

Les évolutions du cadre juridique de la titrisation

Christian Le Hir
Docteur en droit
Responsable juridique
CDC Marchés

La titrisation a connu un important développement en France au cours des dernières années. Peu nombreuses sont toutefois les opérations qui se situent dans le cadre de la loi du 23 décembre 1988 qui, depuis bientôt une décennie, donna naissance aux fonds communs de créances (FCC) (1). A côté des opérations publiques soumises à cette loi (2), quelques opérations privées ont vu le jour, mais les opérations de titrisation *off shore* dans lesquelles les établissements français interviennent en tant que cédants d'actifs ou investisseurs représentent une part importante de ce marché.

Une des raisons souvent invoquées pour justifier l'échec relatif de la titrisation «à la française» est son cadre juridique et fiscal trop rigide. Le souci de protection des débiteurs des créances cédées aux fonds communs de créances et des porteurs des parts a modelé, dès son origine, le dispositif législatif et réglementaire français de la titrisation. La crainte de voir se développer sans contrôle une technique d'intermédiation bancaire mise au service d'un monde financier trop imaginaire et évolutif a aussi, sans doute, contribué à mettre la titrisation dans un habit juridique trop serré.

Les pouvoirs publics n'ont cependant pas été sourds aux revendications des titriseurs pour accepter, après une première période d'acclimatation (3), plusieurs modifications du dispositif légal et réglementaire de la titrisation (4). Encore récemment, ces évolutions n'ont pas paru suffisantes. Le cadre juridique de la titrisation a donc évolué une nouvelle fois : la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 (1) et un décret du 6 octobre 1997 (5) (2) constituent une nouvelle étape qui entend donner à la titrisation la flexibilité nécessaire à son développement dans un univers international où la concurrence ne se décline pas seulement sur le terrain de l'imagination créatrice mais aussi sur celui du droit.

I La loi de modernisation des activités financières

La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières a apporté des précisions sur la nature des parts émises par les fonds communs de créances et sur le statut de leurs sociétés de gestion. Plus important pour l'avenir de la technique, la loi permet aux fonds communs de créances d'émettre des parts «en continu».

1. *Les parts de FCC sont des instruments financiers*

Il résulte de la combinaison des articles 1^{er} et 2 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières que les fonds communs de créances sont des organismes de placement collectifs et leurs parts des instruments financiers. Cette dernière qualification ne va pourtant pas de soi puisque le dernier alinéa de l'article 1^{er} de la loi de modernisation prévoit que «les instruments financiers ne peuvent être émis que par l'État ou une personne morale» alors que les FCC n'ont pas la personnalité morale. On peut espérer que cette maladresse rédactionnelle (6) sera corrigée par une loi prochaine qui pourrait préciser que nonobstant cette disposition, les parts d'OPC qui n'ont pas la personnalité morale (7) sont des instruments financiers.

Les parts de FCC entrent donc dans la catégorie générale des instruments financiers avec toutes les conséquences connues qui en découlent en vertu de la loi du 2 juillet 1996 (8). Particulièrement, les services d'investissement effectués sur ces parts (9) relèvent de l'activité des prestataires de services d'investissement et ces parts peuvent faire l'objet d'un nantissement dans le cadre nouveau résultant de l'article 102 de cette loi.

2. *Les sociétés de gestion de FCC ne sont pas des entreprises d'investissement*

Depuis la loi du 2 juillet 1996 (10), les fonds communs de placement sont gérés soit par des sociétés de gestion «à objet exclusif», soit par des sociétés de gestion de portefeuille qui ont une vocation plus large que la gestion d'Opcvm. Ces dispositions nouvelles n'ont pas été étendues aux sociétés de gestion de fonds communs de créances : ils continuent en conséquence à être gérés par les seules sociétés de gestion qui ont pour objet exclusif de gérer de tels fonds (11).

De la même manière, la réforme opérée par la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 n'a pas d'impact sur les sociétés de gestion de FCC en ce qui concerne la nouvelle notion d'entreprise d'investissement. Selon l'article 7 de cette loi, «*les entreprises d'investissement sont des personnes morales [...] qui ont pour profession habituelle et principale de fournir des services d'investissement*». Parmi les services d'investissement visés par l'article 4 de la loi, la gestion de portefeuille pour compte de tiers paraît être

le seul service qui se rapproche de l'activité des sociétés de gestion de FCC. Or, ces sociétés gèrent, dans le cadre des FCC, des créances qui ne sont pas des instruments financiers sur lesquels pourrait s'exercer l'activité de gestion de portefeuille au sens de l'article 4 d) de la loi de modernisation des activités financières. En outre, quand bien même considérerait-on que les sociétés de gestion de FCC ont une activité de gestion de portefeuille lorsqu'elles assurent la gestion de la trésorerie des FCC, il ne s'agit pas d'une activité exercée à titre habituel et principal (12), condition nécessaire à la reconnaissance de la qualité d'entreprise d'investissement (13).

Les sociétés de gestion de FCC ne peuvent donc pas être considérées comme des entreprises d'investissement. Dès lors, elles ne bénéficient pas du «passeport financier européen» c'est-à-dire le libre établissement et la libre prestation de services de la Directive sur les services d'investissement.

3. *L'émission de parts nouvelles*

A l'origine, le fonds commun de créances était un instrument immuable pendant toute sa durée de vie : son actif et son passif étaient figés lors de la constitution du fonds et jusqu'à sa liquidation. La loi du 4 janvier 1993 a rendu l'actif des FCC évolutif en autorisant le «rechargement» des fonds, à savoir la possibilité pour un FCC d'acquérir de nouvelles créances pendant sa durée de vie (14). Cependant, cette loi a maintenu le principe selon lequel «*les parts de fonds commun de créances sont émises en une seule fois*».

L'article 92 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, abandonnant le principe d'immutabilité du passif des FCC, a prévu qu'un décret fixe «*les conditions dans lesquelles le fonds peut [...] émettre de nouvelles parts après l'émission initiale des parts [...]*».

Les intérêts de la réémission des parts sont nombreux. Outre le fait que les fonds bénéficieront d'une plus grande pérennité, ce qui réduira les coûts des opérations de titrisation, le placement des parts sera facilité puisqu'il pourra être étalé dans le temps, leur volume pouvant être dimensionné en fonction des possibilités de placement. Les investisseurs bénéficieront quant à eux d'une liquidité plus grande si des parts assimilables d'un même fonds sont émises dans le temps alors que jusqu'à présent, l'émission de nouvelles parts passait par la création de nouveaux fonds dont les parts ne peuvent être assimilées. Il semble néanmoins que l'intérêt essentiel de la réforme réside dans la facilité de structuration des fonds. L'émission de parts nouvelles pourra notamment faciliter la titrisation des crédits permanents par un ajustement permanent entre le passif et l'actif investi des FCC (15).

La possibilité d'émission de nouvelles parts pendant la durée de vie des FCC n'a pas été accompagnée par la suppression de l'interdiction qui leur est faite d'emprunter. La logique du maintien de cette interdiction demeure si on considère qu'elle a pour objet d'éviter que les fonds utilisent l'emprunt comme «effet de levier» financier. L'émission de parts nouvelles ne permet pas cet «effet de levier» en raison de l'existence du ratio de liquidité : les sommes provenant de l'émission de parts nouvelles seront nécessairement investies dans des créances assurant ainsi une adéquation entre le passif du fonds et l'encours des créances acquises.

Le décret du 6 octobre 1997 s'est borné à étendre aux émissions de parts nouvelles les mêmes règles que celles qui régissent l'acquisition de nouvelles créances par les fonds : les règles d'émission de parts nouvelles doivent être prévues dans

le règlement du fonds et l'émission de parts nouvelles ne doit pas entraîner de dégradation du niveau de sécurité offert aux porteurs des parts antérieurement émises (16). Ce dispositif est placé sous le contrôle de la société de gestion (17).

II Le décret du 6 octobre 1997

L'objet premier du décret n° 97-919 du 6 octobre 1997 était de préciser les principes posés par la loi du 2 juillet 1996 concernant la «réémission» des parts de FCC. Cette occasion a été utilisée pour adapter de manière plus importante le cadre juridique de la titrisation.

Parmi les modifications apportées, deux idées majeures se détachent : l'assouplissement des règles de gestion de la trésorerie des fonds communs de créances (1) et l'élargissement du gisement des créances titrisables (2). Des adaptations plus formelles ont aussi été effectuées (3).

1. *Assouplissement des règles de gestion*

Concernant les règles de gestion, deux dispositions relatives à la trésorerie des FCC étaient attendues : l'assouplissement des règles de gestion des fonds en devises et davantage de flexibilité quant aux instruments de trésorerie. Le décret a aussi précisé les règles de liquidation des fonds.

a) Instruments de couverture et fonds en devises. L'article 4 bis du décret du 9 mars 1989 n'interdisait pas expressément la titrisation de créances en devises étrangères. Cependant, les parts ne pouvaient pas être émises en devises mais seulement en francs (ou en écus). Il était donc difficile d'assurer l'adéquation des flux entre le passif en francs et l'actif en devises d'un fonds, car les FCC n'étaient pas autorisés à intervenir sur les instruments de change (18). La difficulté a été contournée en pratique en attachant aux créances en devises des contrats de change avant leur cession aux fonds, ces contrats étant cédés aux FCC en tant qu'accessoires des créances. Cela n'était évidemment pas satisfaisant puisque l'objectif ne pouvait être atteint que par une «contorsion» compliquée. Il a donc été prévu, dans le nouveau décret, que les fonds puissent conclure des contrats d'échange de devises dans des conditions similaires à la conclusion de contrats d'échange de taux d'intérêt. Parallèlement, le décret du 6 octobre a explicitement autorisé l'acquisition de créances en devises et ouvert la possibilité d'émission de parts en devises.

b) Règles d'investissement. Les sommes constituant la trésorerie d'un fonds commun de créances peuvent être investies dans des instruments financiers dont la liste est fixée par l'article 4 du décret du 9 mars 1989. Parmi ces instruments, figurent les «*titres admis à la négociation sur un marché réglementé, à l'exception des parts de fonds communs de créances et des titres donnant accès directement ou indirectement au capital d'une société*». Ceci vise essentiellement les obligations et les titres de créances négociables. Or, depuis la loi du 2 juillet 1996, ces derniers titres peuvent être négociés tant sur un marché réglementé que sur un marché de gré à gré (art. 96-IV de la loi financière).

Afin de lever toute ambiguïté quant à la possibilité pour les FCC d'investir dans des titres de créances négociables, l'article 4 du décret de 1989 a été modifié. Par ailleurs, le décret d'octobre a supprimé l'interdiction

d'investir la trésorerie des fonds dans des parts d'autres fonds communs de créances. De plus, les fonds sont maintenant explicitement autorisés à placer leur trésorerie dans des comptes à terme d'échéance supérieure à un mois ouverts dans un établissement de crédit ou à la Caisse des dépôts et consignations. Ce type d'investissement était déjà utilisé car il offre un moyen souple de rémunération des dépôts.

c) Aménagement des règles de liquidation des fonds. Un fonds peut être liquidé par cession, en une seule fois et pour leur totalité, des créances composant son actif (19), le règlement du fonds précisant les règles applicables à cette cession. Les cas dans lesquels la liquidation d'un fonds peut intervenir ont été aménagés et leur nombre a été augmenté.

Tout d'abord, la règle de liquidation anticipée dans l'hypothèse d'un «montant de l'actif résiduel du fonds inférieur à 10 % du montant initial de l'émission» a été remplacée par une règle plus explicite et technique pour tenir compte du fait que l'actif des fonds est susceptible d'évoluer en volume, dans le temps, tant à la baisse qu'à la hausse parce que les FCC sont «rechargeables» en nouvelles créances et que de nouvelles parts peuvent être émises : un FCC peut dorénavant être liquidé lorsque à un moment donné, le «capital restant dû des créances non échues» (l'actif du fonds est donc apprécié hors trésorerie) devient inférieur à 10 % du montant le plus élevé du «capital restant dû des créances non échues» atteint par le fonds au cours de sa vie.

Ensuite, l'impossibilité d'émettre de nouvelles parts selon les modalités prévues dans le règlement d'un fonds peut aussi devenir une cause de liquidation anticipée à l'instar des règles qui existent lorsqu'un fonds «rechargeable» n'a pas pu acquérir de nouvelles créances dans les conditions prévues par son règlement. Ces hypothèses ne peuvent entraîner de liquidation que si celle-ci est dans l'intérêt des porteurs.

Deux nouveaux cas de liquidation méritent une attention toute particulière : il s'agit de la liquidation «si les parts du fonds ne sont détenues que par un seul porteur» et «si les parts ne sont détenues que par le ou les cédants et à leur demande». On remarquera la différence de rédaction entre ces deux cas : la demande du ou des porteurs de parts n'est prise en compte que dans le second cas. On peut aussi noter la reconnaissance, par le décret, que les parts d'un fonds commun de créances puissent être détenues par un seul porteur.

Enfin, le décret lève un doute concernant la possibilité de liquidation anticipée de fonds communs de créances pour circonstances nouvelles. Une dégradation du niveau de sécurité offert aux porteurs de parts peut entraîner une liquidation d'un fonds si elle est dans leur intérêt. Une liquidation basée sur ce motif est exclue lorsque la dégradation ainsi constatée résulte de la seule défaillance des débiteurs des créances. En effet, celle-ci ne peut être une cause de liquidation car il est de l'essence même de la titrisation que les porteurs assument le risque de défaillance des débiteurs des créances dans les conditions prévues par le règlement du fonds après, le cas échéant, la mise en œuvre des mécanismes de couverture.

On notera que la liquidation exceptionnelle n'est pas un droit appartenant aux porteurs ni individuellement (20) ni collectivement puisque aucune masse des porteurs n'est prévue : la liquidation anticipée demeure un acte de gestion du fonds dont la responsabilité incombe à la société de gestion sous le contrôle du dépositaire dans les conditions prévues dans le règlement du fonds.

2. L'élargissement du gisement des créances titrisables

La réforme des règles sur la titrisation opérée en 1993 a déjà considérablement élargi le champ des créances titrisables : la titrisation est ouverte aux créances qui ne résultent pas d'opérations de crédit ce qui a ouvert la voie à la titrisation de créances dites «commerciales» (21). L'intermédiation des banques ou de la Caisse des dépôts et consignations reste toutefois obligatoire pour la titrisation de ces créances.

Plusieurs modifications concernant les créances titrisables très attendues par les professionnels (22) ont été apportées par le nouveau décret pour élargir le gisement de ces créances et offrir un produit répondant mieux aux besoins du marché.

a) Créances de nature différente, douteuses, litigieuses et immobilisées. Dans la rédaction antérieure du décret du 9 mars 1989, les créances acquises par un fonds devaient être «de même nature, non immobilisées, douteuses et litigieuses» (23). Ces quatre conditions disparaissent dans le nouveau décret offrant ainsi beaucoup de souplesse quant à la composition de l'actif des fonds (24). Toutefois, si le règlement d'un fonds autorise l'acquisition de créances immobilisées, douteuses et litigieuses, les parts du fonds ne pourront être souscrites ou détenues par des personnes physiques et des Opvm. Cette règle est identique à celle qui régit les parts spécifiques (25) mais son application s'étendra à toutes les parts d'un fonds susceptible d'acquérir de telles créances et non pas seulement aux parts représentatives de ces créances en raison de l'absence de la possibilité d'isoler certains actifs au profit de certaines catégories de parts.

b) Créances futures. Autre réforme importante du décret : la titrisation de créances futures. Les créances titrisables sont dorénavant toutes créances «résultant d'un acte déjà intervenu» (26). Les intérêts de titriser des créances futures sont nombreux et portent surtout sur l'ouverture de la titrisation à des actifs financiers valorisables mais qui ne constituent pas des créances certaines et liquides (comme les créances d'abonnement, les créances de baux de location, les cessions globales de créances) et la facilité de mise en place de certaines opérations de titrisation notamment sur les crédits *revolving*.

Parmi les créances futures titrisables, le décret autorise explicitement la titrisation d'un type particulier de créances futures : il s'agit des créances résultant de la vente de biens qui font l'objet d'un crédit-bail. Les créances de crédit-bail constituent un gisement important de créances titrisables mais, à notre connaissance, aucune opération publique sur ce type de créances n'est intervenue en France à ce jour. Le décret fixe les règles, non de la titrisation des créances de crédit-bail elles-mêmes (qu'il est possible de titriser au moins depuis la réforme opérée en 1993 (27)) mais des créances résultant des options d'achat des créances préneurs ou, le cas échéant, de la vente des biens par le banquier en cas de non-exercice de l'option d'achat.

On remarquera que le décret prévoit que ce type de créance peut être acquis en «tout ou partie» ce qui contredit une position prise par la Commission des opérations de bourse sur la cession partielle de créances. Cette dernière a été amenée à se prononcer sur la portée de la notion d'acquisition des créances en propriété dans le cadre d'opérations de titrisation d'encours de crédits permanents à la consommation (28). Dans un but de protection des porteurs de parts, la Cob avait précisé

que «*le principe fondamental d'acquisition des créances par le fonds en pleine propriété s'oppose clairement à ce que la propriété des créances puisse rester partagée entre le cédant et le fonds commun de créances*». On doit admettre que l'identification incontestable des droits du fonds sur les créances acquises est indispensable «afin de protéger toutes les catégories de porteurs en cas de difficulté du cédant» (29), il n'en demeure pas moins que l'interdiction de cession partielle de créances qui découlait de la position de la Cob n'est pas juridiquement fondée puisque la cession partielle de créances est admise en droit commun. Le décret qui prévoit maintenant la cession partielle de créances vient donc confirmer cette analyse et mettre en concordance la règle de droit et la pratique.

c) Créances en devises. Pour permettre l'utilisation de la titrisation dans un marché en internationalisation croissante et aux fonds communs de créances français d'être compétitifs par rapport à des «véhicules» de titrisation étrangers, l'article 8 du décret d'octobre 1997 prévoit expressément la titrisation de créances en devises (30), cette mesure devant être rapprochée de la possibilité d'émettre des parts en toutes devises prévue par l'article 5.

3. Adaptations diverses

A côté des modifications de fond apportées par le décret du 6 octobre 1997, des amendements au décret du 9 mars 1989 allègent ou précisent la portée de certaines dispositions réglementaires de la titrisation.

a) Obligation d'information à la charge des Opcvm. Les Opcvm placés dans la mouvance de l'établissement de crédit cédant des créances à un fonds ne peuvent pas détenir plus de 5 % des parts de ce fonds (31). Pour assurer le respect de ces règles, l'article 1^{er} du décret du 9 mars 1989 prévoyait que les Sicav et les sociétés de gestion de fonds communs de placement transmettent à la société de gestion du fonds commun de créances le montant des parts qu'elles détiennent. Sur la base de ces informations, la société de gestion du fonds commun de créances devait indiquer dans le rapport semestriel du fonds le pourcentage de ses parts détenues par des organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Ce dispositif d'information a été supprimé par le décret du 6 octobre 1997, le contrôle du respect de la règle des 5 % (qui, elle, est maintenue) pouvant être effectué dans le cadre du contrôle du respect des règles de composition des actifs des Opcvm.

b) Mentions du bordereau de cession. Le décret a précisé les mentions devant être portées sur le bordereau de cession à un FCC de créances de crédit-bail et, le cas échéant, de créances résultant de la vente des biens à l'échéance du crédit-bail. Plus notable est la modification concernant la mention du bordereau de cession relative aux sûretés. Avant la modification opérée par le décret du 6 octobre 1997, le bordereau de cession des créances à un FCC devait comporter «*la mention que la cession emporte l'obligation pour le cédant de procéder à la demande du cessionnaire à tout acte nécessaire à la conservation des sûretés, à leur modification éventuelle, à leur mise en jeu, à leur mainlevée et à leur exécution forcée*». Cette disposition n'était plus adaptée depuis la loi du 31 décembre 1993 qui a autorisé le transfert du recouvrement des créances à un établissement de crédit autre que l'établissement cédant ou à la Caisse des dépôts et consignations par

simple lettre adressée aux débiteurs cédés, et, pour les créances nées après le 1^{er} janvier 1995, «*à la condition que les contrats de prêt comportent une clause faisant mention de la possibilité du transfert du recouvrement*». L'article 2 du décret d'octobre 1997 a précisé que le bordereau indiquera désormais que les actes conservatoires ou de réalisation des sûretés attachées aux créances relèvent de la responsabilité de l'établissement cédant tant qu'il est chargé du recouvrement des créances et, en cas de transfert du recouvrement, à tout nouvel établissement assurant cette fonction.

c) Suppression de l'obligation de notation des FCC privés. Avant la réforme opérée par la loi du 4 janvier 1993, la notation était obligatoire quelle que soit la nature, publique ou privée, des parts émises par les fonds communs de créances (32). Cette solution découlait de la règle selon laquelle l'agrément d'un fonds par la Commission des opérations de bourse, nécessaire pour constituer tous les fonds communs de créances sans distinguer selon les caractéristiques des parts émises, était subordonné à l'obtention d'une notation. Depuis la loi du 4 janvier 1993 la question de la notation obligatoire des parts de fonds faisant l'objet d'un placement privé a été discutée. Toute ambiguïté est dorénavant levée sur ce sujet : le 1^{er} alinéa de l'article 7 du décret du 9 mars 1989 modifié par le décret d'octobre 1997 précise dorénavant que «*le document prévu à l'article 35 de la loi [...] est établi préalablement à l'émission des parts du fonds commun de créances qui font l'objet d'un appel public à l'épargne*».

* *
*

D'autres améliorations des règles que celles résultant de la loi du 2 juillet 1996 et du décret du 6 octobre 1997 peuvent bien sûr être effectuées comme par exemple lever l'interdiction faite aux fonds d'emprunter ou leur ouvrir la possibilité juridique de «cantonner» leurs actifs c'est-à-dire d'isoler des actifs au profit de certaines catégories de parts. Il n'en demeure pas moins que ces deux textes peuvent être considérés comme des étapes essentielles dans le processus d'assouplissement des règles applicables aux fonds communs de créances.

Par ailleurs, des réflexions sont actuellement menées sur la possibilité d'utiliser les fonds communs de créances comme outil de mobilisation de créances auprès de la Banque de France et, éventuellement, comme instrument de liquidité des créances commerciales en négociant les parts sur le marché interbancaire. Ces FCC, qui seraient dénommés «FCC de mobilisation», fonctionneraient sur le principe suivant : un établissement de crédit constituerait un fonds commun de créances auquel la possibilité d'acquérir de nouvelles créances serait ouverte (fonds «rechargeable») d'une durée relativement longue (5 ou 10 années par exemple). Ce FCC acquerrait des créances de cet établissement répondant aux critères établis par la Banque de France pour la mobilisation de créances. Les flux financiers provenant du capital, les créances acquises par le FCC seraient utilisées pour acquérir de nouvelles créances répondant aux mêmes critères, de manière à ce que le capital restant du global des créances soit en permanence égal au nominal des parts du fonds. Quant aux intérêts provenant des créances, ils seraient reversés au(x) porteur(s) des parts du fonds. Le recouvrement des créances serait assuré par l'établissement cédant les créances et, pour faire face à son éventuelle

défaillance, des règles de transfert du recouvrement seraient prévues dès l'origine du fonds. Les parts seraient souscrites intégralement par l'établissement cédant, cette possibilité étant dorénavant ouverte par le décret du 9 mars 1989 dans sa rédaction résultant du décret du 6 octobre 1997. Elles pourraient être mobilisées en Banque de France par une mise en pension livrée et/ou négociées librement sur le marché inter-bancaire et mises en pension auprès d'autres établissements. Ces parts ne feraient pas l'objet d'un appel public à l'épargne et ne devraient pas, en principe, être cotées.

Les règles applicables aux fonds communs de créances ne constituent par un obstacle pour atteindre l'objectif recherché. Certaines règles pourraient néanmoins faire l'objet de précisions pour faciliter l'utilisation de la technique de FCC de «mobilisation». En revanche, la loi sur la pension devra être modifiée afin de permettre la mise en pension des parts de FCC de «mobilisation» qui, a priori, ne seraient pas cotées.

(1) C. Le Hir, «Le fonds commun de créance», *Revue Banque éditeur*, 1994.

(2) 178 FCC créés ont été recensés par l'OFC2 au 30 septembre 1997 représentant un encours total de plus de 160 milliards de francs. L'encours résiduel des parts prioritaires ayant fait l'objet d'un placement public était de 85 milliards de francs à la même date pour 100 FCC.

(3) Loi n° 93-6 du 4 janvier 1993 relative aux sociétés civiles de placement, aux sociétés de crédit foncier et aux fonds communs de créances. Décret n° 93-589 du 27 mars 1993 modifiant le décret n° 89-158 du 9 mars 1989 portant application des articles 26 et 34 à 42 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 et relatifs aux fonds communs de créances. Loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

(4) C. Le Hir, «Un cadre juridique assoupli», *Banque Stratégie* n° 110, novembre 1994, p. 10 et s. ; M. Euvrard, «La titrisation : une technique prometteuse mais à marge de manœuvre étroite» *Banque* n° 554, décembre 1994, p. 16 et s.

(5) Décret n° 97-919 du 6 octobre 1997 paru au *JO* du 9 octobre 1997.

(6) Rappelons que selon l'article 34 de la loi du 23 décembre 1988, les parts de FCC sont des valeurs mobilières même si les fonds n'ont pas la personnalité morale alors même que l'article 1^{er} de cette même loi prévoit que sont «considérés comme valeurs mobilières [...] les titres émis par des personnes morales publiques ou privées [...]».

(7) Ceci inclut les parts de FCP qui sont dans la même «situation» que les parts de FCC.

(8) Parmi les nouvelles dispositions applicables aux FCC, on peut aussi faire mention, bien qu'elle ne change pas les règles antérieures, de l'instruction N 3-05 du 29 avril 1997 de la Société des bourses françaises, relative à l'admission aux négociations sur le Premier marché des parts de fonds communs de créances. On rappellera aussi que dans son bulletin mensuel de décembre 1995 (*Bull. Cob* n° 297 décembre 1995 p. 31 et 32) la Commission des opérations de bourse, en coordination avec la Commission bancaire, a précisé le régime des parts dites «séquentielles» (parts dont l'amortissement est différé par rapport à d'autres parts).

(9) Les services d'investissement sont, en vertu de l'article 4 de la loi MAF : la réception et la transmission d'ordres pour compte de tiers, l'exécution d'ordres pour compte de tiers, la négociation pour compte propre, la prise ferme et le placement.

(10) Article 91 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.

(11) Article 40-II de la loi du 23 décembre 1988.

(12) La gestion de trésorerie est une activité marginale des sociétés de gestion de FCC, limitée dans des bornes strictes du ratio de liquidité des fonds fixées par l'arrêté du 3 novembre 1993.

(13) Cette prestation de services d'investissement, exercée à titre accessoire est autorisée, s'il en était besoin, par les points 2° b) et f) de l'article 25 de la Maf.

(14) H. Touraine, «Les FCC à rechargement : règles et méthodes», *Banque* n° 562, septembre 1995, p. 55 et s.

(15) N. Simon, «Un nouveau type d'actifs titrisés : les crédits perma-

Ces réflexions ne modifient toutefois pas la nature originale de la titrisation : la titrisation a été conçue en France comme une technique de «mobilierisation» de crédits, essentiellement bancaires. Les FCC pourraient cependant être appréciés de manière totalement différente, c'est-à-dire comme une véritable technique financière. Le verrou relatif à la qualité des créances a été retiré par le décret du 6 octobre 1997. Mais celui-ci n'a pas retiré un des derniers remparts au développement de la titrisation en France : la possibilité de titriser des titres qui permettrait aux fonds communs de créances français à l'instar des véhicules similaires étrangers de quitter leur nature bancaire pour devenir des instruments purement financiers. Parallèlement, la nature des parts de FCC pourrait être reconsidérée : la titrisation française bénéficierait d'un atout supplémentaire si les fonds communs de créances pouvaient émettre des titres de créances négociables. ■

ment», *Banque* n° 556, février 1995, p. 66 et 67 ; A. Debuyscher, «Panorama de la titrisation de cartes de crédit», *Banque* n° 569, avril 1996, p. 55 et s.

(16) Le fonds peut être liquidé s'il ne peut réémettre dans les conditions prévues par son règlement et qu'il est dans l'intérêt des porteurs de parts de procéder à la liquidation (art. 6 nouveau du décret du 9 mars 1989).

(17) Article 8 bis du décret du 9 mars 1989 modifié.

(18) Article 4 bis du décret du 9 mars 1989.

(19) L'article 6 du décret du 6 octobre 1997 précise que la cession des créances intervenant dans le cadre d'une liquidation d'un fonds est effectuée par bordereau à l'instar de la cession des créances lors de la constitution du fonds ou de son rechargement.

(20) Cf. néanmoins les hypothèses de liquidation lorsque les parts sont détenues par un ou des cédants uniques copropriétaires d'un fonds.

(21) Décret du 27 mars 1993 modifiant l'article 8 du décret du 9 mars 1989. Sur la titrisation de créances commerciales, voir S. Derouvroy, «Un premier pas vers la titrisation de créances cofacées», *Banque* n° 559, mai 1995, p. 44 et s. ; J. Terray, «La titrisation comme mode de financement de l'exploitation des entreprises», *Banque Stratégie* n° 130, septembre 1996, p. 10 et s. ; H. Touraine, «La titrisation de créances commerciales. Contraintes et techniques juridiques», *Banque & Droit* n° 50, novembre-décembre 1996.

(22) S. Stover, «Cessions de créances bancaires, un marché en développement», *Banque* n° 578 février 1997, p. 64 et s.

(23) Dans son bulletin n° 289 de mars 1995 (p. 35), la Commission des opérations de bourse avait précisé ces notions de manière très conservatrice, en considérant que sont des créances douteuses, les créances qui supportent des impayés non régularisés pour d'autres raisons que des «obstacles juridiques ou politiques indépendants de la volonté du débiteur ou d'une éventuelle contestation», auxquels cas les créances sont des créances immobilisées ou litigieuses.

(24) Le caractère non immobilisé d'une créance n'est donc plus un obstacle à la titrisation d'une telle créance en vertu d'une règle spécifique régissant la titrisation. Cela ne signifie pas pour autant que ce critère ne doit pas être pris en compte pour apprécier si une créance est incessible en vertu du droit commun de la cession de créances.

(25) Article 9 du décret du 9 mars 1989.

(26) Il a paru toutefois prématuré de reprendre la notion de créances futures – plus large nous semble-t-il – figurant dans la loi dite Dailly n° 81-1 du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises aux termes de laquelle la cession de créances peut porter sur des «créances résultant d'un acte déjà intervenu ou à intervenir».

(27) Depuis le décret du 27 mars 1993, les créances titrisables ne sont plus nécessairement représentatives d'opérations de crédit.

(28) *Bull. Cob* n° 282 juillet/août 1994 p. 38.

(29) *Bull. Cob* n° 282 juillet/août 1994 p. 38.

(30) Voir point II 1. a) ci-dessus.

(31) Ce pourcentage est fixé par l'article D.1 en application de l'article L.26.

(32) Sur la notation des FCC voir C. Gerst, «La notation des parts de fonds communs de créances», *Banque* n° 552, octobre 1994, p. 66 et s.