

TITRISATION

VERS UN CADRE JURIDIQUE PLUS MODERNE ET PLUS SÛR



**Gilles
Saint Marc**

Avocat à la Cour
Associé
Cabinet Gide
Loyrette Nouel

Président
Commission
Titrisation de Paris
Europlace

La France innove avec un nouveau cadre juridique pour la titrisation, à l'occasion de la transposition de la directive de 2005 relative à la réassurance. Désormais, les assurances pourront se réassurer aussi auprès des marchés financiers *via* la titrisation.

La crise des *subprimes* a présenté la titrisation comme la courroie de transmission "coupable", qui aurait transmis le virus des *subprimes* à l'ensemble de la sphère financière mondiale. Ca n'est pas faux.

C'est toutefois un peu réducteur. Surtout, cela ne doit pas éviter une analyse approfondie des responsabilités. À cet égard, il est intéressant de noter que quatre États américains (Californie, Illinois, Washington et Floride) ont engagé des actions en justice à l'encontre des établissements ayant accordé ces prêts hypothécaires dont il était avéré que les ménages étaient inca-

pables de les rembourser.

Il ne faut pas confondre la technique et le technicien. Rappelons que la titrisation est une technique de financement désintermédiée, qui a permis de financer la formidable croissance mondiale de ces trente années. Jamais les banques n'auraient pu financer une telle expansion sur leurs seuls bilans, faute de ressources propres suffisantes et contraintes qu'elles sont par le ratio de solvabilité de Bâle II. La question n'est plus tant aujourd'hui de constater la déprime des marchés financiers occidentaux que de mettre en place des opérations permettant, soit un refinancement des banques auprès de la BCE, soit un financement par des fonds islamiques en utilisant ainsi la manne pétrolière de la région du moyen-orient pour financer le développement de l'économie française.

TITRISER POUR SE RÉASSURER

C'est dans ce contexte délicat que la réforme du droit français de la titrisation est intervenue.

Son aiguillon : l'obligation faite à la France de transposer la directive 2005/68/CE sur la réassurance, comme l'ont déjà fait l'Irlande et le Royaume-Uni. Cette directive permet aux organismes d'assurances

de se réassurer, non plus seulement auprès des entreprises de réassurance, mais aussi auprès des marchés financiers en transférant leur risque d'assurance à des véhicules de titrisation. Le marché de la réassurance est limité par le nombre d'acteurs et par sa capacité financière à absorber les risques toujours plus grands auxquels les entreprises d'assurance sont elles-mêmes exposées (pandémie aviaire, tremblements de terre en Chine). Permettre aux organismes d'assurance de se réassurer *via* les marchés financiers devrait réduire le coût de la réassurance et *in fine* bénéficier aux assurés à travers une réduction du montant de leurs primes.

La transposition de la directive Réassurance offrait, en outre, une occasion unique de moderniser le cadre juridique français de la titrisation. La France, qui avait été le premier pays d'Europe à adopter une législation spécifique sur la titrisation il y a 20 ans (outil qui devait faciliter le passage des banques françaises au ratio Cooke), était devenue au gré des classements des agences de notation 4 ou 5^e pays en Europe pour le volume des opérations. Cette modernisation du cadre juridique s'est faite sous un double angle : en renforçant la transparence et la sécurité offerte aux

investisseurs (de ce point de vue, la France a été le premier pays à tirer les conséquences de la crise des subprimes) ; en renforçant l'attractivité du droit français afin, tout à la fois, de "réimpatrier" en droit français les opérations de titrisation portant sur des actifs de source française, mais aussi de faire du véhicule français de titrisation une alternative crédible aux véhicules de droit anglo-saxon dans les opérations de titrisation internationales.

Ce nouveau cadre juridique résulte de l'ordonnance n°2008-556 du 13 juin 2008 transposant la directive 2005/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des fonds communs de créances qui a été signée par le président de la République le 13 juin 2008 et publiée au JORF du lendemain. Le volet réglementaire a fait l'objet d'un décret en date du 17 juillet 2008.

UN CADRE JURIDIQUE PLUS MODERNE

1. Quant aux actifs

L'innovation première est naturellement la faculté désormais ouverte aux organismes de titrisation de pouvoir être exposé à des risques d'assurance. C'est ce qui justifie le changement d'appellation du "fonds commun de créances" en "organismes de titrisation", le transfert de risques d'assurance se traduisant par le transfert de tout ou partie de la dette (et non de la créance) de l'assureur envers les assurés.

Ce mécanisme de réassurance alternatif est ouvert aux seuls organismes d'assurance, donc non aux entreprises elles-mêmes. Il couvre tous les risques d'assurances (vie, non-vie, responsabilité, risque lié à la durée de la vie humaine). L'organisme de titrisation doit être approuvé par l'Autorité de contrôle des assurances

et des mutuelles (ACAM) qui vérifiera qu'il satisfait aux exigences de la directive : obligation de financement intégral du risque d'assurance et remboursement des investisseurs subordonné au paiement des sommes dues par l'organisme de titrisation à l'assureur cédant.

La seconde innovation est la possibilité de céder de manière efficace, même en cas de faillite du cédant, les créances futures résultant de contrat de bail ou de crédit-bail. À dire vrai, il ne s'agit là que de transposer aux organismes de titrisation ce que le législateur a admis depuis longtemps pour les sociétés de crédit foncier. Cette avancée ne met pas pour autant en péril le principe de sauvegarde et de redressement de l'entreprise en difficulté qui anime le droit français de la faillite. En effet, la seule prestation que doit rendre le cédant dans ce type de contrats est la jouissance paisible du bien loué par le locataire, et cette jouissance paisible ne requiert aucun coût particulier de la part du bailleur dont la prise en charge pourrait venir en concurrence avec les droits du cessionnaire sur les flux de loyers.

2. Quant au caractère international de l'organisme de titrisation

L'ordonnance prévoit deux réformes majeures : d'une part, la possibilité pour l'organisme de titrisation d'acquiescer les créances en droit étranger, et non nécessairement en droit français. Ceci permettra de régler les questions d'opposabilité aux tiers du transfert de créances lorsque les cédants sont étrangers (typiquement en droit allemand, la créance de prêt allemande doit être cédée en droit allemand pour que la cession soit opposable aux tiers du cédant allemand).

D'autre part, la possibilité pour l'organisme de titrisation de bénéficier des conventions internationales

« L'ordonnance prévoit deux réformes majeures : la possibilité pour l'organisme de titrisation d'acquiescer les créances en droit étranger, et non nécessairement en droit français, et la possibilité pour l'organisme de titrisation de bénéficier des conventions internationales tendant à éviter les doubles impositions. »

tendant à éviter les doubles impositions, particulièrement la retenue à la source sur les intérêts versés par les débiteurs situés hors de France à l'organisme français de titrisation. À l'instar de ce que prévoit la loi luxembourgeoise sur la titrisation, l'organisme français de titrisation pourra prendre la forme d'une société de titrisation afin de pouvoir se prévaloir de la qualité de "résident" (exigence d'avoir la personnalité morale et de payer l'impôt dans l'un des États) au sens de ces conventions. Cette société de titrisation pourra, au choix, être une société par action simplifiée (en l'absence d'appel public à l'épargne) ou une société anonyme (dans le cas inverse). L'organisme de titrisation comprend donc aujourd'hui deux formes : le fonds commun de titrisation (FCT, copropriété sans personnalité morale comme l'ancien FCC) et la société de titrisation (société dotée de la personnalité morale).

Comme pour les SICAV, un certain nombre de règles du Code de commerce ont été écartées car inapplicables à un organisme de titrisation (comme l'exigence d'avoir deux bilans certifiés et un capital intégralement libéré avant de pouvoir procéder à l'émission d'obligations).

3. Quant aux règles de gestion

L'organisme de titrisation pourra octroyer des garanties alors que depuis 1988 le FCC ne pouvait pas nantir ses actifs.

Cette modification était indispensable afin que l'organisme de titrisation puisse "collatéraliser" les obligations de paiement auxquelles il s'est engagé envers les établissements de crédit ou les organismes d'assurance qui lui ont transféré leur risque de crédit ou d'assurance. C'est, en effet, parce que les établissements de crédit ou les organismes d'assurance ne seront pas en risque de contrepartie

Le décret du 17 juillet 2008

Le texte amène quatre nouveaux éléments :

1. il assouplit les règles de conclusion d'opérations sur instruments financiers à terme ou d'emprunts en renvoyant au droit commun et aux dispositions du règlement ou des statuts de l'organisme de titrisation (dans la limite de 100 % de l'actif).
2. il reconnaît la possibilité de remettre des bordereaux de cession électronique, ce qui est une simplification pratique importante.
3. il précise le dispositif concernant les cessions de créances résultant d'opérations de crédit-bail

- ou de location avec option d'achat en permettant la cession à l'organisme de titrisation des droits relatifs aux biens finances dans le cadre de ces opérations.
4. enfin, le décret indique le traitement prudentiel des opérations de titrisation de risque d'assurance au regard de l'admission de la créance de l'organisme d'assurance sur l'organisme de titrisation, la réduction de marge de solvabilité pour l'organisme d'assurance cédant et la souscription par un organisme d'assurance de titres émis dans le cadre de telles opérations.

sur l'organisme de titrisation qu'ils pourront bénéficier d'une économie de fonds propres au regard de Bâle II ou de Solvabilité 2.

La loi renvoie aux dispositions de l'article L. 431-7-3 du Code monétaire et financier qui transpose en droit français la directive 2002/47/CE sur les garanties financières, et en particulier son régime de constitution et de réalisation des sûretés dérogatoire au droit commun lorsque ces garanties ou sûretés sont constituées par l'organisme de titrisation en faveur d'une entité régulée (établissement de crédit, entreprise d'investissement, entreprise d'assurance ou de réassurance).

Pour le reste, l'ordonnance simplifie les règles de conclusion des instruments financiers à terme et de gestion "active" des créances non échues en renvoyant au règlement ou aux statuts de l'organisme de titrisation et en faisant application des règles de droit commun.

4. Quant aux acteurs

L'ordonnance prévoit désormais que la gestion des organismes de

titrisation pourra être assurée non seulement par les sociétés de gestion de FCC existantes, mais également par des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) relevant de l'article L. 532-9 du Code monétaire et financier. La société de gestion n'aura donc plus nécessairement un objet exclusif (la gestion de FCC) mais pourra être une SGP (il en existe plus de 500 aujourd'hui) habilitée à gérer plusieurs types d'organismes de placement collectif (OPCVM, OPCV ou organisme de titrisation) à condition d'avoir fait approuver un programme d'activité spécifique par l'AMF. La société de gestion pourra également confier la conclusion d'instruments financiers à terme ou la gestion "active" de créances non échues à une SGP tierce, sous la responsabilité de cette dernière et non plus comme auparavant sous la responsabilité "parapluie" de la société de gestion.

Le dépositaire de l'organisme de titrisation pourra être tout établissement de crédit ayant son siège dans l'espace économique européen, donc sans nécessairement avoir son siège ou sa succursale en France. Il sera uniquement dépositaire de la trésorerie et des créances à l'exclusion des autres actifs de l'organisme de titrisation (comme par exemple, les actifs dont il peut être possesseur ou propriétaire en cas de réalisation des sûretés dont il bénéficie).

Enfin, le recouvreur de substitution (au cas où l'originateur des actifs n'assume pas lui-même cette fonction), qui devait auparavant être nécessairement un établissement de crédit, pourra désormais être toute entité désignée à cet effet dès lors qu'elle a la capacité dans sa loi nationale à exercer une telle fonction. Là encore, cela permettra d'éviter les schémas artificiels où un établissement de crédit assumait une responsabilité "parapluie" alors qu'en réalité il confiait cette fonction à une entité tierce non-établissement de crédit.

UN CADRE JURIDIQUE PLUS TRANSPARENT ET PLUS SÛR

La compétitivité d'un droit ne se résume pas uniquement à sa flexibilité. La crise des subprimes l'a rappelé récemment s'il en était besoin. Sécurité et transparence sont également des éléments promoteurs d'un système juridique. C'est la raison pour laquelle l'ordonnance renforce la transparence et la sécurité du cadre juridique français de la titrisation en faveur des investisseurs.

1. Plus de transparence

Afin de permettre aux investisseurs de souscrire en toute transparence, le règlement du fonds ou les statuts de la société devront définir :

- la nature des risques auxquels l'organisme de titrisation se propose de s'exposer ;
- la stratégie de couverture ou de financement de ces risques et notamment les conditions d'émission des titres, du recours à l'emprunt, de conclusion et de dénouement des contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance à des fins de couverture ;
- les garanties reçues ou octroyées par l'organisme de titrisation ;
- la stratégie d'investissement de l'actif, et notamment la stratégie d'investissement des liquidités, les conditions de recours à des opérations de *repos* ou à des opérations de cession de créances non échues ou déchues de leur terme.

2. Plus de sécurité

Le risque de *commingling* est neutralisé. Le compte d'affectation spéciale, qui aujourd'hui ne bénéficie qu'aux sommes perçues par le recouvreur pour le compte du FCC, est généralisé. Il s'applique à tout compte de toute entité chargée directement ou indirectement de l'encaissement de sommes dues ou bénéficiant à l'organisme de titrisation sur lequel les créanciers de l'entité ne pourront poursuivre le

« L'ordonnance renforce la transparence et la sécurité du cadre juridique français de la titrisation en faveur des investisseurs. »

paiement de leurs créances, même en cas de faillite de cette dernière. Cette innovation devrait être saluée par les agences de notation, qui avaient déjà accueilli favorablement le compte d'affectation spéciale créé par la loi Sécurité financière. Elle devrait également conforter l'éligibilité au refinancement auprès de la BCE des titres de créances émis par les organismes de titrisation français.

Enfin, la loi renforce également la *bankruptcy remoteness* de l'organisme de titrisation à plusieurs titres :

- l'organisme de titrisation ne sera pas soumis aux dispositions du Livre VI du Code de commerce (loi sur la faillite française).

- les règles d'allocation des paiements (*waterfall*) figurant dans le règlement ou les statuts de l'organisme de titrisation ou dans tout contrat conclu pour le compte de cet organisme sont opposables aux investisseurs et aux

créanciers les ayant acceptées. En outre, il est clairement affirmé que l'organisme de titrisation n'est tenu de ses dettes qu'à concurrence de son actif et selon le rang de ses créanciers défini par la loi ou tel qu'il résulte du règlement, des statuts ou des contrats conclus pour son compte. Cette disposition est destinée à lever l'incertitude que certains avaient quant à la validité en droit français des clauses de limitation de recours à l'actif disponible et des clauses de subordination entre créanciers.

- les actifs de l'organisme de titrisation ne peuvent faire l'objet de mesures civiles d'exécution (saisie-attribution, etc.) que dans le respect des règles d'affectation définies par le règlement ou les statuts de l'organisme.

Le régime fiscal des FCT à vocation générale est identique à celui qui était applicable aux FCC avant la publica-

tion de l'ordonnance (bulletin officiel des impôts 5I-4-08, 7F-I-08 et 5C-5-08 du 25 juillet 2008, et 4K-I-08 du 6 août 2008). Une instruction fiscale particulière devrait être prise s'agissant des FCT exposés à des risques d'assurance – la transparence juridique voudrait, en effet, que les sommes versées aux investisseurs soient qualifiées fiscalement de la même manière que les flux d'actifs sous-jacents, c'est-à-dire *a priori* en BIC et non en RCM ce qui n'est pas satisfaisant pour les investisseurs. Enfin, la loi de finances pour 2009 devra exonérer la société de titrisation d'un certain nombre de taxes et impôts (Organic, TVA... à l'exception bien sûr de l'IS), sauf à prendre le risque que cette forme d'organisme de titrisation ne soit jamais utilisée. ■

Plus de 17 000 ouvrages
sur le seul sujet
qui vous obsède vraiment.

www.revuebanquelibrairie.com

La librairie spécialisée dans la banque et la finance