

# LES ORGANISMES DE FINANCEMENT INSTAURÉS PAR L'ORDONNANCE N° 2017-1432 DU 4 OCTOBRE 2017 PORTANT MODERNISATION DU CADRE JURIDIQUE DE LA GESTION D'ACTIFS ET DU FINANCEMENT PAR LA DETTE



THIERRY  
GRANIER

Professeur  
Aix-Marseille  
Université

Directeur du Pôle  
Banque Finance  
Centre de droit  
économique

L'ordonnance n° 2017-1432 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette instaure une nouvelle catégorie de fonds : les organismes de financement. Ils comprennent d'abord les organismes de titrisation dont le régime, déjà défini dans le Code monétaire et financier, a été légèrement modifié. Ils comprennent ensuite des organismes de financement spécialisé qui constituent une innovation. Ces organismes permettent également de réaliser des opérations de titrisation mais dans des conditions spécifiques déterminées par l'ordonnance.

La loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dite « loi Sapin 2 ») a posé le principe selon lequel les fonds professionnels spécialisés (FPS), les fonds professionnels de capital investissement (FPCI) et les organismes de titrisation (OT) peuvent accorder des prêts. Ces dispositions sont intervenues pour tenir compte du règlement n° 2015/760 sur les fonds européens d'investissement de long terme (FEILT ou, en anglais, ELTIF), applicable depuis le 9 décembre 2015. Ces fonds ont pour objectif de favoriser des financements de longue durée destinés à divers projets d'infrastructure, à des sociétés non cotées ou à des petites et moyennes entreprises (PME) cotées, qui émettent des instruments de capitaux propres ou de dette pour lesquels il n'y a pas d'acheteur aisément identifiable. L'enjeu ici est de contribuer au financement de l'économie réelle et à la réalisation des politiques de l'Union. Les ELTIF ne constituent pas

une nouvelle catégorie de fonds d'investissement, ils relèvent de la directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds alternatifs (dite AIFM). Pour réaliser leur objet, ces opérateurs peuvent, de manière classique, avoir recours à des instruments financiers et ils ont également la possibilité d'octroyer des prêts à des entreprises éligibles. Cette faculté a conduit différents pays européens, dont la France, à aménager les conditions dans lesquelles les fonds pouvaient prêter afin de les faire bénéficier du mécanisme déterminé par le règlement sur les fonds d'investissement de long terme.

Le décret n° 2016-1587 du 24 novembre 2016 avait fixé les conditions dans lesquelles les FPS ainsi que les FPCI, pouvaient octroyer des prêts aux entreprises non financières, qu'ils aient ou non l'appellation ELTIF. La question était donc traitée pour ces fonds avant même l'intervention de la loi Sapin 2 (précitée). Cette même loi, prenant en considération la situation particulière des organismes de titrisation, avait, de plus, habilité le Gouvernement à prendre par voie d'ordonnance des mesures définissant les modalités dans lesquelles les fonds pourraient octroyer des prêts et aménager les conditions de circulation des créances. C'est en application de cette disposition que l'ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs et du financement par la dette a été édictée par le gouvernement. Il s'agissait de répondre à l'ambiguïté de la nature juridique des organismes de titrisation résultant du régime établi par l'article L. 214-167 du Code monétaire et financier. En substance, ce texte prévoit que les organismes de titrisation sont des fonds d'investissement alternatifs (FIA), mais que l'on ne leur applique pas le régime prévu pour ces derniers... étant entendu que, s'ils se comportent comme des FIA, la législation propre à ce type de fonds devait alors être retenue. Autrement dit, suivant la politique adoptée par les gestionnaires de ces entités, deux types de règles pouvaient être mis en œuvre. Ce régime relativement complexe s'expliquait par le fait que législateur français avait raisonné en fonction de la directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds

alternatifs (dite AIFM) qui écartait de son champ d'application la titrisation dite *ad hoc* dont elle fournissait une définition précise.

Quoi qu'il en soit, cette disposition rendait délicate la mise en œuvre du règlement n° 2015/760 sur les ELTIF. En effet, cette dernière n'est applicable qu'aux fonds soumis à la directive AIFM, c'est-à-dire les FIA : or, comme cela vient d'être vu, les organismes de titrisation, bien que qualifiés de FIA, pouvaient ou non entrer dans le régime applicable à cette catégorie. Pour tenter de remédier au problème, les rédacteurs de l'ordonnance ont d'abord modifié l'architecture du Code monétaire et financier en instaurant une nouvelle catégorie de fonds : les organismes de financement (I.) qui se déclinent en deux entités : les organismes de titrisation (II.) et les organismes de financement spécialisé (III.).

## I. L'INSTAURATION DES ORGANISMES DE FINANCEMENT

**Types d'organismes.** Comme souligné, les organismes de financement comprennent les organismes de titrisation et les organismes de financement spécialisé<sup>1</sup>. Les premiers sont connus : ils ont pour objet, d'une part, d'être exposés aux risques par l'acquisition de divers actifs et, d'autre part, d'en assurer en totalité le financement ou la couverture par divers moyens prévus par le texte (voir II.). En revanche, les seconds sont créés par l'ordonnance et ont pour objet, d'une part, d'investir directement ou indirectement dans un ou plusieurs actifs et, d'autre part, d'en assurer le financement, dans les conditions prévues par la loi<sup>2</sup> (voir III.).

**Fonctionnement des organismes.** L'ordonnance fixe différents principes déterminant le fonctionnement des organismes de financement qui vont donc être soumis à des règles communes<sup>3</sup>. Ainsi, ils peuvent se structurer en compartiments qui fonctionnent de manière autonome, étant entendu que les actifs d'un compartiment ne répondent que des dettes et engagements et ne bénéficient que des droits et actifs concernant ce compartiment. Ils ont la possibilité d'emprunter et de conclure des instruments financiers à terme. Ils pourront logiquement octroyer ou recevoir des garanties ou sûretés. La cession ou le transfert des créances qu'ils acquièrent et les éléments d'actifs qu'ils détiennent, le dénouement ou la liquidation des contrats constituant des instruments financiers à terme entrent également dans le champ de leur activité.

**Les actifs des organismes.** Le texte prévoit, de plus, que la cession ou l'acquisition des créances par les organismes de financement s'effectue en principe par le moyen d'un bordereau entraînant de plein droit le transfert des sûretés, des garanties et des autres acces-

soires attachés à chaque créance, y compris les créances professionnelles cédées à titre de garantie, l'utilisation de ce bordereau étant déterminée par décret. Si les actifs sont constitués par des instruments financiers, leur transmission s'effectuera avec les règles de la matière. Ces actifs des organismes de financement sont protégés : en effet, les règles d'affectation des sommes qu'ils reçoivent s'imposent aux porteurs de parts, aux actionnaires, aux détenteurs de titres de créance de toutes catégories ainsi qu'aux autres créanciers ayant accepté ces règles, nonobstant l'ouverture à leur encontre, le cas échéant, d'une procédure applicable aux entreprises en difficulté ou d'une procédure équivalente sur le fondement d'un droit étranger. Dans ce domaine, le cas particulier de la créance résultant d'un contrat de location (au sens large du terme) est pris en compte, une procédure relevant du droit des entreprises en difficulté (ou son équivalent dans un système étranger) à l'encontre du loueur ne pouvant remettre en cause la poursuite du contrat de location.

**Protection des investisseurs.** Pour ce qui est de la protection des investisseurs, l'article L. 214-170 du Code monétaire et financier prévoit que lorsque les parts ou titres de créance émis par les organismes de financement sont offerts au public, un document d'appréciation établi par une agence de notation doit être fourni en annexe du prospectus<sup>4</sup> nécessaire à ce type d'émission. Les textes<sup>5</sup> envisagent également l'organisation du recouvrement des créances acquises, le principe étant qu'il reste à la charge du cédant ou de la personne qui en avait la charge avant la cession. Dans la même optique de sécurisation de la circulation des flux, il est prévu que la société de gestion de l'organisme et toute entité chargée de l'encaissement de sommes dues ou bénéficiant directement ou indirectement à l'organisme peuvent convenir que ces sommes seront portées au crédit d'un compte spécialement affecté au profit d'un ou plusieurs organismes sur lequel les créanciers de l'entité chargée de l'encaissement ne peuvent poursuivre le paiement de leurs créances, même en cas de procédure relevant du droit des entreprises en difficulté<sup>6</sup>. Ainsi, un cadre général est fixé pour le fonctionnement des organismes de financement, étant entendu que ces dispositions de nature législative sont accompagnées par des textes réglementaires dont le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Au-delà de ces modalités communes, l'ordonnance détermine deux entités de financement différentes dont l'organisme de titrisation.

## II. LES ORGANISMES DE TITRISATION

**Nature des organismes de titrisation.** Il faut rappeler au préalable que la formulation et la numérotation de l'article L. 214-67 du Code monétaire et financier évo-

1. Article L. 214-166 du Code monétaire et financier.

2. Article L. 214-168 du Code monétaire et financier.

3. Articles L. 214-166-1 à L. 214-175 du Code monétaire et financier.

4. Imposé par l'article L. 412-1 du Code monétaire et financier.

5. Article L. 214-172 du Code monétaire et financier.

6. Article L. 214-173 du Code monétaire et financier.

qué en introduction concernant le régime applicable aux organismes de titrisation n'ont pas été modifiées par la réforme. Ainsi, ces derniers demeurent dans la catégorie des FIA, mais ne sont pas soumis au régime prévu pour ces entités, les règles à retenir sont donc celles contenues dans la sous-section consacrée aux organismes de financement. Comme précédemment, les organismes de titrisation qui ne respectent pas ces dispositions et qui se comportent comme des FIA entreront dans le champ d'application du droit des FIA.

**Structure des organismes de titrisation.** De la même manière, les structures des organismes de titrisation n'ont pas été aménagées par l'ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017<sup>7</sup>. Ainsi, les fonds communs de titrisation, comme précédemment, sont qualifiés de copropriété auxquelles on n'applique pas les règles de l'indivision, ni celles relatives à la société en participation. Ils sont constitués à l'initiative conjointe d'une personne morale dépositaire et d'une société chargée de sa gestion. Cette dernière est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers pour gérer des organismes de placement collectif<sup>8</sup>. Elle est désignée dans le règlement du fonds et le représentera à l'égard des tiers et dans toute action en justice. Si l'organisme fonctionne sous la forme d'une société de titrisation, elle se constituera en société par actions simplifiée ou en société anonyme, dont le régime sera adapté à l'activité cependant<sup>9</sup>. Comme pour les fonds, la gestion des sociétés de titrisation sera prise en charge par une société de gestion de portefeuille tandis que la trésorerie et les créances de l'opération seront conservées par un dépositaire unique et distinct de la société.

**Objet des organismes de titrisation.** En revanche, l'ordonnance n° 2017-1432 du 4 octobre 2017 a élargi quelque peu l'objet des organismes de titrisation. Il est toujours question pour ces entités, d'une part, de s'exposer aux risques en acquérant des créances, mais elles le feront aussi en souscrivant ou en détenant des créances. Elles pourront, de plus, détenir des titres de capital reçus par conversion, échange ou remboursement de titres de créance ou de titres donnant accès au capital, ou par l'exercice des droits attachés à de tels titres. La réforme leur permet non seulement (comme sous l'empire de l'ancien texte) de s'exposer par l'octroi de prêts, la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant le risque d'assurance mais aussi, désormais, par l'utilisation de mécanismes de garanties, de sûretés ou de sous-participations en risque de trésorerie. Il s'agira toujours pour les organismes de titrisation d'organiser, d'autre part, la couverture des risques pris par l'émission de parts ou d'actions ou de titres de créance, de la conclusion de

contrats constituant des instruments financiers à terme, le transfert de risque d'assurance ou par le recours à l'emprunt. Avec la réforme, ils pourront avoir également recours à des garanties, des sûretés ou de sous-participations en risque ou en trésorerie ou à d'autres formes de ressources, de dettes ou d'engagements.

**Sponsor.** De plus, la réforme introduit en droit positif français un nouvel acteur le « sponsor » au sens de l'article 4 du règlement n° 575/2013 du 26 juin 2013. Il s'agit d'un opérateur qui rachète les expositions à un tiers et qui monte une opération de titrisation. L'article L. 214-175-1 du Code monétaire et financier prévoit que les sponsors peuvent gérer des organismes de titrisation, s'ils délèguent, toutefois, cette gestion à des sociétés de gestion de portefeuille. En d'autres termes, il apparaît clairement que les titrisations peuvent être initiées soit par un opérateur qui a pris part à l'accord d'origine ayant donné naissance à l'obligation des débiteurs donnant lieu à l'exposition titrisée, soit par un opérateur qui achète les expositions d'un tiers pour son propre compte et qui les titrise.

**Subordination des émissions et prêts.** Il convient de rappeler, par ailleurs, que les émissions de titres de l'organisme de titrisation peuvent donner des droits différents à leurs porteurs, les droits d'une catégorie de porteurs pouvant être subordonnés à ceux d'une autre catégorie de porteurs. En d'autres termes, les émissions peuvent comporter des tranches de titres supportant des risques différents et subordonnés. La réforme permet également aux organismes de titrisation d'accorder des prêts à des entreprises non financières, sous certaines conditions de nature prudentielle cependant. Cette réglementation prudentielle dépasse d'ailleurs la question du prêt, puisque la perte ou l'engagement net maximal pris par un organisme de titrisation à l'occasion des différentes opérations qu'il peut conduire ne doit pas excéder la valeur de son actif et le cas échéant du montant non appelé des souscriptions.

### III. LES ORGANISMES DE FINANCEMENT SPÉCIALISÉ

**Nature et objet des organismes de financement spécialisé.** Les organismes de financement spécialisé ont un objet différent de celui des organismes de titrisation. Il n'est pas question de s'exposer à des risques et de les couvrir, mais plutôt : d'une part, d'investir directement ou indirectement dans un ou plusieurs des actifs et, d'autre part, d'en assurer le financement, dans les conditions prévues par la loi. La finalité est donc différente, même s'il faut observer que l'investissement suppose généralement l'exposition à un risque. En ce qui concerne leur statut, les organismes de financement sont des FIA à part entière car ils sont soumis au régime qui est applicable à cette catégorie<sup>10</sup>. La conséquence

7. La numérotation relative aux sociétés de titrisation et aux fonds communs de titrisation a été conservée.

8. Les organismes de placement collectif comprennent les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et les fonds d'investissement alternatifs (FIA) : article L. 532-9 du Code monétaire et financier.

9. Article L. 214-179 du Code monétaire et financier.

10. Article L. 214-167 III du Code monétaire et financier.

est qu'ils vont bénéficier de la procédure de commercialisation transfrontière communément appelée « passeport européen »<sup>11</sup>. De la même manière, ils vont pouvoir entrer dans le cadre défini par le Règlement (UE) 2015/760 du Parlement européen et du conseil du 29 avril 2015 (ELTIF) destiné à favoriser les financements à long terme au sein de l'Union européenne (précité).

**Structure des organismes de financement spécialisé.** La structure des organismes de financement spécialisé est comparable à celle des organismes de titrisation et à celle des organismes de placement collectif en général. En effet, ils peuvent, tout d'abord, fonctionner comme société de financement spécialisé et prendront la forme de société anonyme ou de société par actions simplifiée. Ils devront faire figurer sur tous les actes et documents destinés aux tiers leur qualité de « société de financement spécialisé ». Pour le reste, elles répondent aux mêmes principes de fonctionnement que les sociétés de titrisation (voir ci-dessus)<sup>12</sup>. Ils peuvent également adopter la forme de « fonds de financement spécialisé » qui n'a pas la personnalité morale et qui est une copropriété à laquelle on n'applique ni les dispositions du Code civil relatives à l'indivision, ni celles relatives aux sociétés en participation. Ainsi, au-delà de leur dénomination, le législateur a prévu de retenir le même régime que celui des fonds de titrisation<sup>13</sup>.

**Les actifs des organismes de financement spécialisé.** L'article L. 214-190-1 détermine la liste des actifs éligibles à l'actif de l'organisme de financement spécialisé. Elle comporte les instruments financiers, les créances, et les sous-participations en risque ou en trésorerie. Elle comprend également les biens éligibles aux FPS<sup>14</sup>. La propriété de ce type de bien doit être fondée soit sur une inscription, soit sur un acte authentique, soit sur un acte sous seing privé dont la valeur probante est reconnue par la loi française ; il ne doit faire l'objet d'aucune sûreté autre que celles éventuellement constituées pour la réalisation de l'objectif de gestion du FPS et il doit faire l'objet d'une valorisation fiable, étant entendu que sa liquidité doit être adaptée aux principes de fonctionnement du fonds. Le texte précise que l'investissement direct ou indirect des organismes de financement spécialisé pourra résulter de l'émission de parts, d'actions ou de titres de créance, de la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme, ou encore du recours à l'emprunt ou à toute autre forme de ressources, de dettes ou d'engagements. Un organisme de financement spécialisé peut souscrire, acquérir ou détenir des instruments de capital, de capitaux propres ou de quasi-capitaux propres, notamment lorsque ces instruments sont reçus par conversion, échange ou remboursement de titres de créance ou de titres donnant accès au capital ou par l'exercice des droits attachés à de tels titres.

**Les investisseurs.** La souscription et l'acquisition de parts, actions ou titres de créance émis par un organisme de financement spécialisé sont réservées aux clients professionnels ainsi qu'aux investisseurs étrangers appartenant à une catégorie équivalente sur le fondement du droit du pays dont ils relèvent. La souscription et l'acquisition des parts ou actions peut également être le fait des investisseurs dirigeants, salariés ou personnes physiques agissant pour le compte de la société de gestion de l'organisme, ainsi que de la société de gestion elle-même<sup>15</sup>.

**Émission des titres.** Les organismes de financement spécialisé peuvent émettre des parts, actions et titres de créances donnant lieu à des droits différents sur le capital et les intérêts, à condition cependant que le risque de crédit associé à la détention de ces parts, actions ou titres de créance ne fasse l'objet d'aucune règle de subordination. Autrement dit, il ne sera pas possible d'émettre une « tranche » comprenant des titres dont la rémunération dépendra du paiement des titulaires de titres inclus dans une autre « tranche ». Il faut rappeler que les organismes de titrisation ont la possibilité de faire des émissions comprenant des tranches de titres supportant des risques différents et subordonnés (voir plus haut). La distinction est notable car elle modifie l'approche de la gestion du risque de ces organismes de financement spécialisé par rapport aux organismes de titrisation.

**Prêts.** En ce qui concerne les possibilités de prêt de l'organisme de financement spécialisé, il faut rappeler que son statut de FIA lui donne la possibilité de consentir des prêts dans le cadre de l'application du règlement (UE) n° 2015/760 du 29 avril 2015 relatif aux ELTIF. Il pourra également accorder des prêts à des entreprises non financières si ses capacités de rachats de parts et actions et le recours à l'effet de levier ont fait l'objet de limitations.

Au total, la physionomie des organismes de titrisation n'a pas été bouleversée, ces entités restent adaptées à des titrisations d'envergure conduites par des établissements bancaires et financiers ou des entreprises importantes qui ont une logique financière avérée et qui peuvent s'appuyer sur les marchés financiers. La création des organismes de financement spécialisé permet d'utiliser le mécanisme dans une optique qui correspond davantage à un financement d'entreprises ou de projets. Certains acteurs ont parfois parlé de « vraie titrisation » pour la première approche et de « fausse titrisation » pour la seconde. Sous un angle juridique, cette distinction n'a pas grand sens : il s'agit dans les deux cas de réaliser une émission de titres adossée à des actifs. ■

11. Articles L. 214-24-1 et L. 214-24-2 du Code monétaire et financier.

12. Article L. 214-190-2 du Code monétaire et financier.

13. Article L. 214-190-3 du Code monétaire et financier.

14. Article L. 214-154 du Code monétaire et financier.

15. Article L. 214-190-1 du Code monétaire et financier.