



**HAL**  
open science

## L'impact des réformes bancaires et financières récentes sur le mécanisme de titrisation

Thierry Granier

► **To cite this version:**

Thierry Granier. L'impact des réformes bancaires et financières récentes sur le mécanisme de titrisation. Bulletin Joly Bourse, 2014, 6. hal-01423654

**HAL Id: hal-01423654**

**<https://hal.science/hal-01423654>**

Submitted on 2 May 2018

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## L'impact des réformes bancaires et financières récentes sur le mécanisme de titrisation

Auteur : Thierry Granier, professeur à Aix-Marseille université, co-directeur du Centre de Droit Économique (EA 4224)

Bulletin Joly Bourse - n°06 - page 326 - Date de parution : 01/06/2014 - Réf : BJB janv. 2014, n° 111k8, p. 326.

---

**Résumé :** La législation relative à la titrisation n'a pas été modifiée, cependant les réformes de droit bancaire et financier intervenues dans le courant de l'année 2013 ont eu des conséquences non négligeables sur ce mécanisme. Il en résulte tout d'abord qu'aujourd'hui les organismes de titrisation sont entrés dans une catégorie déterminée, celle des fonds d'investissement alternatifs (FIA). De plus le législateur a tenté de valoriser le rôle de structures de financement que ces organismes peuvent jouer à travers la mise en place des fonds de prêt à l'économie et des sociétés de financement. Par ailleurs, la réglementation prudentielle nouvellement instaurée place la titrisation sous surveillance, l'objectif étant de conduire les opérateurs à contrôler les risques que peut comporter ce procédé.

Cet article reprend une intervention effectuée dans un colloque consacré à l'actualité en droit bancaire et financier, organisé par le GREDEG - CREDECO de l'université de Nice Sophia Antipolis en partenariat avec l'Association européenne pour le droit bancaire et financier (AEDBF Monaco).

---

La titrisation fait l'objet de nombreux commentaires dans les milieux économiques et financiers. Elle a été rendue en partie responsable de la crise financière, pour les personnes averties, le mécanisme est associé à ce que l'on appelle les « subprimes ». Elle est présentée comme une technique sophistiquée réservée à des initiés de la finance et de la banque.

Cette vision, sommairement décrite, comporte une part de réalité, mais elle doit être complétée par une approche juridique. Dans ce domaine, les analyses sont plus nuancées car il s'agit d'examiner un mécanisme qui, de prime abord, semble effectivement complexe. Il est, en effet, constitué par une chaîne d'opérations qui s'articulent entre elles. Précisément, il comprend une cession de créances (plus largement, il peut être question d'une cession d'actifs) à une entité qui, pour financer cette acquisition, va effectuer une émission de titres, les actifs acquis servant à rémunérer ces derniers dans un second temps.

Ce mécanisme a été développé aux États-Unis à partir des années 1930. Dans une première phase, l'appréhension juridique du système n'était pas évidente en droit français. En effet, si la cession de créances et l'émission de titres étaient connues depuis longtemps, il convient de rappeler que la réalisation des deux opérations en connexion était difficilement envisageable avant 1988 dans la mesure où le droit commun des cessions de créances et la réglementation relative au monopole bancaire rendaient l'enchaînement des deux procédés difficile en pratique. Ainsi, ce qui était envisageable aux États-Unis du fait d'un encadrement législatif et réglementaire différent ne l'était pas en droit français. En effet, le droit américain disposait d'un instrument adapté, le trust, à qui il était possible de céder facilement des créances et qui pouvait procéder directement ou indirectement à une émission de titres.

Concrètement en France, le système ne pouvait être utilisé que par la mise en œuvre de montages lourds et coûteux s'appuyant sur des entités étrangères. Le législateur français est donc intervenu pour définir un cadre adapté par la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances. Ce texte a aménagé des modalités spécifiques de cession de créances, prévu une structure dédiée à la titrisation (le fonds commun de créances) et déterminé un régime pour l'émission des titres par cette entité. Il convient de souligner que, même si la titrisation est entrée en droit positif français à l'occasion d'une réforme du droit de la gestion collective – et plus précisément des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) –, le dispositif législatif et réglementaire qui a été mis en place à l'origine prévoyait un régime spécifique pour le fonds commun de créances qui répondait logiquement à des règles particulières dans la mesure où le placement de valeurs mobilières et la titrisation sont des opérations de natures différentes.

Par la suite, le droit de la titrisation a évolué en parallèle à celui du droit du placement collectif. Pour autant, il existait une parenté structurelle entre les deux systèmes, puisque le fonds commun de créances a été conçu à l'image du fonds commun de placement, les deux entités étant animées par une société de gestion et un établissement dépositaire. La ressemblance entre les architectures des deux types d'organismes s'est accentuée après une réforme de 2008 instaurant les organismes de titrisation qui ont pu fonctionner sous la forme de fonds commun de titrisation (copropriété gérée par une société de gestion, la trésorerie étant confiée à un dépositaire) et une société de titrisation (société commerciale dotée de la personnalité morale), cette structure rappelant celle des OPCVM qui peuvent utiliser le fonds commun de placement (copropriété gérée par une société de gestion, la trésorerie étant confiée à un dépositaire) et la société d'investissement à capital variable (SICAV) dotée de la personnalité morale<sup>1</sup>.

Ce fort développement de la gestion collective a contribué à l'émergence d'une catégorie d'acteurs qui a pris une place considérable dans le paysage financier, celle des fonds<sup>2</sup>. Juridiquement, ce que nous appelons communément les fonds sont de véritables instruments

qui servent à mettre en œuvre des projets de nature purement financière ou à prendre en charge le volet financier de projets industriels ou commerciaux. Ces entités peuvent avoir une personnalité juridique ou pas. Cette catégorie comprend naturellement les OPCVM qui sont encadrés par une réglementation étoffée (v. supra), des opérateurs divers comme les organismes de titrisation également réglementés et d'autres entités non régulées. De ce fait, et sans développer, bon nombre de ces dernières ont eu des comportements spéculatifs, voire prédateurs, qui ont parfois déstabilisé les transactions financières (hedge funds).

Progressivement, le législateur tente de mettre cette diversité en cohérence et surtout de faire entrer ces acteurs dans un périmètre soumis à une régulation homogène afin d'éviter certains abus. Compte tenu de la dimension internationale du phénomène des fonds, cet effort est accompli d'abord au niveau communautaire. Des directives importantes ont appréhendé, dans un premier temps, la gestion collective portée par les organismes de placement collectif en valeurs immobilières (OPCVM), puis de manière plus ample, les autorités communautaires ont souhaité encadrer les fonds dits « alternatifs » qui n'entraient pas dans le dispositif prévu pour les OPCVM ; ce fut l'objet de la directive n° 2011/61/UE du Parlement et du Conseil du 8 juin 2011 (dite AIFM) sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

L'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs a transposé cette directive qui englobait les organismes de titrisation dans son travail de structuration de ces acteurs. De plus, d'autres textes en droit des assurances et en droit bancaire, intervenus en 2013, ont pris en compte les organismes de titrisation pour la réalisation d'opérations diverses. C'est ainsi que ces organismes ont été repositionnés en droit bancaire et financier (I). Au-delà de ce mouvement, la législation prudentielle, également d'origine communautaire, mise en place dans le courant 2013 a tenté de prendre en compte les risques que peut faire courir l'utilisation de la titrisation (II).

#### I – Le repositionnement des organismes de titrisation en droit bancaire et financier

Durant l'année 2013, les organismes de titrisation ont été replacés au regard du droit des fonds d'investissement (A) et au regard du droit des prestataires de services bancaires et d'assurance (B).

A – Le repositionnement des organismes de titrisation dans le droit des fonds d'investissement  
Organismes de titrisation OPC - À l'origine, le « fonds commun de créances » organe de la titrisation, constituait une entité difficile à classer. Il ressemblait certes aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (v. supra), mais il ne pouvait pas entrer dans cette catégorie, son rôle n'étant pas de placer des valeurs mobilières mais d'émettre des titres

adossés à des créances. La loi n° 96-1996 du 2 juillet 1996 de modernisation financière a rangé les fonds communs de créances parmi les organismes de placement collectif.

Ainsi, à la veille de la réforme instaurée par l'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013, les organismes de titrisation (qui avaient succédé aux fonds communs de créances) faisaient partie des organismes de placement collectif qui étaient déterminés par une énumération quelque peu hétérogène. L'article L. 214-1 du Code monétaire et financier (dans son ancienne rédaction) mentionnait :

- les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) ;
- les sociétés de placement immobilier (SCPI) ;
- les sociétés d'épargne forestière (SEP) ;
- les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) ;
- les organismes de placement collectif immobilier (OPCI) ;
- les organismes de titrisation (OT).

Organisme de titrisation FIA - L'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 a modifié la structure du Code monétaire et financier. Et il faut commencer par un premier exercice qui permet d'appréhender cette évolution en reprenant tout simplement la nouvelle articulation du plan du Code monétaire et financier. Aujourd'hui, le livre II de ce code comprend un titre premier consacré aux instruments financiers dont le chapitre IV traite des placements collectifs. Ce chapitre se décompose en deux sections : d'une part les OPCVM et, d'autre part, les FIA. Les développements relatifs à ce dernier point se déclinent en cinq sous-sections, et c'est la dernière qui envisage les organismes de titrisation. Autrement dit, le législateur a gardé la notion d'organismes de placement collectif en donnant une définition de ce type de placement et en visant plus précisément les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et les fonds d'investissement alternatif (FIA) mentionnés au II de l'article L. 214-24 du Code monétaire et financier<sup>3</sup>. Cette dernière disposition énumère les FIA ouverts à des non professionnels, les FIA ouverts à des professionnels, les fonds d'épargne salariale et les organismes de titrisation. Aujourd'hui, au vu de cet agencement, ces organismes appartiennent donc à la catégorie des FIA.

Une lecture plus attentive des textes révèle que cette architecture renouvelée n'est pas si simple qu'elle le paraît. En effet, la sous-section 5 intitulée « Organismes de titrisation » commence par l'article L. 214-167 qui énonce : « La présente section ne s'applique pas aux organismes de titrisation, à l'exception de la présente sous-section et des I et II de l'article L. 214-24 ». En d'autres termes, la section consacrée aux FIA (ensemble dans lequel les organismes de titrisation sont placés) ne va pas s'appliquer, à l'exception des I et II de l'article L. 214-24 du Code monétaire et financier. Or, cette dernière disposition est rédigée de la manière suivante : « II. - Sont régis par la présente section : 1° Les FIA ouverts à des investisseurs non professionnels régis par la sous-section 2 ; 2° Les FIA ouverts à des

investisseurs professionnels régis par la sous-section 3 ; 3° Les fonds d'épargne salariale régis par la sous-section 4 ; 4° Les organismes de titrisation régis par la sous-section 5. »... On apprend donc par ce texte que la section consacrée aux FIA s'applique aux organismes de titrisation. Puis, lorsque l'on regarde le deuxième alinéa de l'article L. 214-167, il précise que : « Par dérogation au I, les organismes de titrisation qui répondent à des caractéristiques définies par décret sont soumis à la présente section, à l'exception des sous-sections 2 à 4. »<sup>4</sup>. Ainsi, dans certaines circonstances, le droit commun des FIA et les dispositions relatives aux fonds ouverts à des professionnels redevient applicable aux organismes de titrisation.

Même pour un lecteur averti, une première lecture de cet article L. 214-167 du Code monétaire et financier laisse perplexe et, pour le moins, ne donne pas une idée claire du régime applicable aux organismes de titrisation. Différents enjeux éclairent et permettent de comprendre cette rédaction complexe. En effet, comme souligné plus haut, ce texte est une transposition communautaire. La directive n° 2011/61/UE du Parlement et du Conseil du 8 juin 2011 (dite AIFM) écarte de son champ d'application les structures de titrisation ad hoc, telles que définies par l'article premier, point 2), du règlement (CE) n° 24/2009 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des sociétés écrans effectuant des opérations de titrisation<sup>5</sup>.

Concrètement, il en résulte que les gestionnaires de ces organismes de titrisation vont bénéficier d'une dérogation au regard des obligations imposées aux gérants de FIA. Il a été observé que cette définition de la titrisation ad hoc est relativement ample et qu'elle est différente de celle retenue par cette même directive AIFM lorsqu'il est question d'encadrer les investissements des FIA dans des positions de titrisation<sup>6</sup> (directive prolongée par le règlement délégué n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012, v. infra). En effet, dans son article 17, la directive AIFM semble renvoyer à la directive n° 2006/48/CE du Parlement et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité de crédit et son exercice qui, elle, établit une définition plus étroite du mécanisme de titrisation qui se caractériserait, selon ce texte, par l'émission de titres par tranches plus ou moins risquées<sup>7</sup>.

Face à ces diverses définitions<sup>8</sup> conduisant à des incertitudes de qualification de l'opération de titrisation, le législateur français a choisi de classer les organismes de titrisation dans la catégorie des FIA tout en dispensant les sociétés gestionnaires de l'application du droit commun des gestionnaires de FIA (C. mon. fin., art. L. 214-167, I). Cette solution reste compatible avec les différentes définitions communautaires (notamment avec la définition large de la titrisation retenue par la directive AIFM).

Cependant, il fallait aussi prévenir le risque du contournement de la directive AIFM par des fonds qui prendraient la forme d'organismes de titrisation pour s'y soustraire, tout en adoptant des stratégies en tous points semblables à celles de FIA soumis à l'ensemble de la

directive<sup>9</sup>. C'est pourquoi le législateur a prévu que les organismes de titrisation qui répondront à des caractéristiques définies par décret se verront appliquer le dispositif FIA à l'exception de celles prévues pour les fonds ouverts à des investisseurs non professionnels et pour les fonds d'épargne salariale (C. mon. fin., art. L. 214-167, II). Seront visés les fonds qui ont des règlements ou des statuts conférant des pouvoirs très étendus aux gestionnaires quant à la mise en œuvre de la stratégie financière et qui, de ce fait, se rapprochent des FIA.

En résumé, les organismes de titrisation appartiennent à la catégorie des FIA, mais leur gestionnaires ne sont pas soumis aux obligations prévues pour ces entités sous réserve que l'opération n'ait pas pour objet de contourner la réglementation, c'est-à-dire d'échapper à ces obligations. La rédaction de l'article L. 214-167 aurait certes mérité d'être plus soignée et plus travaillée, mais cette formulation complexe témoigne de la difficulté éprouvée face à l'opération de titrisation qui a du mal à trouver sa place dans un édifice juridique cohérent. Dans une optique comparable, différentes mesures contenues dans les textes intervenus durant l'année 2013 redessinant l'architecture du monde bancaire et financier donnent une place spécifique aux organismes de titrisation.

#### B – Le repositionnement des organismes de titrisation au regard du droit des prestataires de services bancaires et d'assurance

Fonds de prêt à l'économie - Dans l'objectif d'orienter l'épargne des français vers les entreprises de moyenne importance grâce notamment au vecteur que représentent les entreprises d'assurance, le Gouvernement a modifié le Code des assurances par le décret n° 2013-717 du 2 août 2013 qui a créé les fonds de prêt à l'économie. Jusqu'à cette réforme, les entreprises d'assurance pouvaient certes participer à des opérations de crédit, mais les engagements dans ce domaine étaient réglementés de manière assez rigide. Concrètement, 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<sup>10</sup>.

Le nouveau décret élargit la liste des actifs éligibles dans l'objectif précédemment évoqué (financement de l'économie) 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 cependant l'actif de ces fonds de prêt à l'économie (et donc des organismes de titrisation qui fonctionnent dans cette optique), mais il n'en reste pas moins vrai que ce texte témoigne du rôle que les pouvoirs publics veulent faire jouer au mécanisme de titrisation, les véhicules devenant des opérateurs en matière de crédit pour le financement de l'activité économique. En effet, avec les règles imposées par le nouveau dispositif, les titres émis par les fonds de prêt à l'économie prenant la forme

d'organismes de titrisation peuvent désormais constituer jusqu'à 5 % des engagements réglementés d'une entreprise d'assurance, ce qui devrait représenter la libération d'un important volant de financement pour les entreprises<sup>11</sup>.

Sociétés de financement - Dans le même ordre d'idée, depuis le mois de janvier 2014<sup>12</sup>, les prestataires de services bancaires selon une terminologie renouvelée comprennent, d'une part, les établissements de crédit qui sont agréés pour recevoir des fonds du public et octroyer du crédit, et, d'autre part, les sociétés de financement<sup>13</sup> qui conduisent seulement des opérations de crédit dans les conditions définies par leur agrément<sup>14</sup>. Ce sont des « établissements financiers » au sens communautaire du terme<sup>15</sup> qui ont pour objet de prendre des participations, faire des opérations de crédit au sens large du terme, octroyer des garanties et rendre des services de paiement. Ces nouvelles sociétés de financement ne pourront plus se refinancer auprès de la BCE. Cependant, elles pourront avoir recours aux financements intra-groupes, au marché interbancaire, à la titrisation, ainsi qu'aux placements privés de titres de créance<sup>16</sup>. Un décret en précisera les modalités.

Ainsi, à côté des fonds de prêts à l'économie, le législateur a installé des sociétés de financement qui pourront se financer par la titrisation, ce qui témoigne de l'intérêt des autorités publiques pour ce mécanisme. Cet intérêt correspond d'ailleurs à un mouvement plus ample puisque, par exemple, la Banque centrale européenne et la Bank of England appellent à relancer la titrisation bancaire<sup>17</sup>. Encore faut-il que les établissements de crédit puissent avoir recours à cette technique dans de bonnes conditions au regard de la réglementation prudentielle qui vient d'être mise en place.

## II – L'encadrement de la titrisation par la réglementation prudentielle

Des règles de nature prudentielle variées visent l'opération de titrisation, elles concernent d'abord les gestionnaires des organismes de titrisation (A), mais aussi les investisseurs qui s'exposent dans des positions de titrisation (B). De plus, le calcul du ratio prudentiel applicable aux établissements de crédit prend spécifiquement en compte le système de la titrisation (C).

### A – Règles prudentielles vis-à-vis des gestionnaires des organismes de titrisation

Des règles prudentielles ont été édictées vis-à-vis des gestionnaires des organismes de titrisation. Elles sont adaptées au dispositif mis en place par l'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013 (précédemment évoquée). Ainsi, les sociétés de gestion de portefeuille des organismes de titrisation mentionnées au I de l'article L. 214-167 du Code monétaire et financier bénéficieront d'un régime spécifique. Pour ces organismes – qui sont des FIA par nature mais auxquels on n'applique pas le régime prévu pour les FIA (voir plus haut) –, le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) prévoit le niveau de fonds propres que leurs sociétés de gestion auront à justifier, le texte précisant qu'elles ne seront

donc pas soumises aux obligations prudentielles prévues pour les sociétés de gestion des FIA18.

Concrètement, aux termes de l'article 311-1, A, VI du règlement général de l'AMF, la société de gestion de portefeuille devra justifier à tout moment d'un niveau de fonds propres au moins égal à deux montants. Le premier de ces montants s'élève à 125 000 euros complété par 0,02 % du montant de l'actif géré par la société de gestion de portefeuille excédant 250 millions d'euros en dehors des organismes de titrisation mentionnés au I de l'article L. 214-167 du Code monétaire et financier et par 0,02 % des actifs détenus par les organismes de titrisation mentionnés au I de l'article L. 214-167 du Code monétaire et financier gérés par la société de gestion de portefeuille, le résultat obtenu étant plafonné à 760 000 euros. La somme de ces pourcentages est plafonnée à 10 millions d'euros. Le second montant est constitué par le quart des frais généraux annuels de l'exercice précédent. Ce même article prévoit également le montant des fonds propres lors de l'agrément qui va être calculé sur des données prévisionnelles.

**B – Normes prudentielles générales pour les investissements dans des positions de titrisation**  
Des normes prudentielles ont également été élaborées pour les investissements dans les positions de titrisation. C'est ainsi que le règlement général de l'AMF indique, dans son article 320-24, que la société de gestion de portefeuille d'un FIA doit se conformer aux articles 50 à 56 du règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la commission du 19 décembre 2013. Précisément, 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'initiateur<sup>19</sup>, le sponsor<sup>20</sup> 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 %. Au-delà de ce critère quantitatif, les gestionnaires de FIA auront également à 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. Enfin, les gestionnaires devront pouvoir démontrer qu'ils ont mis en œuvre les politiques et les procédures leur permettant d'analyser et d'enregistrer un ensemble de données afin d'avoir une connaissance complète des méthodes et des structures de l'opération de titrisation en cause.

Dans le même ordre d'idée, le règlement 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 (voir infra) prévoit également les conditions dans lesquelles ils peuvent s'exposer aux risques de titrisation. Elles rappellent sensiblement celles prévues pour les FIA qui viennent d'être mentionnées. En effet, ces acteurs sont autorisés 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 %. De plus, les établissements de crédit devront être en mesure de démontrer aux autorités compétentes qu'ils connaissent de manière approfondie leur exposition au risque et qu'ils ont mis en place les procédures nécessaires à la réalisation de cet objectif. Autrement dit, ils doivent avoir mis en œuvre les diligences appropriées pour avoir une idée précise du risque encouru et de son évolution<sup>21</sup>.

Cette réglementation a pour objectif d'éviter le développement de la titrisation d'actifs qui comporterait un risque trop important dont voudrait se débarrasser celui qui le transfère<sup>22</sup>. Il est question par ce type de mesure de tenter d'aligner les intérêts de l'initiateur et des investisseurs qui, de plus, sont incités à jouer un rôle plus actif en s'informant non seulement sur la rétention du risque conservé, mais aussi sur les actifs en cause et plus largement sur la qualité de l'opération dans son ensemble<sup>23</sup>.

Au total, il faut constater que les textes communautaires encadrent par des normes de nature prudentielle l'opération de titrisation aussi bien du côté des acteurs que du côté des investisseurs. Ils tentent de répondre à un certain nombre de difficultés qui avaient été soulignées dans divers travaux d'organismes internationaux qui ont, par exemple, recommandé la mise en place d'un cadre adéquat pour prévenir les conflits d'intérêts et une amélioration de l'information concernant les actifs titrisés<sup>24</sup>. Ces règles peuvent peut-être éviter différents excès, la mise en œuvre montrera si elles sont véritablement efficaces car plusieurs pratiques passées de la titrisation ont démontré que les initiateurs, notamment, sont suffisamment « créatifs » pour imaginer une atténuation des effets, voire un contournement de ce dispositif renouvelé<sup>25</sup>. Les autorités communautaires se sont également préoccupées de l'utilisation de la titrisation par les établissements de crédit.

#### C – Titrisation et ratio prudentiel des établissements de crédit

Il convient d'ajouter un certain nombre de règles concernant le traitement de la titrisation au regard de la mise en œuvre des ratios prudentiels que doivent respecter les établissements bancaires et financiers. Ces règles sont établies par deux textes européens<sup>26</sup> :

- 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 (préc.). Il s'agit d'une législation extrêmement volumineuse sur laquelle il n'est pas possible de revenir en détail dans les présents développements.

Pour donner une idée très rapide de ce corpus, il est possible de rappeler, en point de départ, 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. La notion de « fonds propres » est déterminée de manière complète par le règlement communautaire qui envisage également celle d'expositions aux risques par diverses dispositions : elles indiquent que ces expositions sont pondérées suivant les circonstances et prévoient différents types d'exposition (expositions sur des personnes publiques, expositions relatives à des biens immobiliers, expositions sous forme d'obligations garanties...).

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. En matière de titrisation dite « classique »<sup>27</sup>, il en ressort que l'établissement initiateur peut exclure les expositions titrisées du calcul des montants d'exposition pondérés sous deux conditions non cumulatives<sup>28</sup>. La première condition est qu'une part significative<sup>29</sup> 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 1. 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 est mise sous surveillance et que le législateur communautaire a tenté de tirer les leçons de la crise financière en édictant des règles prudentielles étoffées et techniquement complexes. Cependant, il n'est pas certain que ces règles soient véritablement défavorables à la titrisation, elles imposent seulement aux opérateurs plus de transparence et sont plutôt de nature à encourager des titrisations saines qui ne visent pas uniquement à se débarrasser, de manière discrète, de risques difficiles à assumer. Il semble, en effet, que les autorités européennes souhaitent distinguer entre la « bonne » et la mauvaise » titrisation<sup>30</sup>.

## NOTES DE BAS DE PAGE

1 – Pour un historique du développement du droit de la titrisation, v. P. Le Cannu, T. Granier, R. Routier, Instruments de paiement et de crédit, titrisation, Dalloz, 2010, 8e éd., p. 469 et s.

2 – Pour une présentation générale du phénomène des fonds, v. T. Granier (dir.), Les fonds d'investissement, Lamy, coll. Axe droit, 2013.

3 – C. mon. fin., art. L. 214-1 nouv.

4 – La sous-section 2 vise les fonds ouverts à des investisseurs non professionnels et la sous-section 4 concerne les fonds d'épargne salariale.

5 – La titrisation ad hoc apparaît ainsi comme « une opération par laquelle, ou un montage par lequel, un actif ou un panier d'actifs est cédé à une entité distincte de l'initiateur qui a été créée en vue de la titrisation ou est utilisée aux fins de celle-ci, et/ou le risque de crédit lié à un actif ou à un panier d'actifs, ou une partie de celui-ci, est transféré aux investisseurs qui acquièrent les titres, les parts de fonds de titrisation, les autres titres de créance et/ou les produits financiers dérivés émis par une entité distincte de l'initiateur qui a été créée en vue de la titrisation ou est utilisée aux fins de celle-ci ; et dans le cadre de laquelle :

a) en cas de transfert du risque de crédit, celui-ci est réalisé par :

- le transfert économique des actifs titrisés à une entité distincte de l'initiateur qui a été créée en vue de la titrisation ou est utilisée aux fins de celle-ci. Cela suppose le transfert par l'initiateur de la propriété des actifs titrisés ou une sous-participation, ou ;

- le recours à des dérivés de crédit, à des garanties ou à tout mécanisme similaire.

b) en cas d'émission de tels titres, parts de fonds de titrisation, titres de créance et/ou produits financiers dérivés, ceux-ci ne représentent pas les obligations de paiement de l'initiateur.

6 – F. Lacroix, « Regard sur les fonds de dettes » : RTDF 2013, n° spéc. p. 43.

7 – La titrisation est définie comme : « Une opération par laquelle, ou un montage par lequel, le risque de crédit associé à une exposition ou à un ensemble d'expositions est subdivisé en tranches, et qui présente les caractéristiques suivantes :

a) les paiements effectués dans le cadre de l'opération ou du montage dépendent de la performance de l'exposition ou de l'ensemble d'expositions ; et

b) la subordination des tranches détermine la répartition des pertes pendant la durée de l'opération ou du montage ».

8 – Il faut peut-être attendre d'avoir un peu plus de recul, mais il semble que l'on va vers une différenciation de régimes entre les titrisations mono-tranche et les titrisations multi-tranches, en témoigne la modification intervenue par le décret n° 2014-361 du 20 mars 2014 exemptant de publication de notation les organismes de notation mono-tranche.

9 – Rapport au président de la République relatif à l'ordonnance n° 2013-6676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs : JO 27 juill. 2013, p. 12568.

10 – 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.

11 – A. Bordenave, « Les dernières évolutions du droit français de la titrisation : sous le soleil de... ? » : Lexbase hebdo n° 352, 26 sept. 2013, éd. affaires (n° N8686BTU).

12 – C. mon. fin., art. L. 511-1, modifié par l'ordonnance n° 2014-158 du 20 févr. 2014.

13 – Pour une explication des raisons de la modification de l'architecture des prestataires de service bancaires, v. T. Samin, « La réforme du statut d'établissement de crédit en vue de l'entrée en vigueur du règlement européen CRR I (capital requirements regulation) : des sociétés financières aux sociétés de financement » : RD bancaire et fin. sept.-oct. 2013, p. 72.

14 – Un régime prudentiel a été déterminé pour ce nouveau type d'établissement par un arrêté du 23 déc. 2013 : JO 28 déc. 2013, p. 21605.

15 – V. dir. n° 2013/36/UE, 26 juin 2013, annexe I, pts 2 à 12 et pt 15, ainsi que C. mon. fin., art. L. 511-21.

16 – V. discours de D. Nouy, devant l'Association française des sociétés financières, disponible sur le site de l'ACPR : <http://acpr.banque-france.fr>.

17 – J.-P. Lacour, « Titrisation : BCE et Banque d'Angleterre veulent un régime moins pénalisant » : Les Echos, 14 avr. 2014.

18 – Déterminée dans l'article 317-2 du Règlement général de l'AMF.

19 – 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 considéré comme un initiateur l'entité qui achète les expositions d'un tiers pour les inscrire à son bilan et qui les titrise.

20 – 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.

21 – Règl. PE et Cons. UE n° 575/2013, 26 juin 2013, art. 405 et s.

22 – Il faut rappeler que les opérations de titrisation concernées sont celles qui comportent des émissions de titres en tranches plus ou moins risquées au sens de l'article 4, pt 36 de la directive n° 2006/48/CE du 14 juin 2006, préc. (v. note 8).

23 – D. Logizidis, « La règle de rétention de 5 % applicable aux opérations CLOs » : RTDF 2013/3, p. 102.

24 – V. le commentaire de Thierry Bonneau relatif à un rapport (Report on asset securitisation incentives, July 2011) produit par le « Joint forum » qui regroupe le Comité de Bâle, l'OICV (organisation internationale des commissions de valeurs mobilières), l'AICA (association internationale des contrôleurs d'assurance), disponible sur le site de l'institution : <http://www.bis.org/bcbs/jointforum.htm> (le lien direct étant au 7 mai 2014 : <http://www.bis.org/publ/joint26.htm>).

25 – Le texte lui-même met en garde contre ce type de comportement, v. le considérant 57 du règlement n° 575/2013 du 26 juin 2013.

26 – Ces textes constituent l'essentiel de ce que l'on appelle parfois le « paquet CRD IV ».

27 – Le point 10 de l'article 242 du règlement n° 575/2013, préc., définit la titrisation classique comme « une titrisation impliquant le transfert économique des expositions titrisées. Ceci suppose le transfert de la propriété des expositions titrisées par l'établissement initiateur à une entité de titrisation ou une sous-participation d'une entité de titrisation. Les titres émis ne représentent pas d'obligations de paiement pour l'établissement initiateur ».

28 – La titrisation n'est ainsi pas considérée comme un risque de crédit, ce qui est un avantage pour le calcul du ratio prudentiel.

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

30 – V., par ex., les propos introductifs du commissaire M. Barnier lors de la conférence de presse du Conseil ECOFIN du 1er avr. 2014 : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-14-271\\_fr.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-271_fr.htm).