



HAL
open science

Vision économique et définition juridique de la titrisation, l'intérêt d'une confrontation

Thierry Granier

► **To cite this version:**

Thierry Granier. Vision économique et définition juridique de la titrisation, l'intérêt d'une confrontation. Revue trimestrielle de droit financier, 2009, 4, pp.104-107. hal-01425984

HAL Id: hal-01425984

<https://hal.science/hal-01425984v1>

Submitted on 5 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.

Vision économique et définition juridique de la titrisation, l'intérêt d'une confrontation

Auteur : Thierry Granier, Professeur à l'Université d'Orléans

Contribution issue de la Revue trimestrielle de droit financier (RTDF), n°4-2009, pp. 104-107.

Résumé : La confrontation de la vision économique et de la définition juridique de la titrisation montre que les deux disciplines suivent finalement un parcours comparable. Le rappel des préoccupations des spécialistes d'économie et de droit conduisent à constater que la recherche de solution passe par une vision ample des problèmes.

La titrisation a été rendue responsable de la crise financière, il semble qu'elle a au moins été un vecteur de diffusion de cette crise. Ce procédé permet à une entité de céder des créances à une autre entité qui finance cette acquisition en émettant des titres. Le montage peut conduire à adosser des titres à des créances comportant un risque important de défaillance. Il en résulte que si des opérations de ce type se multiplient un grand nombre de titres à risques vont être en circulation. Il suffit donc qu'il y ait une forte proportion de créances défaillantes pour que les risques portés par les titres se réalisent. Or, il se trouve que les créances constituées par les « subprimes » qui sont des prêts à des ménages incapables d'accéder à des prêts normaux du fait de revenus suffisants et qui ont été accordés en masse aux Etats-Unis, ont fait l'objet de titrisation. On s'accorde à reconnaître que le non-remboursement de ces prêts est un des éléments déclencheur de la crise financière, la titrisation ayant joué un rôle de diffuseur de titres financiers dits toxiques (1).

Observant ce phénomène certains spécialistes ont porté une appréciation sévère sur le mécanisme de titrisation. Ils ont, en effet, considéré que cette « innovation »² implique la coexistence de deux logiques, celle de l'intermédiation de bilan et celle de l'intermédiation de marché qui ne peuvent se superposer ou s'articuler sans dommage. Ces deux formes d'activité financière reposent sur des modèles de production et de diffusion de l'information, sur des mécanismes de contrôle et sur des types de contrats qui sont radicalement différents.

Dans ces conditions, l'utilisation de la titrisation apparaît néfaste pour le fonctionnement du système financier dans la mesure où elle amplifie les risques de marchés et les risques de crédit (3). D'autres auteurs semblent plus nuancés et reconnaissent une certaine utilité à la titrisation qui a notamment permis la forte croissance de pays émergents. Ils estiment de plus que le vrai problème aujourd'hui est beaucoup moins l'opposition titrisation et marchés d'un côté, banques de l'autre, que celui de la qualité de la surveillance des marchés et de celle des banques (4).

La question se pose de savoir si le juriste ne peut pas s'inviter dans ce débat, ceci d'autant plus que la surveillance des banques et des marchés est évoquée ce qui suggère des réflexions sur la régulation de ces secteurs. Apporter une dimension juridique passe d'abord par la compréhension de la vision économique de la titrisation qui apparaît uniquement instrumentale (I.). Ce constat met en valeur le caractère incomplet de la définition juridique de ce procédé (II.).

I. Une vision économique uniquement instrumentale

L'examen de la présentation de la titrisation par les spécialistes d'économie la fait apparaître essentiellement comme un instrument de transfert de risques (1.). Cette approche a eu des conséquences remarquables (2.).

1. La titrisation, instrument de transfert des risques

Dans leur description du mécanisme de titrisation, les économistes ne proposent pas une définition précise de la technique, mais insistent plutôt sur son utilité économique et financière. C'est ainsi, que généralement, ils 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 de 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 portefeuille (5).

La première caractéristique : l'assemblage d'un portefeuille d'actif, signifie concrètement qu'une entité (banque ou entreprise) peut déterminer un certain nombre de créances de toutes sortes en vue de les céder. Il faut observer sur ce point qu'aux Etats-Unis, il a rapidement été question de céder assez librement toutes sortes de créances. En France, la démarche a été plus progressive. En effet, à l'origine en 1988, seules des créances dont l'échéance était supérieure à deux ans détenues par des établissements bancaires et d'assurance pouvaient faire l'objet d'une titrisation. Par la suite, le législateur a également autorisé la titrisation de créances dites commerciales (détenues par des entreprises

commerciales) en supprimant toute condition de durée. Puis, il a été possible de titriser des créances futures. Enfin, toujours dans ce même cadre, on a admis le transfert des créances immobilisées, douteuses ou litigieuses. Ainsi, aujourd'hui, les opérateurs français, à l'instar des opérateurs de la plupart des pays industrialisés, peuvent procéder à la titrisation de créances très variées, ce qui peut apparaître comme un avantage pour les acteurs qui souhaitent se débarrasser de certains risques de crédit.

Ce point conduit à envisager la deuxième caractéristique généralement reconnue à la titrisation, celle de la déconnexion entre le risque de portefeuille et celui de l'initiateur du montage via le recours à un véhicule ad hoc. En effet, une fois que l'opérateur a rassemblé les actifs, il peut, par le mécanisme de titrisation, les transférer assez facilement à une autre entité. Le transfert de ces actifs, qui sont généralement des créances, entraîne logiquement le transfert des risques de défaillance des débiteurs qui les accompagne. Bon nombre d'institutions financières ont ainsi pu améliorer la gestion de leur bilan, leur exposition aux risques et diversifier leur portefeuille de prêts. Elles ont pu également par le biais de la titrisation réduire leur besoin en capitaux propres ce qui est intéressant au regard de la réglementation prudentielle. Dans cette optique, on doit constater, d'une manière générale, que l'innovation financière a souvent pour origine le souci d'optimiser ou de contourner des règles prudentielles ou comptables. Même si la titrisation n'est pas une innovation financière, son utilisation massive (qui est la véritable innovation) peut aboutir à ce résultat.

La troisième caractéristique est la possibilité de découpage en tranche de l'émission adossée au portefeuille d'actifs. Autrement dit, l'émission permettant d'acquérir les actifs en question peut ne pas être homogène. Elle peut comprendre des titres correspondant à des créances qui vont être honorées de façon certaine, ils seront peu risqués et auront un rapport peu important. Elle peut également prévoir des titres beaucoup plus risqués en fonction du nombre de défaillances des débiteurs des créances cédées. Dans ces conditions, il est envisageable de prévoir, par exemple, une tranche de titres peu risqués, une tranche moyennement risquée et une tranche très risquée, le rendement de ces deux dernières catégories étant naturellement plus intéressant. Cette faculté permet à l'utilisateur d'avoir un portefeuille d'actifs diversifié tandis que les investisseurs peuvent trouver sur le marché des produits correspondant à leur stratégie. Bon nombre d'acteurs ont donc intérêt à participer à ce type d'opérations, ce qui, à terme, a eu des conséquences sur l'ensemble du système financier.

2. Les conséquences de la vision instrumentale

Les avantages de la titrisation ont suscité un engouement pour de nombreux acteurs qui y ont trouvé un intérêt direct et immédiat. Pour autant ces avantages ont un revers. Il semble en effet, que l'utilisation à grande échelle et parfois de manière abusive de ce procédé a modifié

en profondeur le paysage financier. Précisément, il semble que la titrisation a affaibli le contrôle du risque de crédit. En effet, il a été indiqué que le taux de défaut sur les crédits titrisés ont été plus élevés que sur les crédits non-titrisés. L'élément d'explication avancé étant que les banques qui savent qu'elles seront conduites à se défaire de certains crédits sont moins vigilantes sur ces derniers. De plus, la titrisation a influé sur la liquidité et la stabilité du système financier. En effet, traditionnellement la liquidité est principalement le produit de l'activité bancaire par le biais de la collecte des fonds et de l'offre de crédit. Cette situation est relativement stable, car il est seulement soumis au risque de défaut des créances. La titrisation a modifié ce schéma dans la mesure où l'accès à la liquidité de la banque passe par les marchés financiers qui sont beaucoup plus fluctuants. Cette évolution de l'intermédiation bancaire classique, dite bilancielle, vers une intermédiation de marché constitue un aménagement sensible des mécanismes financiers qui peut avoir des conséquences potentiellement systémiques (6).

Les opérateurs se sont servis des caractéristiques de la titrisation leur permettant soit de régler un problème comptable soit d'améliorer leur situation financière. Ils n'ont donc pas pris en compte les effets de la généralisation, éventuellement non maîtrisée, de cette pratique. A certains égards, ces comportements sont logiques, lorsqu'il s'agit d'acteurs privés. Quant à la doctrine économique, il semble qu'elle a commis diverses erreurs d'analyse consistant, notamment, à cantonner les risques des *subprimes* au territoire des Etats-Unis. En d'autres termes, les effets systémiques de la mise en œuvre à grande échelle de la technique de titrisation ont été sous-estimés (7). Elle démontre aujourd'hui l'évolution du modèle en évoquant « un nouveau monde de la finance titrisée » (8) qu'elle oppose à une intermédiation financière classique. Au-delà des opérateurs privés et de la doctrine économique, des questions se posent à propos d'un autre intervenant, l'Etat. En effet, les pouvoirs publics dessinent le cadre de ces activités économiques. En l'occurrence, c'est sur le fondement d'une définition juridique précise que les opérations de titrisation ont été mises en place. Avec le recul, il semble que cette définition est incomplète.

II. Définition juridique incomplète

La définition juridique de la titrisation n'a pas véritablement pris en compte l'impact éventuel de ce procédé sur le système financier. A l'origine, cette définition visait principalement à établir un mécanisme de financement (voire de refinancement) fondé sur la technique de mobilisation des créances (1.). Cette optique, explique peut-être le fait qu'un volet avait été négligé lors de l'instauration de la faculté de titriser, celui de la responsabilisation des acteurs au regard de l'ensemble du montage (2.).

1. La définition d'un mécanisme de financement fondé sur la technique de mobilisation des créances

La question qui a été posée au juriste, au départ, était d'organiser un système permettant de relier des créances à des titres financiers. Autrement dit, des établissements bancaires dans un premier temps souhaitaient mobiliser des créances pour bénéficier d'un financement immédiat apporté par une émission de titres financiers, les créances servant à rémunérer par la suite les porteurs de titres. Aux Etats-Unis, il n'a pas été nécessaire de prévoir un dispositif spécifique, la titrisation s'est mise en place autour d'un trust. Précisément, une entité a pu céder ses créances à un trust qui a financé cette acquisition en émettant des titres financiers sur les marchés. Il a suffi de prévoir différentes garanties pour que l'opération puisse s'effectuer dans de bonnes conditions. En France, il a fallu imaginer un régime particulier qui a été déterminé 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.

La première préoccupation du législateur dans ce domaine a été de savoir qui allait avoir la possibilité de procéder à des opérations de titrisation. Il a d'abord été décidé que seuls les établissements bancaires financiers pourraient transférer leurs créances, puis, les entreprises commerciales ont également bénéficié de cette autorisation. De plus, il a fallu déterminer ce qu'il est convenu d'appeler le véhicule de la titrisation, c'est-à-dire l'entité chargée d'acquérir les créances et d'émettre des titres. Le choix qui a été effectué dans un premier temps a été le fonds commun de créances qui, juridiquement, est une copropriété sans personnalité morale. Dans un deuxième temps, a été instauré un organisme de titrisation qui peut fonctionner soit sous la forme d'un fonds commun de titrisation (copropriété sans personnalité morale comme le fonds commun de créances) soit sous la forme d'une société de titrisation, dotée de la personnalité morale. Le rôle du juriste a donc été, en premier lieu de déterminer les structures de la titrisation.

La seconde préoccupation du juriste a été d'organiser l'opération qui, techniquement, se décompose en deux volets. Le premier de ces volets est la cession de créances. Dans ce domaine, l'application des règles de droit commun n'était pas envisageable, car elles impliquaient des formalités trop lourdes qui ne convenaient pas à la cession d'un gros volume de créances. On a donc instauré un système de bordereau qui a simplifié la cession. Cette cession a dû également être sécurisée, les textes ont donc prévu de manière nette que les créances en question seraient accompagnées des sûretés qui y sont attachées. De plus, pour éviter que les créanciers des débiteurs cédés puissent faire valoir leur droit après le transfert, elles ont été placées dans un compte d'affectation spécial ce qui constitue une véritable protection notamment au cas où le débiteur est soumis à une procédure collective. Au total, les textes ont aménagé les conditions d'une cession relativement stable.

Le second volet de l'opération a été également encadré. Il est constitué par l'émission de titres par l'organisme de titrisation. Deux problèmes juridiques ont dû être surmontés. Tout d'abord, le choix de confier l'opération à une entité sans personnalité morale a entraîné différentes interrogations relatives à leur capacité à émettre des titres, les textes ont progressivement clarifié la question. Puis, il a fallu préciser le régime et la nature des titres émis par le fonds. En effet, à l'origine ce dernier avait seulement la possibilité d'émettre des parts qui étaient des titres spécifiques. Cette spécificité nationale était un inconvénient, car les investisseurs internationaux ne connaissaient pas ce produit, le législateur a donc offert aux organismes de titrisation la possibilité d'émettre des obligations, titres financiers connus sur les marchés. Parallèlement, la loi a prévu les règles d'offres des titres au public ou non par les organismes de titrisation qui, aujourd'hui, sont pratiquement intégrées dans le droit commun de la matière.

En résumé, il faut comprendre que le juriste va travailler sur la mise en œuvre concrète d'un mécanisme. En l'occurrence, la titrisation est un montage qui se décompose en plusieurs opérations qui sont soumises, suivant le cas, à un régime relevant du droit civil (cession de créances) ou de droit commercial (émission de titres) qu'il convient d'adapter pour les relier. Il faut donc faire appel au droit des contrats et des sûretés plus précisément. La mise en place des structures de la titrisation pour sa part fait appel au droit des personnes. L'approche est donc fragmentée, il en résulte que les intervenants sont appréhendés en fonction de leur rôle dans les différentes étapes, mais pas au regard du montage dans son ensemble. Cette situation a des conséquences en matière de responsabilité.

2. L'absence de règles de nature à responsabiliser les acteurs par rapport au montage global

Le premier acteur est le cédant. Il a été indiqué qu'il jouit aujourd'hui d'une grande liberté, puisqu'il peut céder toute sorte de créances quelles que soient leur durée ou leur qualité. Une fois le transfert de ces créances effectué, il n'a plus à gérer le risque de crédit et, le plus souvent, il reste chargé du recouvrement ce qui signifie qu'il est rémunéré pour cette tâche, puisque ces créances sont sorties de son patrimoine. Il faut rappeler toutefois que le cédant se verra appliquer certaines règles de droit commun de la cession de créances. Il aura une obligation de délivrance, l'article 1689 du Code civil indiquant qu'elle s'opère entre le cédant et le cessionnaire par la remise du titre (9). Il sera, de plus, tenu d'une obligation de garantie en application de l'article 1693 du Code civil. Cela signifie, tout d'abord, que le cédant est, non seulement garant de l'existence du droit cédé au moment de la créance, mais aussi qu'il n'y a aucun obstacle à la transmission de la créance au profit du cessionnaire. De plus, le cédant doit la garantie de son fait personnel, qu'il intervienne avant ou après la cession. De même, il répond des vices dont la créance serait entachée. Enfin, la garantie du cédant s'étend à l'existence des accessoires de la créance et aux sûretés qui y sont attachées (10). Cette garantie du cédant connaît cependant quelques limites dans la mesure où il n'est responsable, ni de l'insolvabilité du débiteur, ni de l'efficacité des sûretés, sauf s'il s'y est engagé.

Les mécanismes d'acquisition de créances et d'émission des titres font intervenir différents acteurs. Tout d'abord, l'organisme de titrisation qui est parfois appelé le véhicule de titrisation est le creuset de l'opération. Il a déjà été indiqué qu'il peut prendre la forme d'un fonds commun de titrisation ou d'une société de titrisation. Leur gestion est prise en charge par une société (soit une société ad hoc, soit une société de gestion de portefeuille), la trésorerie étant confiée à un dépositaire. Les sociétés de gestion sont agréées par le régulateur financier qui exerce une surveillance de leur activité. De plus, le dépositaire est chargé de contrôler la régularité de la gestion de ces sociétés. Pour autant, ces contrôles et les obligations de ces intervenants concernent seulement leur comportement dans le cadre étroit de la mission qui leur est attribuée soit l'acquisition des créances, l'émission de titres et la gestion de la trésorerie y afférant. Pour ce qui est des arrangeurs chargés d'organiser le montage (qui sont souvent des établissements bancaires ou financiers) et des cabinets d'affaires chargés du conseil juridique, leur responsabilité est celle de prestataires conduisant une activité juridique ou financière.

Le dernier intervenant important à l'opération de titrisation est l'agence de notation qui va noter les titres émis dans ce cadre. Ces dernières ont été mises en cause lors de la crise financière, d'une manière générale. En matière de titrisation leur comportement a été particulièrement discuté. En effet, leur intervention en amont de l'opération dans laquelle elles indiquaient aux opérateurs les éléments à respecter pour obtenir une bonne notation leur a été reprochée. Plus largement, l'existence de conflits d'intérêts et le manque de transparence dans l'établissement du processus de notation ont été relevés (11). Mais, surtout, il était quasiment impossible de mettre leur responsabilité en jeu dans la mesure où elles n'étaient appréhendées réellement par aucune réglementation. En effet, jusqu'à une période récente aux Etats-Unis, il suffisait pour les agences de notation d'invoquer la liberté de la presse pour écarter les actions en responsabilité¹². En France, il n'existe pas à proprement parler de texte visant la responsabilité de ces agences, le droit commun étant de plus difficile à mettre en œuvre compte tenu du fait que les agences n'ont pas leurs sièges sociaux installés en France. Le règlement communautaire n° 1060/2009 du parlement européen et du conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit va peut-être faire évoluer la situation.

Au total, on s'aperçoit que les intervenants ont différentes obligations de nature à mettre en jeu, parfois, leur responsabilité les uns vis-à-vis des autres, ce qui tend à sécuriser leur activité. Cependant, l'investisseur final qui acquiert les titres issus du montage n'a pas de recours réel notamment envers l'initiateur du montage qui est le cédant initial, même si celui-ci savait pertinemment qu'un grand nombre de créances seraient défaillantes et que des titres émis adossés à ces créances verraient le risque qu'il porte se réaliser de façon certaine. Ils peuvent tout au plus aujourd'hui dans certain cas invoquer une information insuffisante auprès de l'établissement qui a commercialisé les instruments financiers en cause. Mais il y a bien une

déconnexion entre le cédant et l'investisseur sur le plan de la responsabilité. Ainsi, le risque a été diffusé (et non dilué comme on a pu le soutenir parfois) mais la responsabilité a été diluée (13).

En définitive, la confrontation des analyses économique et des approches juridique relatives à la titrisation montre un parcours comparable dans les deux disciplines. Les économistes semblent avoir sous-estimé le rôle de la titrisation dans la réalisation du risque systémique, les quelques réserves parfois émises étant balayées par l'euphorie ambiante. Du côté du droit, les dangers du système n'ont pas été complètement appréhendés non plus, et des règles de sécurisation de l'ensemble du mécanisme n'ont pas été prévues. Bien au contraire d'ailleurs puisqu'en France, le dispositif mis en place à l'origine par la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 (précitée) était très restrictif et ne permettait pas un véritable développement de la titrisation. Par la suite, de nombreuses réformes de ce texte ont fortement libéralisé le mécanisme sous la pression d'acteurs économiques importants (Banque, assurance, MEDEF, cabinets d'affaires...), la motivation annoncée pour ces réformes étant l'ardente nécessité de préserver la compétitivité de la place de Paris. La recherche de cette compétitivité, véritable refrain dans l'exposé des motifs de tous les textes de droit financier, a finalement conduit, de manière contrainte et forcée, à un alignement des textes nationaux sur le « moins disant réglementaire ». Ce constat soulève une autre question relative à la capacité des gouvernements nationaux à pouvoir déterminer une politique dans certains domaines, en l'occurrence en matière financière. Ainsi, par exemple, il semble peu probable que la suppression de la titrisation soit admise de manière universelle, de plus elle n'aurait pas grand sens, car les opérateurs trouveraient rapidement des techniques de remplacement plus ou moins sûres. La réponse qui semble se dessiner aujourd'hui est l'instauration d'une régulation financière régionale (14) et mondiale (15). Cette solution est séduisante, mais sa mise en œuvre ne va pas être évidente. Pour être efficace, elle nécessite une vision ample, une volonté politique qui doit conditionner les choix économiques et les constructions juridiques, en sachant que ces choix ont des répercussions sociales non négligeables...

NOTES DE BAS DE PAGE

1. Le rappel du déclenchement du processus de crise est évidemment sommaire, pour une description plus détaillée, on peut se reporter, par exemple, à : La crise financière, Documents et débats numéro 2, février 2009, Banque de France Eurosysteme, disponible sur le site de la banque de France : <http://www.banque-france.fr>.

2. En réalité, la titrisation n'est pas véritablement une innovation, ... le mécanisme qui consiste à transformer une créance en titre est ancien.

3. J.-P. Pollin, Quel système bancaire pour l'après-crise ?, Revue de l'OFCE 2009/3, numéro 110, p. 413-430.

4. A. Brender, La globalisation financière en question, Revue de l'OFCE 2009/3, numéro 110, p. 409-412.
5. 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, disponible sur le site : <http://www.cae.gouv.fr>. (document également publié à la documentation française).
6. J.-P. Pollin, Quel système bancaire pour l'après-crise ?, Revue de l'OFCE 2009/3, n° 110, p. 413-430, précité.
7. P. Artus, La gravité de la crise était-elle prévisible ?, Recherche Economique Natixis, Flash décembre 2008, disponible sur le site : <http://cib.natixis.com>.
8. La crise financière, Documents et débats numéro 2, février 2009, Banque de France Eurosysteme, précité, p.34, disponible sur le site de la banque de France : <http://www.banque-france.fr>.
9. V. : L. Cadiet, Transport des créances et autres droits incorporels, cession de créances (effets), J.-Cl. Civ., art. 1689 à 1695, fasc. 30 ; C. Ophèle, Cession de créance, Rép. Civil, Dalloz, n° 226.
10. Art. 1692 du code civil, V. : L. Cadiet, Transport des créances et autres droits incorporels, cession de créances (Effets), J.-Cl. Civ., art. 1689 à 1695, fasc.3 ; C. Ophèle, Cession de créance, Rép. Civil, Dalloz, n° 228 et s.
11. Etude relative à la notation en matière de titrisation, 2006 et rapport 2006 sur les agences de notation, paru en 2007, qui comprend une partie intitulée : « Notation des entreprises et des financements structurés », disponibles sur le site de l'AMF : <http://www.amf-france.org> .
12. Hubert de Vauplane, Pour une responsabilité civile entière des agences de notation, Mélanges AEDBF, 2008, p. 449.
13. Il faut observer pour rester réaliste que si la responsabilité des acteurs et, notamment, des cédants avait été facile à engager, la titrisation ne se serait pas développée si rapidement.
14. A. Prüm, En voie vers une supervision des marchés et des acteurs financiers à l'échelle européenne, RDBF, 5/2009, p. 1. 15 Y. Paclot, Vers une régulation financière mondiale, RDBF, 6/2009, p. 1.