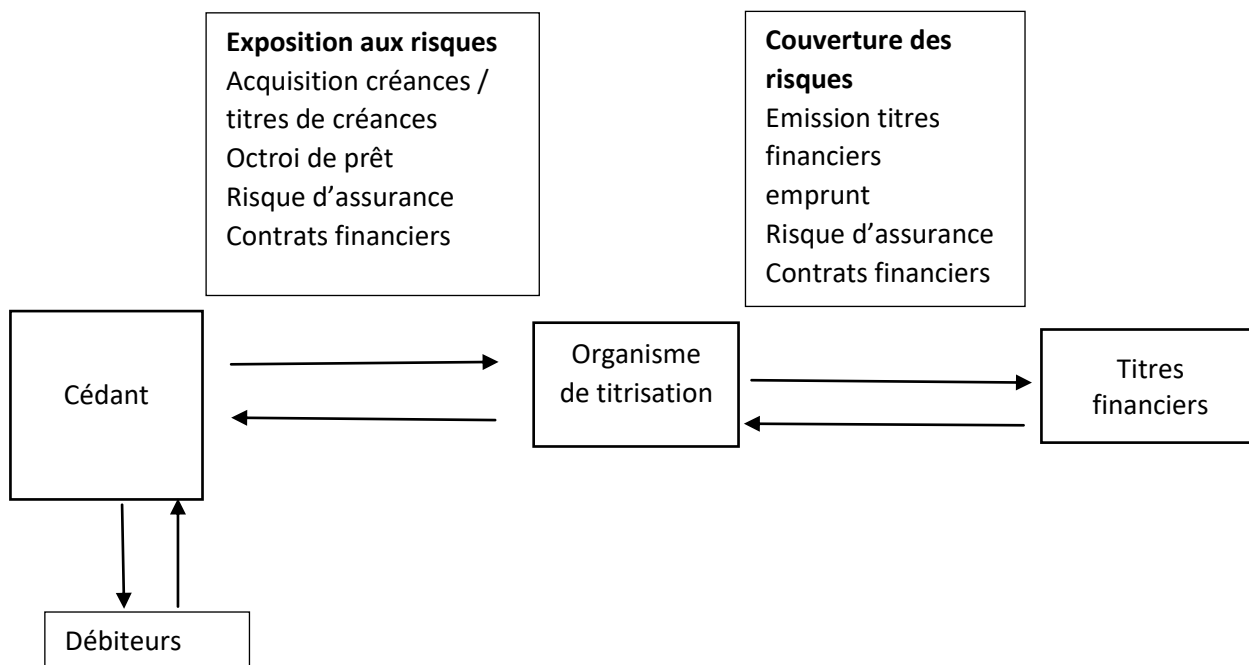
Dans les pays soumis au système de romano-germanique, le contexte économique était comparable à celui des pays de *common law*. En effet, le plus souvent, la recherche d'une dynamisation du marché des créances hypothécaires a conduit les opérateurs à se tourner vers la titrisation qui est un des moyens possibles. Le problème qui se posait plus spécifiquement pour son implantation était

⁵ V. Forti, La titrisation des créances en droit comparé, contribution à l'étude de la propriété, Fondation Varenne, collection des thèses, 2012, p. 34.

qu'il n'existait pas dans l'arsenal juridique de ces systèmes un outil comme le trust. De plus, les techniques de cession de créances déterminées par les textes n'étaient pas adaptées non plus. Dans ces conditions, le législateur a dû dessiner le cadre juridique de l'opération. Précisément, il a installé un organe dédié à la titrisation et a fixé les règles de sa mise en œuvre.

Pour prendre l'exemple français, c'est la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 (précité) qui a instauré le dispositif de titrisation dans ses articles 34 et suivants. Ce texte a été revu et modifié à plusieurs reprises⁶ et il est aujourd'hui intégré dans le code monétaire et financier⁷. Ces textes définissent l'architecture de la titrisation, ils ont créé un véhicule de titrisation dénommé : « organisme de titrisation » qui se décline sous deux formes. D'une part, le fonds commun de titrisation, qui est une copropriété sans personnalité morale dont l'administration est prise en charge par une société de gestion, les flux financiers étant conservés dans un établissement dépositaire. D'autre part, l'organisme peut fonctionner sous la forme d'une société de titrisation qui a donc la personnalité morale et qui est également gérée par une société de gestion. Le législateur a donc souhaité offrir un choix aux acteurs entre deux entités ayant des caractéristiques différentes. Pour ce qui est des modalités de l'opération, c'est également la loi qui a défini la technique de cession des créances particulière, et qui a offert la possibilité pour ces organismes non seulement d'acquérir des créances, mais aussi de passer des contrats financiers, de s'exposer à des risques d'assurance et de faire des prêts, l'ensemble de ces opérations devant être couvertes par des émissions de titres, la passation de contrats financiers ou des emprunts (ces éléments ont été rapidement mentionnés en introduction).

Schéma élémentaire d'une opération de titrisation en droit français :



⁶ Sur l'évolution de la législation relative à la titrisation en France, voir : P. Le Cannu, Th. Granier et R. Routier, Instruments de paiements de crédit titrisation, Dalloz, coll. : Précis, 2016, p. 519 et s.

⁷ Articles L. 214-167 à L. 214-190 et D. 214-216-1 à D. 214-240 du code monétaire et financier.

Dans les autres pays de système romano-germanique, la démarche a été comparable. L'expérience de l'Italie est intéressante car avant qu'un texte intervienne, les acteurs avaient régulièrement recours au montage suivant : l'établissement qui avait l'intention de se financer cédait ses créances à un autre établissement, ce dernier faisait un prêt pour financer cette acquisition. Une émission de titres était faite parallèlement par un « véhicule » de droit étranger utilisée pour rembourser le prêt. Puis une loi, intervenue assez tardivement (1999), a aménagé la possibilité pour les entreprises de céder leurs créances à une société constituée *ad hoc*, tenue d'affecter les sommes remboursées par les débiteurs cédés exclusivement au remboursement des titres qu'elle a émis pour financer l'acquisition des créances. Ces créances constituent un patrimoine d'affectation distinct de celui de la société. Ainsi, de la même manière qu'en France, le législateur a mis sur pied un dispositif adapté à la titrisation qui se traduit par l'instauration d'une entité particulière agissant dans le cadre d'un régime déterminé⁸.

C'est de la même manière que la titrisation a été installée sur le continent africain. Par exemple, le législateur marocain dans les années 2000⁹ a créé un fonds de placement collectif en titrisation qui pourra fonctionner avec ou sans personnalité morale¹⁰. Il utilise un établissement dépositaire qui va accueillir les flux financiers¹¹ et une société de gestion pour prendre en charge l'administration du fonds¹². De même dans le cadre des activités du traité de l'Union Economique et monétaire de l'Ouest africain (UEMOA)¹³, le législateur communautaire¹⁴ a établi un régime spécifique pour les opérations de titrisation dans les pays de la Zone couverte par le traité par le règlement n° 02/2010/CM/UEMOA en date du 30 mars 2010, relatif aux fonds communs de titrisation de créances et aux opérations de titrisation¹⁵. C'est ainsi, qu'un fonds commun de titrisation de créances (FCTC) a été créé. Cette entité n'a pas la personnalité morale et elle est qualifiée de copropriété sans que les règles relatives à l'indivision lui soient applicables. Elle va être constituée par deux acteurs : une société de gestion¹⁶ et un dépositaire¹⁷. Ces deux intervenants vont prendre en charge l'opération. Les structures retenues par le législateur communautaire africain rappellent donc celles du Maroc et de la France.

⁸ Le système de titrisation en Italie est décrit *in* : V. Forti, La titrisation de créance en droit comparé, Contribution à l'étude du droit de propriété, Thèse Poitiers, 2011, précité, p. 82 et s.

⁹ Voir la loi n° 10-98, puis la loi n° 33-06 ; ces textes sont disponibles sur le site <http://adala.justice.gov.ma/FR/Home.aspx>.

¹⁰ Pour une description du dispositif, voir : Th. Granier, Le cadre juridique de la titrisation au Maroc, RTDF, n° 4, 2011, p. 238 ; F. Lacroix, V. Hatton, M. Mourahib et O. Lemseffer, Le Maroc réforme sa loi sur la titrisation et ouvre de nouvelles perspectives pour le financement de l'économie au Maroc, Droit & Expertise, 10 avril 2013, p. 8.

¹¹ Les dépositaires ont un statut réglementé, ce sont des établissements bancaires et financiers agréés par les pouvoirs publics.

¹² Les sociétés de gestion ont un statut spécifique, elles sont agréées par l'administration après avis du Conseil Déontologique des valeurs mobilières (CDVM) qui assure la surveillance de leur activité.

¹³ Ce traité a pour objectif la mise en place d'un marché ouvert et concurrentiel sur un territoire comprenant les différents pays signataires.

¹⁴ Des autorités communautaires ont été installées et elles légifèrent dans le périmètre dessiné par le traité.

¹⁵ V. Th. Granier, Le règlement UEMOA (Union économique et monétaire ouest africaine) relatif aux fonds communs de titrisation de créances et aux opérations de titrisation, RTDF, n°2, 2010, p. 117.

¹⁶ La société de gestion a un statut réglementé et elle est placée sous la surveillance du CREPMF (régulateur financier).

¹⁷ Le dépositaire possède le statut d'établissement bancaire, il répond donc à la réglementation du traité UEMOA dans ce domaine. Son rôle dans l'opération de titrisation est déterminé par le régulateur financier de la ZONE (CREPMF).

En définitive, le bref rappel des conditions du développement de la titrisation à travers le monde et la manière dont le procédé a été installé montrent qu'en toutes hypothèses, cette opération prend la forme d'un montage juridique qui implique l'utilisation d'entités dédiées autour desquelles vont s'articuler les activités de plusieurs acteurs reliés entre eux par des contrats plus ou moins sophistiqués et parfois spécifiques. Cette caractéristique est donc une constante importante qui doit être prise en compte pour délimiter la notion de titrisation ; elle doit être complétée par d'autres composantes susceptibles d'aider à la compréhension du système. En effet, ce montage a été appréhendé par les premiers acteurs dans une optique bien précise de nature financière.

II. La titrisation : montage juridique à objectif financier

Il est apparu, dans un premier temps, que les opérateurs ont été séduits par une caractéristique de la titrisation qui permet de transformer des créances en titres financiers, cette opération dynamise ces créances qui deviennent ainsi liquides. En effet, il convient de rappeler qu'à l'origine la titrisation, née aux Etats-Unis s'y est développée surtout dans l'objectif de financer l'immobilier. Ainsi, d'emblée, les titulaires des créances immobilières grevées d'une hypothèque étaient essentiellement les établissements du secteur bancaire et financier, ceci explique d'ailleurs que la titrisation à l'origine est un processus relevant de la banque et de la finance. Les acteurs en cause ont logiquement privilégié la caractéristique du mécanisme de titrisation qui permet d'opérer un transfert des risques de crédit qu'ils portaient vers un risque de portefeuille porté par des investisseurs.

Sans revenir en détail sur le processus qui s'est engagé aux Etats-Unis, il faut retenir que diverses circonstances ont conduit à une multiplication des catégories de prêts à risque distribués massivement et de manière très peu rigoureuse du fait de la segmentation des rôles dans la distribution des prêts. Pour résumer, contrairement à ce qui se passe le plus souvent en France, la mise en place d'un prêt fait intervenir des opérateurs différents exerçant chacun une fonction propre. Par exemple, une banque généraliste octroie le prêt, un courtier peut assurer la relation commerciale et l'étude du risque, tandis que la gestion du crédit peut être prise en charge par un gestionnaire, un prestataire distinct de la banque. Dans ce système, les prêts immobiliers, puis par la suite d'autres types de prêts, ont été instruits par des agents qui n'en assumaient pas tous les risques... mais qui étaient rémunérés pour chaque opération. Ils avaient tout intérêt à multiplier les offres de crédit, ceci d'autant plus qui leur était possible de céder les créances constituées par ces crédits. Il existait en effet des organismes financiers qui rachetaient les portefeuilles de crédits aux prêteurs, puis les revendaient aux investisseurs en assurant même parfois le risque de défaillance de l'emprunteur initial. Certains de ces organismes¹⁸, ont joué un rôle moteur dans la titrisation qui a contribué à diffuser les risques portés par les crédits distribués sans rigueur.

L'ensemble de cette situation a contribué à faire augmenter fortement le volume des crédits à risque distribués aux Etats-Unis. Par ailleurs, le fait que le mécanisme de titrisation permette aux yeux des acteurs impliqués de diluer ce risque dans les marchés financiers globalisés a certainement accéléré

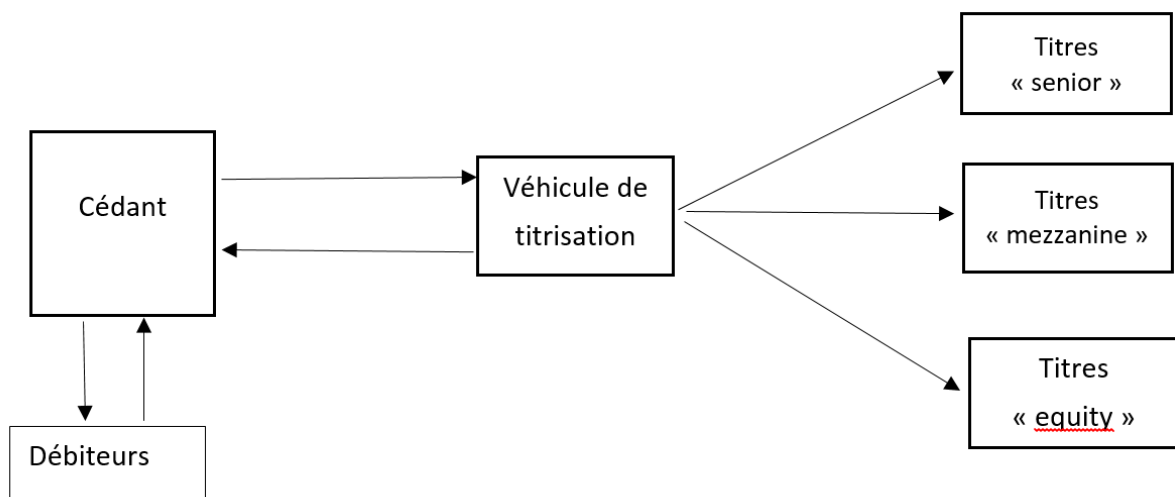
¹⁸ La *Federal National Mortgage Association* (FNMA), désigné par l'expression « *Fannie Mae* » et le *Government National Mortgage Association* (GNMA ou *Ginnie Mae*) qui sont des organismes para-publics.

le phénomène. Il faut rappeler que, concrètement, la titrisation offre la possibilité de faire des émissions de plusieurs catégories de titres subordonnés. Par exemple, dans une même opération, on peut :

- émettre des titres peu risqués qui ont toute les chances d'être remboursés car prioritaires (ils sont parfois appelés titres « seniors ») ;
- proposer également à la souscription d'autres titres, comportant davantage de risques, ils seront honorés en deuxième rang (on parle de titres « mezzanine ») ;
- en troisième rang, mettre en place des titres qui supporteront principalement le risque de défaillance (ils sont parfois dénommés titres « equity »).

En d'autres termes, l'émission de titres est découpée en « tranches » subordonnées les unes aux autres. Chaque tranche bénéficie de caractéristiques de risques et de rendement spécifiques en fonction de son rang.

Schéma permettant d'illustrer le découpage par tranche d'une émission



En résumé, la titrisation a été appréhendée comme un outil destiné aux établissements bancaires qui les ont surtout utilisés avec des objectifs de nature financière. En effet :

- Il s'agissait pour les banques de gérer le risque porté par leurs créances (ce qui explique qu'à l'origine la titrisation était utilisée essentiellement pour organiser la cession d'un gros volume de créances adossées aux marchés financiers)
- Ces opérations permettaient une amélioration de la physionomie des bilans des établissements bancaires.
- La titrisation correspondait à la mise en place d'outils supplémentaires émettant des titres sur les marchés en vue de fonctionner dans le concert international.

Ces différentes caractéristiques, la pratique développée par les acteurs, les lacunes de la réglementation et de la régulation à cet égard, ont contribué à accélérer la crise financière de 2008 dont une composante fut le phénomène dit des « subprimes ». Ce terme désigne les crédits

hypothécaires à risques qui se sont fortement développés aux Etats-Unis, ils ont été cédés en masse par le mécanisme de titrisation. Le volume des titres adossés à ces actifs a connu une augmentation considérable. Les titres appartenant aux tranches risquées ou très risquées étaient attrayants pour les investisseurs professionnels comme les fonds spéculatifs et les établissements bancaires et financiers qui en ont fait l'acquisition. Ces acteurs étaient non seulement américains, mais aussi européens. Or, l'analyse post-crise a montré que ces acquéreurs n'avaient pas forcément la maîtrise appropriée de ce type d'instruments financiers et n'avaient pas une connaissance suffisante des créances sous-jacentes ainsi que du procédé de titrisation. Le rendement de ces produits dans un premier temps a été le principal moteur de leur acquisition. Mais, le risque systémique, sous-estimé par les acteurs et les économistes, s'est réalisé, ce qui a amplifié notablement la crise financière, touchant les marchés et les établissements bancaires et financiers qui se sont retrouvés en situation de blocage. Très concrètement, les initiateurs de titrisations de crédits hypothécaires n'ont plus vendu les titres adossés, ce qui a conduit les prêteurs à ne plus mettre en œuvre d'opérations de crédits immobiliers. Les établissements bancaires et financiers détenant ces instruments financiers à risque ont été méfiants les uns avec les autres ne sachant à quelle hauteur ces partenaires habituels étaient endettés et ils ont donc arrêté les crédits interbancaires.

Face à ce type de risque, les autorités publiques et régulatrices ont réagi en prenant des mesures de nature prudentielle. Le mouvement est international ; dans la zone européenne, les institutions communautaires, au-delà de mesures générales d'amélioration du système de régulation, ont encadré le processus et les acteurs de la titrisation. Ainsi, les législations nationales transposant la directive n° 2011/61/UE du Parlement et du Conseil du 8 juin 2011 (directive « AIFM »), se sont intéressées aux assises financières des gestionnaires des organismes de titrisation. En France, pour les sociétés de gestion de portefeuilles mentionnées au I de l'article L. 214-167 du Code monétaire et financier, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) prévoit le niveau de fonds propres que leurs sociétés de gestion auront à justifier¹⁹.

Des normes prudentielles ont également été élaborées pour les investissements dans les positions de titrisation. Aux termes de l'article 320-24 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, la société de gestion de portefeuille d'un fonds d'investissement alternatif (FIA) doit se conformer aux articles 50 à 56 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la commission du 19 décembre 2013. Autrement dit, le gestionnaire n'assume l'exposition au risque de crédit d'une titrisation pour le compte d'un ou de plusieurs FIA qu'il gère que si l'initiateur²⁰, le sponsor²¹ ou le prêteur initial lui a d'abord communiqué expressément qu'il retenait en permanence un intérêt économique net significatif qui n'est en aucun cas inférieur à 5 %. De plus, dans une optique qualitative, les gestionnaires de fonds alternatifs d'investissements seront tenus de vérifier que le sponsor ou l'initiateur ont mis en place des procédures saines quant aux créances fondant l'opération, qu'ils ont diversifié les portefeuilles de crédit, qu'ils disposent d'une politique écrite en matière de risques de crédit et qu'ils permettent un accès aisé à toutes les données pertinentes des expositions sous-jacentes.

¹⁹ Article 311-1, A, VI du règlement général de l'AMF.

²⁰ L'initiateur est une entité qui, 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. Est également considérée comme un initiateur l'entité qui achète les expositions d'un tiers pour les inscrire à son bilan et qui les titre.

²¹ Le « sponsor » se définit comme un établissement de crédit, autre qu'un établissement de crédit 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.

Les établissements de crédit ont été de plus placés sous surveillance en matière de titrisation. Plus précisément, deux textes européens importants ont établi des ratios prudentiels visant expressément l'utilisation du mécanisme de titrisation par les établissements bancaires et financiers :

- la directive n° 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ;
- le règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement. Il s'agit d'une législation extrêmement volumineuse sur laquelle il n'est pas possible de revenir en détail dans les présents développements.

Il convient de rappeler, d'une manière générale, que les établissements bancaires et financiers doivent respecter un ratio prudentiel calculé en fonction du niveau de leurs fonds propres et de leur exposition aux risques. Dans le corpus de règles constitué par ces deux textes, et notamment dans le règlement communautaire, la notion de « fonds propres » est déterminée avec précision tandis que les expositions aux risques sont envisagées de manière complète.

La titrisation étant un procédé exposant à des risques, les articles 242 et suivants du règlement communautaire n° 575/2013 du 26 juin 2013 déterminent les conditions dans lesquelles cette exposition est prise en compte dans le cadre du calcul du ratio prudentiel d'un établissement de crédit. Le règlement distingue entre la titrisation dite « synthétique »²² où les expositions titrisées restent des expositions pour l'établissement et la titrisation classique. Dans ce dernier type de titrisation, l'établissement initiateur peut exclure les expositions titrisées du calcul des montants d'exposition pondérés sous deux conditions non cumulatives. La première condition est qu'une part significative²³ du risque de crédit associé aux expositions titrisées est considérée comme ayant été transférée à des tiers. Il faut comprendre que si la créance a fait l'objet d'un véritable transfert, l'établissement de crédit ne supporte plus le risque qu'elle porte et il est logique qu'il n'y ait pas d'exigences supplémentaires en matière de fonds propres. La seconde condition est que l'établissement initiateur applique une pondération de risque de 1 250 % à toutes les positions de titrisation qu'il détient dans cette titrisation ou déduit ces positions de titrisation de ses éléments de fonds propres de base de catégorie 1²⁴. Dans ce cas, l'établissement a tenu compte du risque de l'opération et il n'est pas utile de le pénaliser davantage.

En définitive, il apparaît que la titrisation a d'abord été mise en œuvre par des opérateurs bancaires et financiers dans une logique essentiellement financière, en s'appuyant sur les marchés financiers. Le comportement des acteurs a montré que le procédé n'a pas été maîtrisé au regard du fonctionnement du système financier aux plans national et international. Les Etats et leurs régulateurs ont tenté de limiter les risques financiers portés par l'opération de titrisation en prenant des mesures de nature prudentielle concernant aussi bien les flux financiers que les règles de comportement des prestataires. Au-delà de ces mesures, les autorités publiques cherchent également à encourager des pratiques qui correspondent à une autre vision de la titrisation qui peut

²² La titrisation synthétique est présentée comme une titrisation où le transfert de risques s'effectue via l'utilisation de dérivés de crédits ou de garanties (point 11 de l'article L. 242 du règlement communautaire n° 575/2013 du 26 juin 2013).

²³ Le point 2 de l'article 243 du règlement n° 575/2013 du 26 juin 2013 détermine ce qu'il faut entendre par « part significative du risque de crédit ».

²⁴ Les fonds propres de base catégorie 1 sont définis dans les articles 26 et suivants du règlement n° 575/2013 du 26 juin 2013.

être, dans certaines conditions, non plus seulement un instrument de transfert des risques portés par des créances sur les marchés financiers, mais aussi un outil de financement de l'activité.

III. La titrisation : montage juridique à objectif de financement

Du côté des textes, les autorités européennes ont rédigé une proposition de règlement établissant des règles communes en matière de titrisation. Cette proposition tente d'encourager l'utilisation de la titrisation dans deux directions. L'une est classique et relève de la vision financière précédemment évoquée : il s'agit de permettre un « *transfert efficace des risques vers un large éventail d'investisseurs institutionnels ainsi que les banques* » tout en protégeant « *les investisseurs* » et de « *gérer le risque systémique en évitant la réapparition des modèles défectueux "octroi pour cession"* ». L'autre dessine une approche un peu différente puisqu'il est alors question de « *relancer les marchés sur une base plus durable, de façon que les titrisations simples, transparentes et standardisées puissent agir comme un canal de financement efficace de l'économie* » et de « *permettre à la titrisation de fonctionner comme un mécanisme de financement efficace pour certains investisseurs de plus long terme ainsi que pour les banques* ». L'accent est ainsi mis sur le fait que la titrisation peut être utilisée à des fins de financement. Les auteurs de la proposition de règlement indiquent qu'il vient à l'appui du plan d'investissement pour l'Europe présenté par la Commission en 2014 et s'attaque aux principaux obstacles à l'investissement. L'approche de la titrisation retenue dans cette proposition a pour objectif de permettre « *de remédier à la pénurie de financement dont pâtit actuellement l'économie réelle de l'Union européenne* »²⁵.

C'est dans cette optique que doit être replacée la mise en place des fonds de prêt à l'économie. En effet, c'est dans l'objectif d'orienter l'épargne des français vers les entreprises de moyenne importance que le gouvernement a modifié le Code des assurances par le décret n° 2013-717 du 2 août 2013²⁶. Pour comprendre la réforme, il convient de rappeler que les entreprises d'assurance doivent investir une part importante de leur patrimoine, celle qui doit servir à faire face à leurs engagements vis-à-vis des assurés dans des actifs dits « représentatifs » énumérés par les textes qui leur imposent, de plus, une diversification des opérations pour diviser les risques. Il faut ajouter le principe de spécialité posé par le Code des assurances exigeant que les activités non-assurantielles d'un assureur demeurent d'importance limitée par rapport à l'ensemble de ses activités.

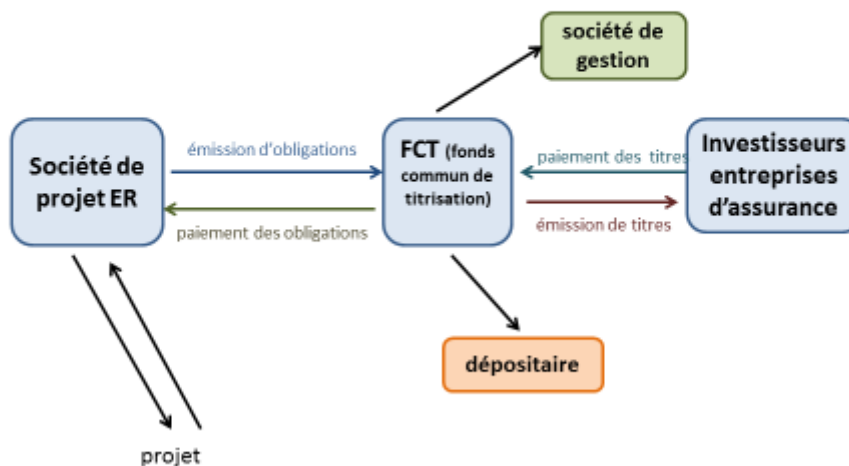
Le nouveau décret élargit la liste des actifs éligibles à deux nouvelles catégories de fonds : d'une part, les fonds d'investissement professionnels spécialisés et, d'autre part, les organismes de titrisation. L'article R. 332-14-2 du Code des assurances détermine l'actif de ces fonds de prêt à l'économie (et donc des organismes de titrisation qui souhaitent aspirer à cette qualification) qui, en résumé, ne peut être constitué que de créances (ou titres de créances) émis(e)s par des Etats, des collectivités publiques ou des sociétés qui conduisent une activité commerciale, industrielle, agricole, artisanale ou immobilière à l'exclusion des activités financières. Autrement dit, le financement de l'économie dite « réelle » est favorisé par cette disposition qui encourage l'utilisation des organismes de

²⁵ V. Communication de la commission au parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés des capitaux, 30 sept. 2015, COM(2015) 468 final.

²⁶ Sur la réforme, voir : F. Lacroix et S. Lods, « Réforme du Code des assurances et organismes de titrisation, coup d'envoi pour les nouveaux fonds de prêts à l'économie » : Banque et droit n° 152, nov.-déc. 2013, p. 3 ; J.-P. Brun, « Les enjeux de la réforme du Code des assurances du 2 août 2013 pour le financement de l'économie française » : RTDF 2013/4, p. 209.

titrisation par des entreprises d'une envergure plus limitée n'appartenant pas au secteur bancaire et financier. C'est dans ce cadre par exemple, qu'a été organisé le financement d'installation d'énergie renouvelable. Le montage passe par une société qui réalise le projet qui émet des obligations qui sont acquises par un fonds commun de créances, des entreprises d'assurances peuvent souscrire aux titres émis par ce fonds et contribuer ainsi au développement d'une activité industrielle, selon le schéma suivant :

Financement de projet ER par la titrisation



Dans le même ordre d'idée, la loi n° 2015-1786 du 29 décembre 2015 de finance rectificative a notamment modifié l'article L. 214-169 du code monétaire et financier ; il en résulte que « pour la réalisation de son objet, un organisme de titrisation peut consentir des prêts aux entreprises, dans les conditions fixées par le règlement (UE) n° 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme, lorsqu'il a reçu l'autorisation d'utiliser la dénomination "ELTIF" en application de ce même règlement, ou dans des conditions fixées par décret en Conseil d'Etat ». Comme le suggère le texte, cette mesure s'inscrit dans le cadre du rapprochement entre la gestion d'actifs et le financement de l'économie réelle encouragé par les autorités européennes, ces dernières ont instauré dans cette optique un régime particulier pour que les fonds puissent octroyer des prêts²⁷. Il est vrai que le dispositif actuel relatif aux organismes de titrisation²⁸ devra être modifié pour que ces derniers puissent effectivement mettre en œuvre cette nouvelle possibilité. Cependant, le principe selon lequel les organismes de titrisation peuvent

²⁷ Myriam Roussille, Les fonds en passe d'investir le marché du crédit, Bull. Joly bourse, 2016, p. 241.

²⁸ Le régime actuel est dual, il prévoit d'une part les organismes de titrisation classiques, qui sont des fonds d'investissement alternatifs (FIA) auxquels on n'applique pas le régime des FIA et, d'autre part, des organismes de titrisation se comportant comme des FIA auxquels on appliquera le régime des FIA. L'article 3 du règlement communautaire prévoyant que seuls les FIA de l'Union peuvent recevoir un agrément en tant qu'ELTIF, il conviendra de clarifier la situation des organismes français de titrisation. Voir sur la question : B. Henri et P. Molinelli, Le régime des ELTIF en droit français, Bulletin Joly bourse, 2016, p. 221.

octroyer des prêts est posé. Ils vont donc bientôt disposer d'une palette intéressante pour accomplir des opérations de financement de l'économie.

La pratique a également utilisé le mécanisme de titrisation en s'appuyant sur sa fonction de financement. Par exemple, la société Finexkap, en vue de contribuer au financement des entreprises d'envergure limitée, a imaginé d'acquérir des créances commerciales de ces entreprises en passant par une plateforme électronique. Dans cette optique, elle a organisé un partenariat avec des sociétés de données comptables et financières pour pouvoir apprécier au plus vite le prix des créances en question. En ce qui concerne le financement de l'acquisition des créances, il est assuré par un fonds commun de titrisation qui émet des titres pour des investisseurs qualifiés. Il s'agit en fait d'un système d'affacturage optimisé qui permet une offre de financement dans les 48 heures, sans engagement, sans caution qui se déroule sur internet. De cette manière, cette société peut offrir un service permettant de surmonter différentes difficultés de trésorerie des petites et moyennes entreprises en s'appuyant sur le mécanisme de titrisation.

Durant de nombreuses années, les opérations de titrisation ont été mises en œuvre par des opérateurs importants issus du monde de la banque et de la finance et les sommes brassées étaient d'un montant élevé. Le processus était sophistiqué et les coûts élevés, il relevait donc d'une logique financière. Il semble qu'un mouvement de démocratisation du procédé est en train de se dessiner. En effet, certains opérateurs d'envergure plus limitée mettent en place des titrisations pour financer directement leurs projets, bénéficiant d'un cadre favorable proposé par le législateur. D'autres pensent à utiliser la technique de titrisation pour rendre un service de financement. Quelle que soit la finalité, il convient encore de déterminer une régulation adaptée aux diverses fonctions de la titrisation ; en matière financière quelques avancées sont intervenues ; pour ce qui est du financement, il reste à affiner le positionnement des organismes de titrisation qui ont une place un peu particulière dans le monde des organismes de placement collectif. Il faut rappeler en effet qu'ils n'ont pas pour rôle de lever des fonds pour réaliser des investissements, mais qu'ils acquièrent des actifs sur lesquels sont adossés des titres acquis pas des investisseurs. L'avenir du système va dépendre de la manière dont on maîtrisera cette chaîne d'opérations.