

# Les nouvelles catégories d'actifs titrisés

## **Les actifs titrisés se sont largement diversifiés**

*ces dernières années, des créances futures aux titres de créances, en passant par les actifs corporels comme, notamment, les immeubles. Le fait que la plupart des actifs apparaissant au bilan d'une société puissent potentiellement faire l'objet d'une titrisation ouvre de nouveaux gisements importants d'opérations.*

**L**A TITRISATION A ATTEINT EN FRANCE une relative maturité, qui s'accompagne d'une banalisation de cette technique de financement et de déconsolidation d'actifs. Mais les actifs concernés se sont largement diversifiés au cours de ces dernières années. Parallèlement à l'apparition de nouveaux types de créances titrisables (cartes de crédit, financements de projets, créances futures), d'autres classes d'actifs apparaissant au bilan des sociétés commerciales se sont révélées constituer un gisement potentiel très riche pour d'éventuelles titrisations. Nous n'évoquerons toutefois que les principaux nouveaux types d'actifs ayant récemment fait l'objet d'opération de titrisation en France.

### **NOUVEAUX TYPES DE CRÉANCES**

Les créances futures recouvrent trois catégories de créances pour lesquelles la prestation n'a pas encore été fournie par le cédant : les créances pour lesquelles un contrat est en vigueur et qui sont contractuellement payables avant l'exécution de la prestation (loyers, créances d'abonnement à l'eau courante, au gaz, à l'électricité, au téléphone, etc.), les créances pour lesquelles un contrat est en vigueur mais qui ne sont payables qu'une fois la prestation ou la marchandise fournie par le cédant (exécution future d'un contrat d'entreprise) et les créances pour lesquelles aucun contrat n'a encore été conclu (chiffre d'affaires

prévisible de l'entreprise cédante). La titrisation de ces créances permet à une entreprise d'obtenir un financement auprès du marché sur la base de ses recettes à venir. Toutefois, ce type de titrisation pose encore d'importants problèmes juridiques et fiscaux, qui nécessitent une adaptation des opérations, au cas par cas, à la nature de l'actif cédé et à la structure du groupe du cédant. En l'état actuel de la législation, ces opérations ne sont pas toujours possibles.

Les créances de cartes de crédit ou crédits permanents ont une particularité qui tient au fait que l'encours de chaque créance sur les titulaires de cartes peut fluctuer à la hausse comme à la baisse, au gré des utilisations et remboursements effectués. Cela rend nécessaire la mise en place de mécanismes financiers permettant au véhicule de titrisation de financer la différence entre l'encours des créances (par nature fluctuant, et dont rien ne permet d'assurer la diminution au terme de la durée prévue pour l'opération) et l'encours des titres placés auprès des investisseurs (par nature stable puis décroissant en fin de vie de l'opération).

Les créances de financement de projets constituent clairement une nouvelle catégorie d'actifs titrisables. La durée des concessions qui servent de base à certains de ces financements (jusqu'à trente ans dans le domaine autoroutier) fait que certaines banques hésitent à



**XAVIER  
DE KERGOMMEAUX**



**CHRISTINE  
VAN GALLEBAERT**  
Avocats  
au Barreau de Paris

**Gide Loyrette Nouel**

s'engager sur des durées aussi longues, pour des marchés dont le développement n'offre pas toujours une telle visibilité. La titrisation apporte une réponse adéquate aux difficultés liées à ce type de financement. Elle prend la forme d'un prêt (ou d'une émission de titres) mis à la disposition de la société concessionnaire ou en charge du projet. La créance résultant du prêt est ensuite cédée à un véhicule de titrisation, qui émet des titres à plus ou moins long terme, que l'on peut envisager de refinancer par émissions successives. Le cadre juridique des fonds communs de créances est particulièrement bien adapté à ce type d'opération, et apporte une sécurité juridique et fiscale rarement égalée par les autres types de structures de financement.

#### LA PRINCIPALE INNOVATION

La titrisation des actifs corporels et, plus généralement, des actifs autres que les créances, constitue la principale innovation de ces dernières années. Selon

“La titrisation des actifs corporels et, plus généralement, des actifs autres que les créances, constitue la principale innovation de ces dernières années.”

un principe général, la titrisation d'un actif corporel ou incorporel a pour objet de mettre en place un financement correspondant à tout ou partie de la valeur de l'actif, et à asseoir le remboursement des titres émis sur le marché par le véhicule de titrisation, principalement sur les revenus attendus de cet actif et, subsidiairement et au cas où ces revenus ne suffiraient pas, sur la valeur vénale de cet actif. Généralement, un effet déconsolidant est recherché, même si les opérateurs doivent parfois y renoncer.

Les immeubles constituent un actif corporel fréquemment présent pour une valeur de marché importante à l'actif des groupes de sociétés. La titrisation d'immeubles a pour objectif de permettre à une société propriétaire d'immeubles d'obtenir un financement adossé à la valeur de son patrimoine immobilier, de lever un volume de fonds plus important que dans le cadre d'un financement hypothécaire classique et de ne pas épuiser sa signature sur le marché. Les opérations les plus innovantes font appel à des

structures complexes permettant d'isoler le patrimoine immobilier dans une société ad hoc répondant aux critères des agences de notation visant à écarter tout risque de faillite de cette société, afin d'isoler les immeubles du risque lié à une éventuelle défaillance du groupe. Les immeubles ainsi transférés sont financés par un prêt bancaire ou intragroupe qui est ensuite titrisé auprès d'un véhicule de titrisation, ou d'un fonds commun de créances. Ces opérations présentent toutefois un coût fiscal potentiellement non négligeable, et imposent généralement une restructuration préalable du pôle immobilier du groupe, ainsi qu'une bonne répartition géographique du parc immobilier. Ces opérations sont donc attractives pour les groupes disposant d'un patrimoine immobilier important et bien valorisé.

#### UNE FISCALITÉ MOINS LOURDE

Les flottes de véhicules peuvent être cédées avec une fiscalité moins lourde que pour les immeubles. Le transfert de véhicules automobiles reste toutefois souvent délicat du fait du coût et des formalités liées au changement de carte grise. Lorsque l'opération de titrisation porte sur une flotte de véhicules existante qui n'est pas régulièrement renouvelée, elle repose sur un système de location (ou, dans certains cas, sur une cession assortie d'une clause de réserve de propriété) et non sur une cession pure et simple des véhicules. Lorsque l'activité de l'entreprise permet un renouvellement régulier de la flotte de véhicules (ce qui est le cas des sociétés de location), l'opération de titrisation utilise, à l'instar de certaines titrisations d'immeubles, l'intermédiation d'une société ad hoc qui acquiert les véhicules au fur et à mesure du renouvellement de la flotte, et les loue ensuite à l'entreprise concernée. La société ad hoc est elle-même financée par un prêt titrisé, les titres étant rémunérés et remboursés par le flux régulier des loyers.

#### TITRISER LES STOCKS

Les stocks sont plus ou moins délicats à titriser selon qu'ils consistent en produits finis, en matières premières non transformées, ou en produits en cours de transformation. Lorsque les stocks

consistent en produits finis, on peut en général envisager d'en transférer la propriété à une entité ad hoc destinée à les refinancer en attendant la vente des produits sur le marché. Cela peut toutefois s'avérer difficile pour certains types de produits soumis à une réglementation particulière (appellation d'origine contrôlée ou droit de détention limité à des entités agréées). Dans cette hypothèse, on peut envisager la mise en place d'un prêt titrisé garanti par un gage avec dépossession sur les stocks concernés. C'est ainsi que les stocks de plusieurs maisons de vin, Champagne ou alcools, ont pu être titrisés récemment. Pour les matières premières et les produits en cours de transformation, l'opération de titrisation repose sur la vente des matières premières à une entité ad hoc, qui les reprête à l'entreprise vendeuse en vue de leur transformation. Mais la revendication des marchandises par l'entité ad hoc en cas de faillite de l'entreprise peut s'avérer délicate. Une solution peut parfois être trouvée au travers du mécanisme juridique du travail à façon, l'entité restant propriétaire des stocks, dans tous leurs états de transformation, et l'entreprise n'agissant que comme façonnier.

#### **REFORMATER LES TITRES DE CRÉANCES**

Les titres de créances (obligations, titres de créances négociables, effets de

commerces et tous titres assimilables) matérialisent des créances sur leur émetteur ou signataire. Ils sont donc, à ce titre, cessibles à un fonds commun de créances. Un FCC ne peut toutefois pas souscrire directement des titres auprès de l'émetteur, puisque son objet légal consiste à acquérir des créances et que les titres ne deviennent juridiquement des créances qu'à compter de leur souscription. Les opérations de reformatage de titres de créances sont très fréquentes. Elles s'imposent comme un moyen avantageux de sortir ces créances du bilan de leur détenteur dans des conditions financièrement acceptables, le véhicule de titrisation ayant la possibilité d'émettre des titres mieux adaptés aux souhaits du marché.

Ainsi, des créances futures aux titres de créances, en passant par les actifs corporels, le fait que la plupart des actifs apparaissant au bilan d'une société puissent potentiellement faire l'objet d'une titrisation en fait l'une des techniques de financement et de gestion de bilan les plus souples et les plus attractives aujourd'hui, tant pour les sociétés que pour les investisseurs. ■

**“Les stocks sont plus ou moins délicats à titriser selon qu'ils consistent en produits finis, en matières premières non transformées, ou en produits en cours de transformation.”**