

1997

Dorothée CAVIGNAUX
& Alexandra LENAÏTRE

Handwritten notes:
L'impact de
la loi
sur le
système
de
la

**LA TITRISATION ET LA DEFEASANCE EN
FRANCE**

SOMMAIRE

INTRODUCTION	p. 2
I CADRE JURIDIQUE ET FINANCIER DE LA TITRISATION ET DE LA DEFEASANCE	p. 4
I.1. La défaisance et le cantonnement	p. 4
<u>I.1.1. Définitions</u>	p. 4
<u>I.1.2. Comptabilisation</u>	p. 5
<u>I.1.3. Cédant</u>	p. 6
<u>I.1.4. Actifs ou passifs transférés</u>	p. 6
<u>I.1.5. Structure d'accueil</u>	p. 6
<u>I.1.6. Dissolution de la structure d'accueil</u>	p. 8
<u>I.1.7. Réglementation fiscale</u>	p. 8
<u>I.1.8. Responsabilité juridique</u>	p. 9
I.2. La titrisation	p. 9
<u>I.2.1. Présentation générale de la titrisation</u>	p. 9
<u>I.2.2. Les opérations de titrisation localisées en France</u>	p. 11
<i>I.2.2.1. Le cadre légal de la titrisation en France</i>	p. 11
<i>I.2.2.2. Le montage d'une opération de titrisation en France : La cession de créances à un Fonds Commun de Créances</i>	p. 14
I.2.2.2.1. Les acteurs	p. 14
I.2.2.2.2. Les caractéristiques du Fonds Commun de Créances	p. 15
I.2.2.2.3. Les différents types de FCC et de parts émises	p. 17
I.2.2.2.4. La protection des investisseurs	p. 19
<u>I.2.3. Les montages <i>off shore</i></u>	p. 20
<i>I.2.3.1. Les caractéristiques des opérations de titrisation <i>off shore</i></i>	p. 21
I.2.3.1.1. L'utilisation du Trust comme garantie	p. 21
I.2.3.1.2. La dimension fiscale de la titrisation <i>off shore</i>	p. 21
<i>I.2.3.2. Montage de titrisation avec véhicule de titrisation multi-cédants immatriculé dans un « paradis fiscal »</i>	p. 22
<i>I.2.3.3. Montage de titrisation avec véhicule multi-cédants immatriculé aux Etats Unis</i>	p. 25
<i>I.2.3.4. Montage avec véhicule multi-cédants de type « asset collateralized » de droit australien</i>	p. 27

II	DES INSTRUMENTS UTILISES DANS LE CADRE DE LA GESTION DES RATIOS PRUDENTIELS DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT	p. 29
II.1.	Développement et perspectives de la titrisation et du cantonnement en France	p. 29
<u>II.1.1.</u>	<u>Le cantonnement, un développement conjoncturel</u>	p. 29
<u>II.1.2.</u>	<u>Le développement de la titrisation</u>	p. 30
<i>II.1.2.1</i>	<i>La titrisation en France un démarrage difficile lié à la fois aux conditions d'application de la loi de 1988, et au contexte dans lequel cette loi a été établie</i>	p. 30
II.1.2.1.1.	La rigidité du cadre réglementaire initial	p. 30
II.1.2.1.2.	Le coût élevé de l'opération	p. 31
II.1.2.1.3.	Les contraintes liées au montage	p. 31
II.1.2.1.4.	La conjoncture générale	p. 32
<i>II.1.2.2.</i>	<i>Le développement de la titrisation en France et ses limites</i>	p. 33
II.1.2.2.1.	Les principales caractéristiques du marché de la titrisation en France	p. 33
II.1.2.2.2.	Les limites et les perspectives de la titrisation en France	p. 33
II.2.	Titriser et cantonner pour une gestion globale du bilan	p. 34
<u>II.2.1.</u>	<u>Rappel des différentes contraintes réglementaires pesant sur le bilan des établissements financiers</u>	p. 34
<u>II.2.2.</u>	<u>Le cantonnement et la titrisation : des outils de gestion des ratios prudentiels et de refinancement</u>	p. 36
<i>II.2.2.1.</i>	<i>L'intérêt du cantonnement</i>	p. 36
<i>II.2.2.2.</i>	<i>Impact de la titrisation sur le bilan de l'établissement de crédit en terme de fonds propres</i>	p. 37
II.2.2.2.1.	Une économie de fonds propres	p. 37
II.2.2.2.2.	Un outil de gestion des ratios de solvabilité	p. 38
II.2.2.2.3.	Un outil de refinancement à des conditions avantageuses	p. 40
<u>II.2.3.</u>	<u>La titrisation un outil qui permet également d'améliorer la rentabilité des fonds propres de la banque cédante</u>	p. 40
<u>II.2.4.</u>	<u>Conséquences de la titrisation sur l'activité de l'établissement cédant</u>	p. 44
<u>II.2.5.</u>	<u>Les limites des instruments de cantonnement et de titrisation</u>	p. 45
<i>II.2.5.1.</i>	<i>Le cantonnement</i>	p. 45
<i>II.2.5.2.</i>	<i>Les limites de la titrisation</i>	p. 46

II.3. Opérations de cantonnement et de titrisation menées par des établissements de crédit français p. 48

II.3.1. Le cantonnement p. 48

II.3.1.1. Montage proposé par un établissement de crédit pour effectuer le cantonnement d'actifs d'une société p. 48

II.3.1.2. Le cas du Crédit Lyonnais : des techniques de sauvetage garanties par l'Etat p. 49

II.3.1.3. Le cas du Comptoir des Entrepreneurs : une technique qui s'approche de la titrisation hors du cadre légal p. 58

II.3.2. Le montage de titrisation à deux étages du Crédit Foncier de France : un montage destiné à un refinancement à un moindre coût p. 60

III TITRISATION ET DEFAISANCE : DES INSTRUMENTS DESTINES AUX ENTREPRISES POUR GERER LEUR REFINANCEMENT p. 64

III.1. Historique p. 64

III.1.1. La défaillance p. 64

III.1.2. Développement et perspectives de la titrisation de créances commerciales p. 64

III.1.2.1. La titrisation de créances commerciales en France p. 64

III.1.2.2. Les contraintes liées à la titrisation de créances commerciales p. 65

III.1.2.2.1. La taille du cédant p. 65

III.1.2.2.2. La qualité du poste clients p. 65

III.1.2.2.3. Un système de gestion du poste clients fiable p. 66

III.1.2.2.4. Titrisation et affacturage p. 67

III.1.2.2.5. Le retard de la titrisation en France p. 68

III.2. La titrisation et la défaillance : des outils pour faciliter la désintermédiation p. 68

III.2.1. La défaillance intérêts et limites p. 68

III.2.2.1. L'intérêt de la technique p. 68

III.2.2.2. Limites de l'opération p. 72

III.2.2. La titrisation de créances commerciales par les entreprises p. 73

III.2.2.1. Impact sur le compte de résultats p. 74

III.2.2.2. Impact sur les ratios de gestion p. 77

III.2.2.3. Coût pour le cédant p. 77

III.2.2.4. Calcul du surdimensionnement adéquat p. 77

III.3. Montages utilisés par les entreprises pour titriser et défaire	p. 79
<u>III.3.1. Montage de défaisance</u>	p. 79
<i>III.3.1.1. Montage proposé par une institution financière</i>	p. 79
<i>III.3.1.2. Cas Peugeot</i>	p. 80
<u>III.3.2. Valfond titrise ses créances sur le marché américain</u>	p. 82
CONCLUSION	p. 84
BIBLIOGRAPHIE	p. 85

TITRISATION ET DEFAISANCE EN FRANCE

INTRODUCTION

La titrisation et la défaisance sont deux techniques d'ingénierie financière qui répondent à la même problématique de restructuration du bas de bilan. A l'origine la défaisance, appelée « in-substance defeasance » était une sortie de dettes long terme auquel était adjoint un actif financier correspondant, alors que la titrisation est une sortie de créances dont la contrepartie est une rentrée de trésorerie financée par une émission de titres.

La nature de ce qui est actuellement englobé par le terme défaisance mérite qu'on le définisse plus précisément : l'in-substance defeasance ou défaisance économique, est apparue aux Etats-Unis en 1982, à l'initiative d'Exxon¹. En novembre 1983, le Financial Accounting Standards Board met en place la norme SFAS 76 afin de réglementer la pratique sur le plan comptable². Le FASB accepte qu'une dette disparaisse d'un bilan en cas d'opération d'in-substance defeasance, sous quatre conditions : la simultanéité du transfert du passif defeasé et des actifs générant des flux de remboursement, le transfert doit être opéré au profit d'un trust et posséder un caractère irrévocable, enfin les actifs transférés doivent bénéficier d'une garantie d'Etat.

En France, le groupe PSA a été le premier à utiliser cette technique en transférant un milliard de francs à un trust américain en 1987. Le Conseil National de la Comptabilité français, mis devant le fait accompli donnera son avis sur la défaisance en décembre 1988³, en définissant un cadre strict pour cette technique.

L'intérêt de l'in-substance defeasance pour l'entreprise est de la dégager par anticipation d'une partie de son endettement et concerne surtout des grands groupes ayant recours à de l'endettement obligataire international et qui soucieux de leur rating, entendent tirer parti de leur bonne santé financière.

Depuis le début des années 90, est apparue en France la défaisance d'actifs (Comptoir des Entrepreneurs, Consortium de Réalisation...), notion ambiguë si l'on considère l'objet de l'in-substance defeasance. En fait, la défaisance d'actifs ou cantonnement est une technique d'ingénierie financière qui vise à améliorer la présentation d'un bilan. Il s'agit non plus de transférer à une structure *ad hoc*, un élément de passif mais un élément d'actif souvent douteux qu'il faudrait normalement provisionner. On passe alors d'une cession de dettes à une cession de créances douteuses souvent immobilières.

A première vue, la titrisation, instrument de financement par lequel des blocs de créances sont cédés à une structure *ad hoc*, est proche d'une defeasance d'actif. Or, en France, la titrisation possède un cadre légal très strict qui exige que ces créances soient saines. De plus, ces créances sont immédiatement refinancées sur le marché par une émission de titres et le risque est transféré aux acheteurs contre rémunération. Il s'avère alors que les techniques de défaisance d'actif et de titrisation sont très différentes.

¹ Enjeux Juin 1996

² Droit de l'ingénierie financière, JP Bertrel/M. Jeantin, Litec 1992

³ Avis relatif à la comptabilisation de l'opération d'« in substance defeasance », 15 décembre 1988

En France, la titrisation permet à des fonds communs de créances d'acheter des créances auprès des établissements de crédit et compagnies d'assurances mais pas auprès des sociétés commerciales. Ces dernières pour titriser leurs créances, le feront de manière *off-shore* en utilisant un véhicule spécial.

Ainsi, il apparaît que si la conséquence de la titrisation et de la défaisance est l'amélioration de la présentation bilantielle, les techniques et les objectifs de ces deux techniques diffèrent selon que celui qui y a recours est un établissement de crédit ou une société commerciale.

Après avoir décrit le cadre légal et financier dans lequel s'inscrit la titrisation et la défaisance, on s'attachera à décrire l'utilisation de ces deux techniques d'une part par les établissements de crédit et d'autre part par les sociétés commerciales.

I CADRE JURIDIQUE ET FINANCIER DE LA TITRISATION ET DE LA DEFEASANCE :

I.1 la défeaisance et le cantonnement :

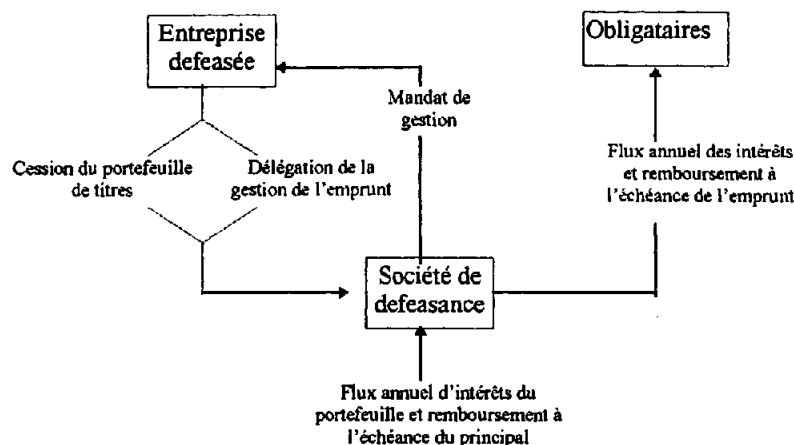
Si l'«in-substance défeaisance» possède un cadre comptable et financier précis, la pratique de la défeaisance d'actifs relève de montages au cas par cas et ne possède de tel cadre. Par ailleurs, ces deux types de défeaisances ne possèdent pas de cadre juridique précis.

Par souci de simplification, dans la suite du rapport, nous appellerons défeaisance, l'«in-substance défeaisance» et cantonnement, la défeaisance d'actifs.

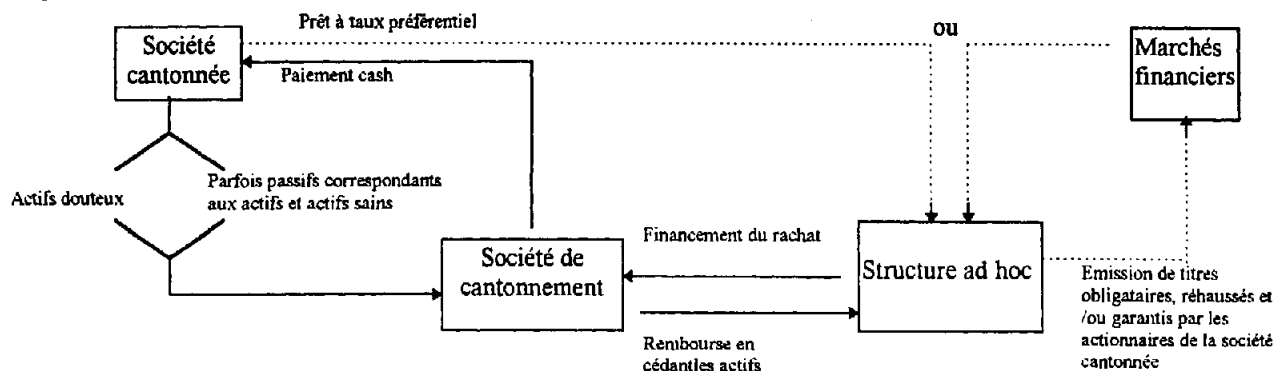
I.1.1 Définitions

La défeaisance est une opération qui permet à une entreprise de sortir une dette long terme obligataire de son bilan. L'opération se déroule en deux étapes ; tout d'abord la société dispose ou va acheter sur le marché des titres obligataires engendrant des flux en intérêt et en capital équivalents au remboursement de la dette, puis transférera en même temps ses dettes et ces titres achetés à une structure tierce. Si la dette initiale n'est pas remboursée immédiatement, économiquement, il s'agit bien d'un remboursement anticipé.

Schéma de défeaisance



Le cantonnement est l'opération par laquelle un établissement financier va sortir un portefeuille de créances douteuses en le transférant à une structure qui va se charger de réaliser le portefeuille au moment opportun.



I.1.2 Comptabilisation :

En suivant la norme 76 édictée par le FASB en 1983 et intitulée « extinguishment of Debt », le Conseil National de la Comptabilité va, en 1988, formuler un avis sur l'« in-substance defeasance »⁴ qui conditionne la comptabilisation de l'opération au respect de normes strictes.

- le transfert à l'entité juridique distincte doit être irrévocable
- les titres transférés avec la dette doivent :
 - être affectés de manière exclusive au service de la dette,
 - exempts de risques relatifs à leur montant, à leur échéance et au paiement du principal et des intérêts
 - être émis dans la même monnaie que la dette
 - avoir des échéances en principal et en intérêts telles que les flux de trésorerie dégagés permettent de couvrir parfaitement le service de la dette
- l'entité tierce doit assurer l'affectation exclusive des titres qu'elle a reçus au remboursement du montant de la dette.

Comptablement la société qui transfère le service de la dette :

1) sort de son bilan pour le montant pour lequel ils figurent le jour de l'opération :

- d'une part les titres avec les provisions pour dépréciation et les intérêts courus
- d'autre part la dette comprenant le montant restant à rembourser, les intérêts courus non échus, la prime de remboursement et les frais d'émission

Il est à noter que l'emprunt obligataire ne figure plus au passif du bilan, mais comme cet emprunt n'est pas remboursé par le seul montage de l'opération de défaisance, il subsiste sous la forme d'un engagement hors bilan.

2) détermine le résultat de l'exercice pendant lequel a eu lieu l'opération en prenant en compte :

- d'une part la différence entre le montant des titres sortis et le montant de la dette et des éléments qui s'y rapportent
- d'autre part, les frais relatifs à l'opération de défaisance.

Ainsi, l'effet de la défaisance sur le compte de résultat se traduit par un gain si la valeur du portefeuille constitué est inférieure à la valeur nominale de la dette et une perte sinon.

Pour l'établissement financier qui fait l'objet d'un cantonnement, la comptabilisation est simple :

Au bilan, les actifs sont sortis à leur valeur au jour de l'opération, valeur prenant en compte les éventuelles provisions pour dépréciation.

Le compte de résultat sera affecté si l'opération nécessite au préalable un provisionnement supplémentaire des actifs en question. Nous verrons que les montages essayent, en fait, de limiter au maximum le montant de ce provisionnement.

⁴ Avis rendu le 15 décembre 1988 par le Conseil national de la comptabilité et relatif à la comptabilisation de l'opération d'in substance defeasance.

I.1.3 Cédant :

Dans le cas d'une défaillance, le cédant est une société en bonne santé financière car la défaillance suppose que soit garantie la continuité de l'exploitation et que l'entreprise dispose d'une trésorerie suffisante pour acheter l'actif correspondant. Alors que dans le cas du cantonnement, le cédant est souvent un établissement de crédit dans une situation financière précaire liée à la formation de provisions pour créances douteuses importantes.

I.1.4 Actifs ou passifs transférés :

Dans le cas de la défaillance, le passif est constitué d'emprunts obligataires. Il ne s'agit pas de rembourser des emprunts par anticipation, mais d'en confier le service et l'amortissement à une entité tierce.

La constitution du portefeuille d'actifs mis en face respecte certaines règles de prudence. Ses revenus doivent être sûrs et parfaitement coïncider avec les flux de remboursement des obligataires de la société défaillée. Il peu probable de trouver un actif qui à lui seul puisse satisfaire à toutes ces conditions. Cette opération est délicate aussi de nombreux montages sont proposés par les banques d'affaires.

Dans la pratique, ce portefeuille est constitué par des titres obligataires à taux fixes qui sont des emprunts d'Etats ou garantis par l'Etat. Ce sont les seuls à respecter toutes les règles de prudence édictées par le CNC. Pour sécuriser le montage, ces titres sont émis dans la même monnaie que la dette, ne contiennent pas de clauses de remboursement anticipé et sont affectés de manière exclusive au service de la dette.

Il peut y avoir un surdimensionnement du portefeuille d'actifs par souci de sécurité ; la structure qui gère la dette a l'obligation de faire face à tout instant aux flux de remboursements.

Dans une opération de cantonnement, l'actif transféré est souvent un portefeuille de créances non rentables si ce n'est douteuses et qui demandent à être provisionnées. Ce portefeuille peut aussi faire l'objet d'une sorte de surdimensionnement comme dans la technique de titrisation : on adjoint aux créances douteuses, des actifs susceptibles de receler d'importantes plus values qui viendront compenser les pertes enregistrées sur les actifs douteux.

I.1.5 Structure d'accueil :

Pour la défaillance, dans la mesure où cette structure doit avoir la possibilité de jouir d'une autonomie patrimoniale qui lui permette un transfert irrévocable de la propriété du portefeuille de titres constitué pour faire face à la charge financière de l'emprunt obligataire et à son remboursement, cette structure devra soit adopter un statut de personnalité morale soit être un patrimoine d'affectation comme le trust.

Sa forme juridique n'est pas déterminante, il s'agira d'un trust étranger, d'une société ou d'un GIE en France, le trust n'étant pas reconnu par la loi française.

Pour définir le trust⁵, la Convention de la Haye du 1^{er} juillet 1985 sur les lois relatives aux trusts et à leur reconnaissance donne quelques repères. On y trouve une description de cette institution à l'article 2 :

« Aux fins de la présente Convention, le terme « trust » vise les relations juridiques créées par une personne, le constituant-par acte entre vifs ou à cause de mort- lorsque des biens ont été placés sous le contrôle d'un trustee dans l'intérêt d'un bénéficiaire ou dans un but déterminé. Le trust présente les caractéristiques suivantes :

- a) les biens du trust constituent une masse distincte et ne font pas partie du patrimoine du trustee
- b) le titre relatif aux biens du trust est établi au nom du trustee ou d'une autre personne pour le compte du trustee
- c) le trustee est investi du pouvoir et chargé de l'obligation, dont il doit rendre compte, d'administrer, de gérer ou de disposer des biens selon les termes du trust et les règles particulières imposées au trustee par la loi.

Le fait que le constituant conserve certaines prérogatives ou que le trustee possède certains droits en qualité de bénéficiaire ne s'oppose pas nécessairement à l'existence d'un trust ».

Un trust constitue donc une disposition (et non un contrat à la différence de la fiducie) dans laquelle le settlor ou constituant transfère la propriété juridique d'un bien au nom du trustee afin que celui-ci puisse s'en occuper pour le compte des bénéficiaires.

Le trust possède donc des particularités qui lui permettent d'apporter une garantie maximum aux créanciers : cette forme juridique assure la non confusion entre les biens affectés au trust et ceux appartenant au trustee et le portefeuille attaché au service de la dette est inattaquable et ne peut être utilisé à d'autres fins. Ensuite, comme pour une société, le transfert de la dette au trust ne supprime pas la responsabilité juridique de la société vis à vis de ses créanciers.

Il faut noter que le transfert irrévocable des actifs monétaires au bénéfice du service de la dette ne peut en l'absence de patrimoine d'affectation, être réalisé en droit français avec la même sécurité. Même si l'on transfère le portefeuille à une société anonyme à objet unique - celui de le gérer-, ce patrimoine n'est pas isolé de celui de son propriétaire.

C'est ainsi que des sociétés françaises comme PSA ont eu recours à cette technique en utilisant le trust anglo-saxon.

Toutefois, le trust n'est pas reconnu en droit français, il faut donc selon la convention de la Haye de 1975, le créer à l'étranger conformément à une législation qui le reconnaît.

Certains juristes⁶ ont souligné les dangers du trust en droit français :

-Il n'est pas exclu que l'administration considère qu'il s'agit d'une fraude fiscale, si les actifs sont transférés dans un paradis fiscal. Un trust créé à l'étranger pour gérer une dette française et un portefeuille d'actifs français, sera assujéti à l'impôt sur les sociétés de son lieu d'implantation selon les règles de territorialité de l'impôt sur les sociétés posées par l'article 209-I du code général des impôts.

⁵ Le trust, instrument au service de l'entreprise et du patrimoine, Revue de droit bancaire et de la bourse n°56, juillet/août 1996

⁶ Droit de l'ingénierie financière, JP Bertrel/M Jeantin, Litec 1990

-Il peut y avoir un risque à transférer des actifs à un trust rattaché à une législation étrangère, aucune garantie ne pouvant être donnée en cas de modification de la législation de rattachement, qui conduirait notamment par un alourdissement de la fiscalité du pays d'accueil, à déséquilibrer le montage économique sur lequel repose l'opération.

Si l'on prend en compte ces deux dangers, l'utilisation d'un trust sera plus appropriée s'il s'agit d'une dette obligataire émise à l'étranger ou sur l'euro-marché.

Toutefois sur la première affirmation, on pourrait opposer que si la structure était française, il ne devrait pas y avoir d'effet fiscal en matière d'impôt sur les sociétés, ou tout au moins, l'effet fiscal devrait être minime, compte tenu du principe d'équivalence la plus grande possible entre les charges et les produits de cette structure.

Le projet d'introduction de fiducie évoquée depuis 1988, pourrait être de nouveau à l'ordre du jour avec le rapport Marini qui forme le projet de modifier le droit des sociétés et notamment d'introduire la fiducie en droit français.

La fiducie est un contrat en vertu duquel un constituant transfère tout ou partie de ses biens et droits à un fiduciaire à charge pour celui-ci d'agir, dans un but déterminé, au profit des bénéficiaires ou du constituant lui-même. Ce contrat remet en cause l'une des idées fondamentales du Code civil : l'unicité et l'indivisibilité du patrimoine. Il est en effet prévu que les biens et droits transférés au fiduciaire forment une masse séparée dans son patrimoine.

Le trust ou la société de défaisance assure le paiement des intérêts et le remboursement du capital. Ses ressources proviennent des revenus et de la vente en fin d'opération d'un portefeuille de valeurs mobilières. Ce portefeuille soigneusement composé pour éviter tout risque aura un rendement tel qu'il permet de faire face aux échéances de l'emprunt obligataire.

Pour une opération de cantonnement, il s'agira d'une institution financière spécifique (filiale d'établissement de crédit ou foncière) qui pourra revendre des actifs immobiliers ou autres. La particularité des sociétés de cantonnement est qu'à la différence des sociétés foncières, elles permettent le transfert d'une créance immobilière même si l'on ne possède pas l'actif sous-jacent en totalité.

1.1.6 Dissolution de la structure d'accueil :

La dissolution dans une opération de défaisance intervient lorsque l'amortissement de l'emprunt obligataire est achevé, il peut substituer un boni de liquidation au sein de la société en charge de l'emprunt. Cette plus value peut être conservée par cette entité ou être reversée à la société défaisée si cela est stipulé dans le contrat à l'origine.

Dans une opération de cantonnement, cette dissolution intervient à une date déterminée à l'avance, où l'on considère que le portefeuille d'actif transféré a été totalement réalisé et qu'il a permis le remboursement de l'emprunt contracté pour l'acquérir.

1.1.7 Réglementation fiscale :

Dans la mesure où l'opération de défaisance constitue à la fois un transfert de dettes et un transfert de créances, elle ne paraît pas devoir être assujettie aux droits d'enregistrement, de fait l'actif est transféré à sa valeur d'acquisition.

Dans un montage utilisant le trust anglo-saxon, il faut tenir compte d'une éventuelle retenue à la source que vont supporter les intérêts des valeurs mobilières transférées à la société de defeasance. Les intérêts des emprunts d'Etat émis avant le 1^{er} octobre 1984 sont soumis à un prélèvement forfaitaire de 25%. Les emprunts émis avant le 1^{er} janvier 1987 sont soumis à une retenue à la source de 10%, qui s'applique aux obligations garanties par l'Etat mais pas aux obligations d'Etat. En 1987, cela réduisait sensiblement le gisement d'emprunts utilisables ou renchérisait le coût du montage.

En général pour un cantonnement, il s'agit d'un montage avalisé par l'Etat et qui n'est pas soumis à des droits d'enregistrement. Ainsi dans le cadre de la loi n°95-1251 du 28 novembre 1995⁷, le montage du Crédit lyonnais qui comporte l'apport de l'ensemble des droits, biens et obligation de la SPBI à l'EPFR ne donne pas lieu à un paiement d'impôt, droits ou taxes.

I.1.8 Responsabilité juridique :

Selon le Conseil National de Comptabilité : « l'« in-substance defeasance » est la technique d'ingénierie financière qui permet à une entreprise donnée d'atteindre un résultat équivalent à l'extinction d'une dette figurant au passif de son bilan par le transfert de titres à une entité juridique distincte du service de la dette, cette opération n'ayant pas pour effet de libérer juridiquement l'entreprise de son obligation comptable. »

Cela consiste à contourner l'impossibilité en droit français d'organiser une novation par changement de débiteur sans l'accord des créanciers concernés.

Ainsi, s'il n'est pas nécessaire de consulter les obligataires, ni même de les en informer, la société émettrice qui a opéré un transfert de propriété continue d'être tenue à l'égard des obligataires, qui ont alors un recours sur la société chargée du remboursement de l'emprunt et sur la société défaisée.

Cette opération se distingue de la « legal defeasance », montage dans lequel il y a une contrainte forte, celle de l'acceptation par le créancier de substituer un autre débiteur à celui d'origine. C'est en droit français, une novation du débiteur. Le débiteur initial est juridiquement libéré de son obligation.

L'emprunt sous-jacent à l'achat par la structure de cantonnement du portefeuille d'actif est garanti par les actionnaires, qui est le plus souvent l'Etat. Cette garantie de l'Etat, puisqu'elle impacte le budget des dépenses publiques doit faire l'objet d'une loi.

I.2 La titrisation

I.2.1 Présentation générale de la titrisation :

La titrisation est une opération qui consiste à transformer un ensemble homogène de créances en titres financiers négociables sur un marché. Nous envisagerons principalement la titrisation comme une cession de créances à une structure *ad hoc*, qui finance cette acquisition par l'émission de titres négociables, soit une définition de la titrisation plus restreinte que celle de la securitisation anglo-saxonne (cette dernière n'implique pas forcément la sortie des créances des comptes de l'établissement cédant).

⁷ Loi n°95-1251 du 28 novembre 1995 relative à l'action de l'Etat dans les plans de redressement du Crédit Lyonnais et du Comptoir des Entrepreneurs, JO 30 novembre 1995

Richard Parolai, avocat associé chez Clifford Chance définit ainsi la sécuritisation comme « une technique de marché qui consiste à isoler un pool d'actifs ou un actif de son contexte fiscal, financier et juridique d'origine, et de procéder à la levée d'un financement exclusivement garanti par cet actif. Du point de vue de l'analyse du risque et du crédit, l'investisseur a un recours plein et entier sur cet actif isolé »⁸.

La titrisation est une opération d'ingénierie financière relativement complexe et qui requiert l'intervention d'équipes de spécialistes, à la fois dans les domaines juridique, comptable, fiscal et financier. Son montage nécessite l'identification et le groupement des créances à titriser, l'évaluation des risques qui leur sont associés, le choix des titres qui seront émis et leur placement auprès des investisseurs.

Pour introduire la titrisation nous allons au préalable décrire son mécanisme :

Un cédant vend des actifs à une structure bénéficiant d'un rehaussement de crédit qui émet du « papier » faisant l'objet d'une notation et acheté par des investisseurs.

L'actif de cette structure *ad hoc* est ainsi composé de créances acquises auprès d'une ou plusieurs entreprises, et de la trésorerie générée par ces créances après leur acquisition. Son passif est constitué de titres émis sur le marché pour financer l'acquisition des créances.

Le cédant :

- peut être un établissement de crédit, une entreprise, une compagnie d'assurance, ...
- peut avoir pour objectifs une diversification de ses financements, une déconsolidation, l'optimisation de la rentabilité de ses fonds propres, une meilleure gestion de ses résultats, de ses ratios, de ses risques de cédant, de taux, de liquidité,
- continue à gérer les créances titrisées.

Les actifs cédés peuvent être des créances commerciales, des prêts hypothécaires, des prêts aux entreprises, des prêts à la consommation, des encours de cartes de crédit, des créances de loyer,...

Le cédant doit disposer d'informations historiques et de gestion permettant à la fois : de simuler le comportement futur de ces créances, de sélectionner des créances en vue d'une titrisation, et de gérer une titrisation.

Le cédant ne peut procéder à une titrisation sans l'accord de ses créanciers lorsque ces derniers disposent d'une *negative pledge* sur l'un des crédits qu'ils ont accordés au cédant (engagement de la part du cédant de ne pas donner des actifs en garantie d'un crédit).

De plus les créances du cédant ne peuvent être titrisées lorsqu'elles ont déjà été données en garantie à des créanciers (nantissement, ...).

La structure d'accueil des créances cédées présente des caractéristiques diversifiées selon les objectifs poursuivis : de multi-cédants ou mono-cédant, elle peut être rechargeable ou non, ou encore refinancée par des obligations, du *commercial paper*, des parts. Elle permet une déconsolidation des créances selon les normes comptables du cédant.

⁸ Les Echos, Dossier Titrisation, Un cadre Juridique encore restreint, Lundi 18 novembre 1996

Le rehaussement de crédit présente en général deux niveaux :

- une couverture de premier rang fournie par le cédant telle que : le surdimensionnement, des tranches subordonnées, un dépôt de garantie,...
- une couverture de deuxième rang fournie par un tiers telle qu'une lettre de garantie, ou une garantie.

Le « papier » peut se présenter sous forme de papier à court terme (US ou *Euro Commercial Paper*,...), de papier à moyen terme (obligations, parts de FCC, ...) à taux fixes, variables, sans risque de taux pour l'investisseur (loi d'amortissement prédéterminée) ou avec risque de taux (amortissement fondant lié aux remboursements par anticipation des prêts titrisés).

La notation est toujours d'excellente qualité au terme du montage : AAA / AA pour le long terme et A1+ / P1 pour le court terme. Elle est fournie par une ou plusieurs agences de notation telles que Moody's, Standard & Poors, IBCA,...

Les investisseurs sont des compagnies d'assurance, de gestion, des particuliers, ...recherchant un bon rendement, un « papier » très sûr, de nouvelles signatures. Certains d'entre eux sont prêts à prendre un risque de taux en échange d'une meilleure rémunération.

La titrisation est aujourd'hui développée à l'échelle internationale et les grandes banques proposent des montages sur mesure aux entreprises, aux autres banques ou pour leur propre compte. Les actifs titrisés peuvent être situés en Amérique, en Europe ou encore en Asie.

On distingue en France deux grandes catégories d'opérations de titrisation : celles qui entrent dans le cadre légal français (loi du 23 décembre 1988 définissant le Fonds Commun de Créance) et les opérations qui font intervenir un fonds ou une société *ad hoc* situés à l'étranger (qui peuvent avoir les mêmes caractéristiques juridiques que les FCC)⁹, sachant que la loi française n'exclue pas ces dernières dans certains de ses textes.

1.2.2. Les opérations de titrisation localisées en France :

1.2.2.1. Le cadre légal de la titrisation en France

Au moment de l'apparition de la titrisation en France à la fin des années 80, le législateur ne disposait pas des mêmes outils juridiques que son homologue américain. La titrisation à l'américaine était inapplicable telle quelle en France en raison de l'absence de trust. Le Fonds Commun de Créance (FCC) a donc été créé par la loi du 23 décembre 1988. La législation du Code Civil sur les cessions de créances était très restrictive et les pouvoirs publics souhaitaient favoriser le développement de ce nouvel instrument.

Les articles 34 à 42 de la loi 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux OPCVM et le décret du 9 mars 1989 ont ainsi défini le cadre réglementaire de la titrisation en France.

La structure d'accueil choisie, le FCC, peut ainsi recevoir des créances cédées par un établissement de crédit, la Caisse des Dépôts et Consignations, le FCC finançant cette acquisition par l'émission de parts qui sont assimilables à des valeurs mobilières. Les créances cédées doivent être homogènes, ni douteuses, ni litigieuses et ni immobilisées.

⁹ Banques, Normes et réglementations comptables, Editions Francis Lefebvre, février 1994

Cette loi imposait cependant deux limites :

- les créances ne pouvaient être cédées qu'au moment de l'émission des parts qui devait être réalisée en une seule fois,
- la durée des créances cédées devait excéder 2 ans.

Ces deux limites constituaient des étapes dans le processus d'introduction de la titrisation en France afin de garantir la sécurité des investisseurs.

La loi de 1988 est ensuite modifiée par le titre III de la loi 93-6 du 4 janvier 1993¹⁰ relative aux fonds communs de créances et le décret 93 589¹¹ vient assouplir les dispositions du décret de 1989. Les principales mesures de ces nouveaux textes sont décrites ci-après.

Ils permettent au FCC d'avoir recours au marché des swaps, (alors qu'il est toujours interdit à un FCC d'emprunter) , afin « de faire correspondre les flux financiers qu'il reçoit et les flux qu'il s'est engagé à verser ». Les FCC sont en outre habilités à intervenir sur les marchés à terme réglementés, le règlement du fonds précisant les règles de ces opérations de couverture.

Le montant minimum des parts proposées aux épargnants est ramené de 10 000 francs à 5 000 francs.

Le FCC peut en outre désormais se recharger en créances même après l'émission de ses parts (c'est à dire acquérir de nouvelles créances) par contre il est toujours contraint d'émettre en une seule fois. Cette restriction constitue une réelle entrave au développement de la titrisation en France. Alors que son essor se poursuit en Angleterre et aux Etats-Unis où la réémission de parts est une pratique courante. Le rechargement du fonds doit se faire avec des créances de même nature que celles acquises à l'origine. Par contre la gestion du recouvrement des créances peut être transférée à un établissement autre que l'établissement cédant après information du débiteur par simple lettre.

La durée résiduelle minimale de deux ans est supprimée. Cette nouvelle réglementation permet d'élargir le marché des créances titrisables aux crédits revolving et aux encours de cartes de crédit (comptes permanents).

Le transfert des créances emporte dorénavant opposabilité aux tiers du transfert des sûretés et la liste des établissements cédants est étendue aux compagnies d'assurance.

L'obtention d'un agrément de la COB n'est plus nécessaire pour le FCC, mais seulement pour la Société de Gestion du FCC. De plus la note d'information destinée aux futurs investisseurs dans le cadre d'un appel public à l'épargne doit obtenir le visa de la COB pour que l'émission ait lieu. Les placements privés peuvent par contre être lancés sans l'obtention de ce visa.

En 1994¹² un nouveau règlement de la COB (94-01) définit l'appel public à l'épargne comme une « diffusion de titres au delà d'un cercle de 300 personnes ou le recours à tout procédé de publicité pour leur placement ». Les parts de FCC dont l'admission à la cote officielle a été sollicitée entrent dans le champ de l'appel public à l'épargne.

¹⁰ J.O., 5 janvier 1993, pages 246 et ss, cf. annexe

¹¹ J.O., n°74, 28 mars 1993, page 5233

¹² Agéfi, La COB assouplit son règlement sur les fonds communs de créances, 28 mars 1994.

La COB a de plus étendu à deux mois, contre un mois précédemment, la période de souscription qui suit l'obtention du visa dans le cas de l'appel public à l'épargne. Ce délai reste limité à un mois dans le cas d'un placement auprès d'investisseurs institutionnels.

Enfin, depuis le 2 juillet 1996, la loi de modernisation des activités financières autorise les FCC à réémettre des parts. Cette loi devant être suivie de décrets qui définiront son application. Cette nouvelle disposition accorde aux FCC une certaine pérennité et les rapprochent des fonds multicédants *off-shore*.

Elle permet en outre d'atténuer le risque de taux auquel était confrontés les FCC à rechargement et devrait entraîner un nouvel essor de la titrisation en France. De plus la réémission de parts devrait favoriser la titrisation d'encours permanents (crédits revolving), créances qui se prêtent facilement à ce type de montage. La réémission de parts permettra de résoudre le problème de la partie fluctuante des encours¹³. En effet l'encours total d'un ensemble de comptes permanents se réduit si les remboursements sur ces comptes sont supérieurs aux tirages, et augmentent dans le cas contraire. C'est pourquoi il peut présenter un profil erratique pendant une certaine période, en fonction du comportement du débiteur, même si dans la durée cet encours reste globalement stable. Le FCC qui titrise des encours permanents pourra ainsi émettre chaque mois des parts parfaitement ajustées à la partie fluctuante des encours, parts que le cédant s'engagerait à acheter.

¹³ CIEC, n°188, février 1996

1.2.2.2. Le montage d'une opération de titrisation en France : la cession de créances à un FCC :

1.2.2.2.1. Les acteurs¹⁴ :

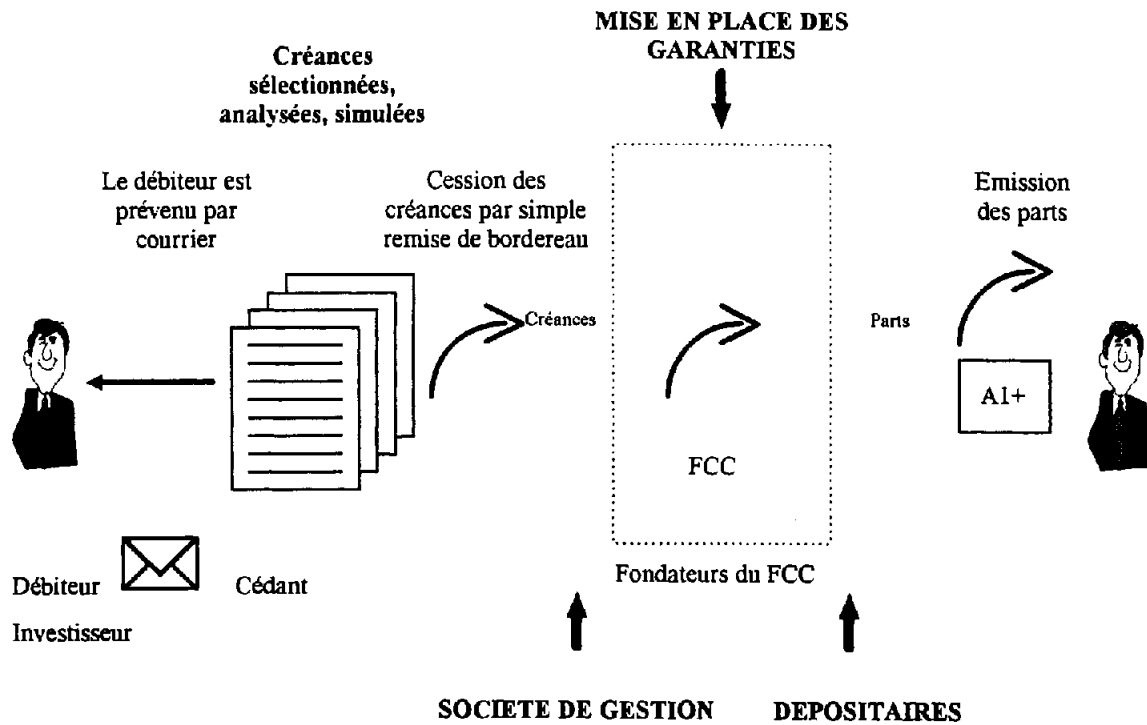
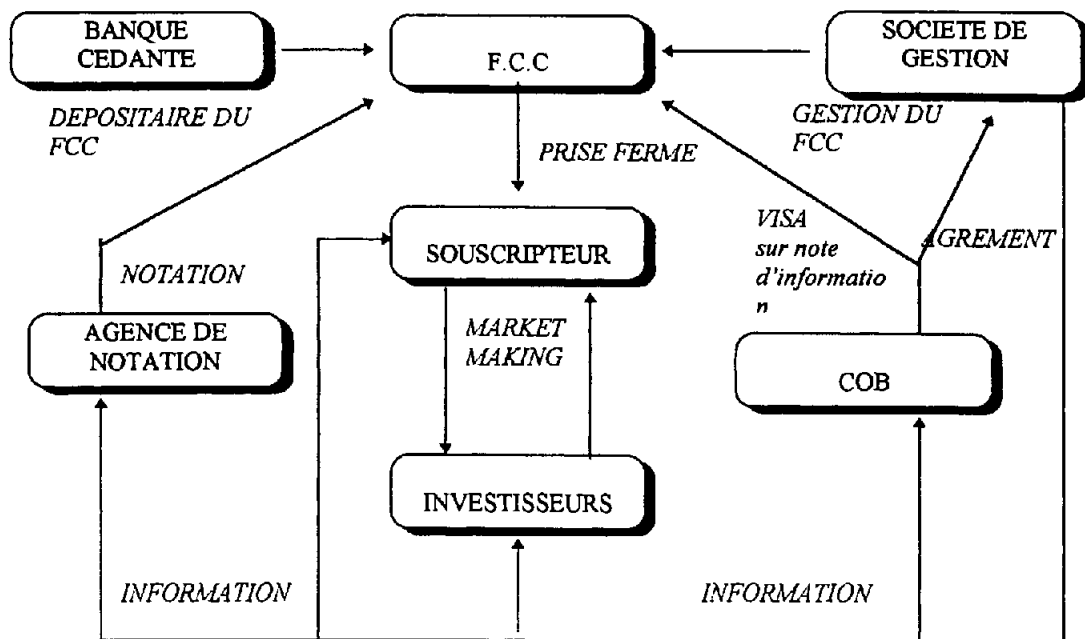


Schéma simplifié d'une titrisation par appel public à l'épargne :



¹⁴ Centre d'Information sur l'Épargne et le Crédit, CIEC, n°188, février 1996

I.2.2.2.2. Les caractéristiques du Fonds Commun de Créances

La loi de 1988 modifiée en 1993 définit le FCC comme « une copropriété qui a pour objet exclusif d'acquérir des créances détenues par des établissements de crédit, la Caisse des dépôts et consignations ou les entreprises d'assurance et d'émettre des parts représentatives de ces créances ». Le FCC n'a donc pas de personnalité morale et les parts qu'il émet sont semblables à des valeurs mobilières de placement. Ces parts négociables représentent une fraction des crédits cédés au FCC, elles peuvent être émises en faveur d'investisseurs institutionnels ou privés.

Du fait de son absence de personnalité juridique, le FCC est représenté à l'égard des tiers par la société de gestion qui le constitue. Cette constitution est effectuée conjointement par la société de gestion et un dépositaire des créances. Le Fonds est de plus régi par un règlement.

La société de gestion est une société commerciale au capital minimum de 1,5 M FRF et égal à 0,5% de l'ensemble des actifs gérés, elle a pour seul objet la gestion du FCC. L'exercice de ses activités est subordonné à l'obtention d'un agrément de la COB.

Pour garantir l'indépendance de la société de gestion à l'égard de la banque cédante, son capital ne peut être détenu à plus du tiers par l'ensemble formé par la banque cédante, les sociétés contrôlant ou contrôlées par la banque cédante.

La société de gestion a ainsi pour mission :

- d'établir la convention d'achat des créances entre la banque cédante et le FCC,
- d'établir le règlement du FCC,
- de réceptionner les paiements en provenance de la banque cédante et d'effectuer le remboursement aux porteurs de parts en fonction des règles précises d'allocation,
- de représenter les porteurs de parts,
- de gérer la trésorerie du FCC.

Le dépositaire des actifs du Fonds est une personne morale. Il s'agit le plus souvent de l'établissement de crédit cédant. Mais il peut aussi s'agir d'un autre établissement de crédit ou de tout autre établissement agréé par le Ministre chargé de l'Economie et ayant son siège social en France¹⁵.

Le rôle de la société dépositaire est le suivant :

- elle reçoit en dépôt les créances,
- elle est dépositaire de la trésorerie du FCC,
- elle s'assure de la régularité des décisions de la société de gestion.

Les créances titrisables et les risques associés à ces créances :

Le champ des créances titrisables est assez vaste, les seules restrictions sont les suivantes : ces créances doivent être de même nature, mais ni immobilisées, ni douteuses, ni litigieuses.

Le paiement du capital ou des intérêts qui leur sont associés doit être effectué en une ou plusieurs fois par versements périodiques ou à dates fixées, avec un montant minimum fixé. Elles peuvent ainsi être des prêts à la consommation, des créances immobilières, des créances interbancaires ou des créances déjà matérialisées par un titre (billets à ordre négociables), ...¹⁶

¹⁵ Loi n°88-1201 art. 37 et 40

¹⁶ Droit et Patrimoine, La technique de la titrisation, X. de Kergommeaux et G. Saint Marc, juin 1996

Le pool des créances cédées au FCC, est évalué en fonction de leur nature, des taux qui leur sont associés, de leur durée, des débiteurs,...

Le risque de défaillance (de liquidité et de défaut) et de remboursement anticipé des créances sont les deux principaux risques associés aux créances transférés aux investisseurs, même si le cédant conserve le recouvrement des créances, car il s'agit d'une cession parfaite. L'évaluation des risques repose sur une analyse chronique et statistique des créances. La diversification du portefeuille (en terme de débiteur, les créances titrisées devant être de même nature) permettra de limiter le taux de perte, du fait de la loi des grands nombres.

La possibilité de recharger le FCC a permis en dissociant la maturité des parts émises et celle des créances acquises, d'étaler dans le temps les frais de constitution du FCC, de profiter des variations de la courbe des taux et d'optimiser la gestion de trésorerie des FCC (en acquérant de nouvelles créances).

La cession des créances à un FCC se fait par bordereau Dailly, afin de simplifier la procédure. Le transfert de propriété sur les créances donne lieu à l'établissement de ce bordereau de cession et à une notification de la cession au débiteur. Dans la plupart des cas le cédant conserve la fonction de recouvrement des créances. Si ce recouvrement est transféré à un tiers à la constitution du FCC, le débiteur doit faire l'objet d'une notification et son accord préalable est nécessaire. Les contrats de prêts conclus après le 1^{er} janvier 1995, devront comporter une clause prévoyant ce transfert, faute de quoi l'accord des débiteurs devra être obtenu préalablement au transfert.

Une fois transférées, les créances sont regroupées par tranches représentatives des différentes catégories de parts. Ces tranches sont caractérisées par le montant des créances représentées, leur échéance, la nature de leur taux d'intérêt (fixe ou variable) et leur cotation.

L'évaluation des parts fait appel à des calculs actuariels complexes, qui intègrent des hypothèses de variation des taux d'intérêts, et d'autres hypothèses d'évolution de la conjoncture afin d'estimer le risque de défaillance et de remboursement anticipé des créances titrisées.

L'activité du Fonds :

Le FCC ne peut pas emprunter, mais dans le cadre de la gestion de sa trésorerie (liée aux décalages entre les flux correspondant au remboursement des créances et les flux associés au remboursement des parts) il a la possibilité d'effectuer des placements en bons du Trésor, en actions de SICAV, en parts de FCC avec des restrictions, ou en titres admis en négociation sur un marché réglementé (sauf ceux donnant accès directement ou indirectement au capital d'une société et sauf parts de FCC)¹⁷.

Le FCC peut aussi souscrire des contrats de swap de taux avec un établissement de crédit, une société régie par le Code des assurances ou la CDC, ou réaliser des opérations sur les marchés à terme réglementés.

Fiscalement, le FCC est traité comme un conduit et sa marge excédentaire n'est pas imposable. Le FCC ne peut être consolidé avec le cédant et permet d'éviter le problème de la « double taxation ».

¹⁷ Décret n°89-158 du 9 mars 1989 modifié, article 4

Il bénéficie d'un régime d'exonération tant au regard des impôts directs que des impôts indirects (exonération d'IS sur les bénéfices, exonération de TVA pour la gestion du FCC).

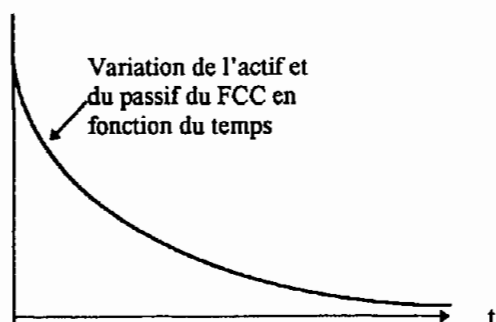
I.2.2.2.3. Les différents types de FCC et de parts émises :

Les parts émises par un FCC, peuvent être de natures très diverses et n'ont pas forcément les mêmes caractéristiques que les créances cédées en terme de flux de remboursement.

Le tableau¹⁸ ci-dessus décrit les techniques de titrisation les plus couramment utilisées par les FCC :

Créances acquises	Parts émises
Créances d'échéances 1 an. Montant : 1 milliard de francs. Intérêts trimestriels de 25 millions de francs	Transfert : parts à 1 an, intérêt trimestriel à taux fixe : 25 millions par trimestre.
	Changement de périodicité : parts à 1 an, intérêts annuels à taux fixe : 103,75 millions.
	Echange : parts à 1 an, intérêts trimestriels à taux variable PIBOR 3 mois + 0,5%.
	Démembrement : une première tranche (0,9 milliard) de parts à 1 an, intérêts trimestriels à taux fixe : 20,125 millions par trimestre. Une seconde tranche (0,1 milliard) de parts à un an, intérêts trimestriels à taux fixe : 4,875 millions par trimestre.

Le principe du transfert ou *pass through* est le plus simple. Les flux d'intérêts et de capital issus des créances cédées sont directement transmis aux porteurs de parts après prélèvement des frais de gestion et de constitution du FCC (dans le tableau ci-dessus ces frais sont considérés comme nuls) et au prorata du nombre de parts qu'ils détiennent.



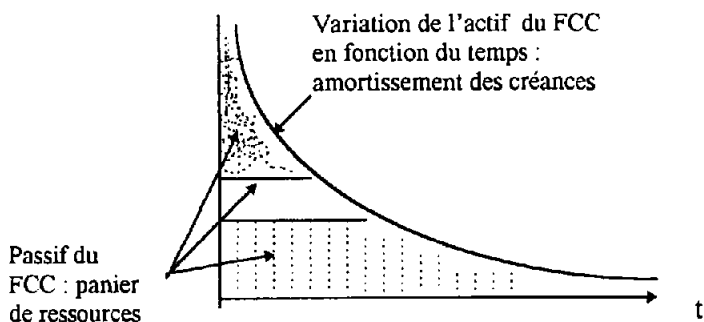
FCC de type *pass through*, les parts émises reproduisent fidèlement l'actif du Fonds. Le FCC est dit fondant : ses parts s'amortissent en même temps que les créances.

On parle de FCC de type *pay through* dès que les flux versés aux investisseurs ne sont plus un simple transfert des flux issus des créances. Le changement de périodicité conduit ainsi à modifier la fréquence de distribution des intérêts et éventuellement du rythme d'amortissement du capital, ce qui permet de mieux répondre aux besoins des investisseurs.

¹⁸ Marchés de Capitaux et Techniques Financières, Robert FERRANDIER, Vincent KOEN, Economica Gestion, septembre 1994, 3^{ème} édition

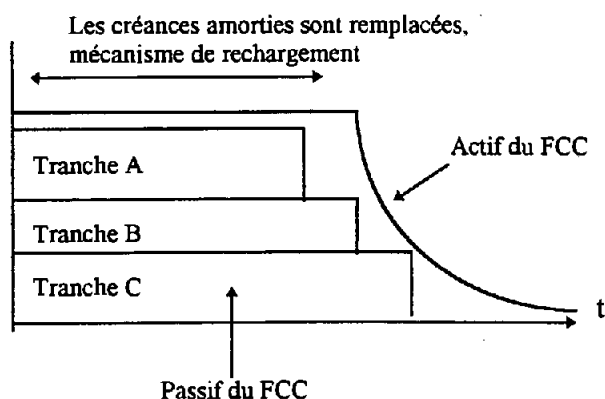
Le FCC peut aussi grâce à la technique du swap de taux proposer des parts à taux variables ou fixes aux investisseurs.

Le démembrement permet l'émission de parts supportant seules le risque de remboursement anticipé et à taux plus avantageux que les autres parts.



FCC de type *pay through*, les parts émises sont de maturités différentes, le portefeuille de crédits est adossé à un panier de ressources

Enfin le FCC rechargeable permet d'émettre des titres à remboursement in fine (comme une obligation), grâce au rechargement en nouvelles créances au fur et à mesure de la vie du fonds.



FCC rechargeable : les créances sont remplacées au fur et à mesure de leur amortissement

Le Fonds peut en outre émettre deux types de parts : les parts spécifiques et les parts ordinaires.

Le remboursement des parts spécifiques est subordonné à celui des parts ordinaires, ces parts portent donc le risque de défaillance des débiteurs cédés. Elles peuvent être acquises par l'établissement cédant afin de garantir le montage ou par d'autres souscripteurs, cependant ces derniers ne doivent être ni des OPCVM, ni des personnes physiques¹⁹.

Les parts spécifiques, destinées à supporter les pertes liées au portefeuille titrisé, ne peuvent donc pas faire l'objet d'un appel public à l'épargne. Cependant les émissions de tranches différentes (dites à paiement séquentiel, c'est à dire comportant des tranches à remboursement différé subordonnées aux autres parts) peuvent ne pas être considérées comme des parts spécifiques à condition qu'elles aient la même notation que les autres parts, les classant dans la catégorie investissement et que toutes les parts émises par le FCC aient les mêmes conditions de remboursement en cas de remboursement anticipé.

¹⁹ Décret n°89-158 modifié, article 9.

Les parts ordinaires peuvent être subdivisées en plusieurs tranches cf. FCC de type *pay through*, ou être représentatives de créances différentes en terme de taux et d'échances, notamment dans le cas de FCC rechargeables.

Les parts émises par un FCC peuvent faire l'objet d'un placement privé (non négocié en bourse) ou public et coté en bourse, dans ce cas une note d'information visée par la COB devra accompagner l'émission. Les porteurs de parts ne peuvent demander le rachat de leurs parts par le FCC, et ne peuvent donc que les céder à un tiers (ce qui suppose l'existence d'un marché secondaire) ou les conserver jusqu'à leur échéance.

Enfin, un syndicat de garantie doit s'engager sur la bonne fin de l'émission, ce syndicat comporte les arrangeurs du montage.

I.2.2.2.4. La protection des investisseurs :

Les détenteurs de parts de FCC sont propriétaires des recettes des créances titrisées. C'est pourquoi un certain nombre de garanties doivent être mises en place au moment de la constitution du FCC, afin d'assurer la protection des porteurs de parts contre le risque de défaillance et de rendre ces titres plus attrayants pour l'investisseur. Ces garanties sont obligatoires et préalables à la notation de l'émission.

Le pool de créances doit être d'une part évalué (taux de défaillance, qualité des créances, ...) et d'autre part comporter des garanties, afin que l'émission soit notée.

Les garanties :

Pour obtenir la meilleure notation possible, le montage doit être assorti d'un certain nombre de garanties. Celle-ci peuvent prendre plusieurs formes comme l'émission de parts spécifiques. Le fonds émet deux types de parts (juniors et seniors) ayant des droits différents sur les créances (cf. supra). L'émission des parts juniors, supportant en priorité le risque de défaut, est le plus souvent souscrite par l'établissement cédant.

Le fonds peut aussi être surdimensionné au moment de sa constitution : le montant des crédits titrisés excède le montant des parts émises, de telle sorte qu'en cas de défaut les créances génèrent un cash flow suffisant pour honorer les échéances des titres. Le surdimensionnement confère à l'établissement cédant un droit sur le boni de liquidation du fonds.

Un ligne de liquidité servant à compenser les pertes en cas de défaillance des débiteurs peut aussi être mise en place en faveur du FCC en garantie du montage (constitution d'un dépôt de garantie).

Un système d'assurance destiné à faire face aux défaillances éventuelles des débiteurs peut aussi être mis en place, un contrat type couvre alors un pourcentage donné du montant nominal du pool. Une franchise est prévue pour que le tiers garant ou *credit enhancer*, n'intervienne qu'au delà d'un montant minimum de défaillance, calculé en fonction du taux de défaillance historique. Ce garant a donc vocation à intervenir en cas de scénario catastrophique. La prime d'assurance payée par le cédant doit ainsi être plus que compensée par la diminution d'intérêt à servir à l'investisseur en raison de l'amélioration de la signature de l'émission.

Enfin, outre ces garanties, les créances peuvent elles-mêmes être assorties de sûretés transférées au moment de leur cession.

La notation :

Les caractéristiques des créances et leur niveau de risque ainsi que les garanties mises en place sont répertoriées dans un document élaboré par une agence de notation. Ce document est transmis aux porteurs de parts, annexé à la note d'information réalisée conjointement par la Société de Gestion et le Dépositaire et soumise à un agrément de la COB.

I.2.2.2.5. Les conséquences comptables d'une opération de titrisation pour le cédant et pour le garant :

La titrisation définie par la loi de 1988 (i.e. via un FCC) est considérée comme une cession parfaite même si le cédant garantit le montage via l'acquisition de parts spécifiques par exemple ou s'il détient un droit sur l'attribution du boni de liquidation du FCC. Le risque de remboursement anticipé et le risque de défaillance sont donc transférés à l'investisseur (dans le cas où le cédant acquiert des parts spécifiques subordonnées, il supporte en priorité le risque de défaillance des débiteurs des créances titrisées).

Les créances cédées sont sorties du bilan du cédant et les plus ou moins values de cession sont enregistrées en produits ou en charges exceptionnelles au compte de résultat. Le prix de cession intègre en effet la valeur des flux générés par les créances cédées actualisés au taux de refinancement des créances. La différence entre le prix de cession et la valeur comptable des créances titrisées est comptabilisée en charges ou en produits exceptionnels. Cependant la loi autorise à étaler les frais engagés par le cédant pour le montage de l'opération sur la durée de vie des titres émis.

Si le cédant ou un autre garant acquiert des parts spécifiques émises par le FCC, elles seront enregistrées pour leur prix d'acquisition et provisionnées si le risque de défaillance n'a pas été pris en compte dans le prix d'acquisition et à chaque fois que le risque de défaillance s'accroît.

L'établissement qui accorde sa garantie au montage (le cédant dans la plupart des cas) doit inscrire cet engagement dans son hors bilan. De plus à chaque arrêté comptable, cette garantie doit être provisionnée à hauteur du risque encouru évalué à cette date.

En cas de surdimensionnement de la part du cédant, ce dernier doit faire figurer le droit sur l'attribution du boni de liquidation à son actif parmi ses crédits moyen ou long terme. Ce poste doit bien entendu être provisionné à chaque arrêté comptable en fonction du risque encouru.

I.2.3. Les montages *off-shore* :

La titrisation de créances reste encore aujourd'hui réservée aux établissements financiers en France. Pour pouvoir titriser leurs créances commerciales, les entreprises sont donc dans l'obligation de faire appel à des structures internationales et de mettre au point des montages quelque peu complexes.

L'entreprise qui souhaite mettre en œuvre une titrisation en dehors du cadre légal proposé par la loi de 1988 va céder ses créances à une entité adaptée, dont le siège est situé hors du territoire national. Cette entité est appelée un SPV ou *special purpose vehicle*, c'est à dire un véhicule d'investissement *off-shore* créé pour l'occasion afin de réaliser l'émission des titres correspondants. De manière plus précise, le SPV apparaît comme l'entité qui va jouer le rôle de FCC. Il peut être constitué par une société à responsabilité limitée dont le capital peut être symbolique ; son objet est uniquement l'acquisition de créances.

Sa domiciliation est choisie en fonction de caractéristiques juridiques et fiscales favorables. En principe il doit être distinct du cédant et être administré par un gestionnaire dans le respect des règles de fonctionnement définies au moment de sa création dans ses statuts.

En ce qui concerne la cession de créances, il faudra avoir recours au droit commun et ne pourra s'effectuer par bordereau à la différence du FCC. Pour simplifier les modalités de cession, il semble délicat de recourir à l'art 1690 du Code Civil c'est-à-dire à la notification à tous les débiteurs. Il est donc préférable d'utiliser le système de subrogation prévu à l'art 1250-1 du Code Civil. Ce texte exige simplement que la subrogation soit expresse et qu'elle soit consentie au moment même où le créancier reçoit son paiement.

Quel que soit le mode de cession, le cédant reste, en principe, chargé du recouvrement des créances qu'il effectuera en tant que mandataire du cessionnaire.

Le contour de ces opérations n'étant pas délimité par une loi appropriée, les montages retenus doivent prévoir diverses garanties et tenir compte des différents aspects fiscaux.

1.2.3.1 Les caractéristiques des opérations de titrisation off-shore

1.2.3.1.1.L'utilisation du Trust comme garantie

Techniquement, dans les titrisations *off-shore*, il est nécessaire d'isoler parfaitement le portefeuille de créances de son propriétaire initial, c'est à dire le cédant. Pour réaliser cet objectif une structure intermédiaire est souvent utilisée : le **trust**. Le trust permet à une personne : le constituant, de stipuler que certains biens seront administrés par un ou plusieurs *trustees*. Dans ce système le trustee n'est pas un simple administrateur mais il est légalement le propriétaire des biens en question. Toutefois, il doit agir dans l'intérêt du bénéficiaire.

Dans les pays anglo-saxons, le trust est utilisé comme mode de gestion de l'épargne collective dans toutes ses formes. La structure la plus communément utilisée pour la titrisation est l'*unit trust* qui permet de faire des investissements collectifs. Un acte de trust est passé entre le *trustee* et le Manageur au terme duquel le Manageur achète des titres qu'il transfère au *trustee* pour être détenus en trust. Le trust cède des units : parts indivises, aux bénéficiaires. La banque est généralement *trustee* ce qui veut dire qu'elle a la charge de protéger les intérêts des porteurs de parts.

1.2.3.1.2. La dimension fiscale de la titrisation off-shore

Le régime fiscal d'une opération accomplie en dehors du cadre de la loi de 1988 n'est pas spécifique, le droit commun est applicable. En l'espèce toutes les difficultés ne semblent pas encore réglées et les montages sont infinis.

Les *off-shore trusts* sont localisés, en général, dans un pays à fiscalité allégée. La Direction Générale des Impôts ne parle pas de paradis fiscaux mais mentionne des « pays à régime fiscal privilégié ». Elle donne la définition suivante :

- « lorsqu'il n'existe pas d'impôt sur les bénéfices ou les profits provenant d'activités professionnelles ou d'impôts sur les revenus » ;
- « lorsque les revenus ou les profits qui ont leur source à l'extérieur de cet Etat ou de ce territoire ne sont pas soumis à l'impôt sur les bénéfices ou les revenus » ;

- « lorsque les impôts sur les bénéfices ou les profits sont notablement moins élevés qu'en France ».

Fiscalité de la cession des créances pour le trust : L'article 125 A III du CGI, combiné à l'article 125 A I, indique que les intérêts et produits de toute nature de fonds d'Etat, obligations, titres participatifs, bons et autres titres de créances payés par un débiteur domicilié en France à une personne n'ayant pas son siège fiscal en France, sont soumis à une retenue à la source. Donc, *a priori*, l'entreprise française cédante verse des sommes attachées aux créances cédées assimilables à des intérêts. Il y aurait donc ici retenue à la source. Cependant certains spécialistes considèrent que ce point peut être discuté²⁰ et invoquent l'article 182 B du CGI.

En effet, l'article 182 B du CGI énonce, lui, que « *les sommes payées par une personne résidente en France à une société établie à l'étranger, pour une prestation de toute nature fournie ou utilisée en France, donnent lieu à une retenue à la source* ». Donc en assimilant la différence entre la valeur nominale des créances cédées et la valeur actualisée des créances, à la rémunération du trust pour réunir le financement désiré, on sort du champ d'application de l'article 125. Enfin, l'administration fiscale admet que les commissions versées à des personnes non domiciliées en France, en rémunération de démarches et de diligences diverses effectuées à l'étranger, ne sont pas considérées comme des prestations utilisées en France. Il devient donc plus aisé de démontrer que la prestation de service fournie par le trust n'a pas véritablement eu lieu en France et ne serait donc pas soumise à une retenue à la source. Enfin, le trust permet au cédant d'accéder au marché des « *commercial papers* » américains chose impossible autrement.

Fiscalité de la cession pour l'entreprise cédante : les charges issues de la titrisation sont fiscalement déductibles de la base d'imposition pour le calcul de l'IS.

Fiscalité du SPV : cette société est susceptible d'être imposée en France si :

- elle a un établissement en France ;
- elle a un représentant qualifié en France ;
- elle réalise un cycle complet en France.

Les deux premiers critères ne sont pas remplis mais un doute subsiste quant au troisième.

Enfin, comme dans le cas du FCC, le portefeuille de créances titrisées doit être noté.

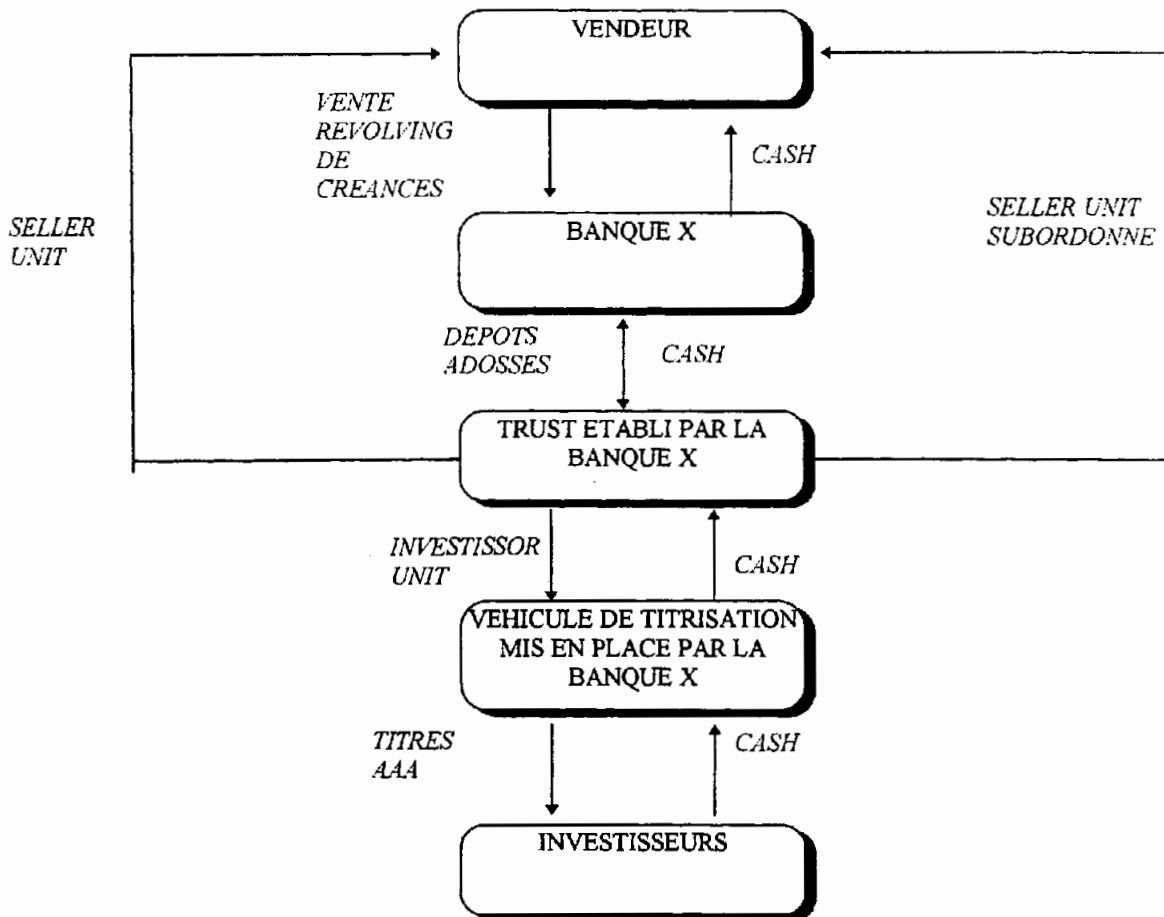
Pour obtenir la meilleure notation possible, les entreprises doivent alors mettre au point des mécanismes de garanties afin d'éliminer tout risque de défaillance lié au portefeuille cédé. Pour cela elles peuvent céder les créances à une valeur réduite, émettre des titres subordonnés ou encore constituer des fonds de garantie destinés à absorber les impayés comme en France.

1.2.3.2. Montage de titrisation avec véhicule de titrisation multi-cédants immatriculé dans un « paradis fiscal » :

Les créances titrisables dans le montage que nous allons proposer peuvent être tout type de créances détenues par des cédants européens (entreprises, établissements de crédit, ...). Le refinancement se fait par émissions euro-obligataires pour les véhicules moyen terme ou des billets de trésorerie US pour les véhicules court terme.

²⁰ E. Zeller, *La titrisation internationale des créances internationales : aspects fiscaux*, Option Finance, n°315, juillet 194, p. 28.

Le montage est alors le suivant :



En France, seuls les établissements de crédits peuvent titriser leurs prêts par émission de parts d'un fonds commun de créances. Les entreprises industrielles ou les sociétés de services désireuses de titriser leurs créances commerciales doivent obligatoirement créer un véhicule de titrisation *off-shore*.

Les paradis fiscaux en raison de leur fiscalité avantageuse et de l'absence de réglementation contraignante servent de refuge à nombre de ces véhicules de titrisation. En effet, l'investisseur étranger, non résident en France, qui acquiert des titres financiers français : parts de FCC..., sera soumis à une retenue à la source sur les intérêts perçus. En immatriculant le trust à l'étranger, l'investisseur ne sera pas assujéti à ce prélèvement fiscal.

Le vendeur en l'espèce est généralement une société non financière désireuse de céder de manière revolving des créances commerciales afin de diminuer son besoin en fonds de roulement. Il recourt à la titrisation afin de minimiser le coût de sa dette.

En localisant le trust et le véhicule de titrisation dans un paradis fiscal, le vendeur a ainsi accès aux principaux marchés de capitaux et aux investisseurs étrangers et peut aisément emprunter en USD, DEM, CHF ou JPY.

La banque qui arrange l'opération peut servir d'intermédiaire pour acquérir les créances puis les céder au trust. Généralement, elle est chargée de donner un label de qualité aux créances avant qu'elles ne soient cédées au trust.

Le portefeuille de créances est valorisé en fonction des critères suivants : le taux historique de pertes et de retards de paiement, la répartition des débiteurs et l'éventualité d'une dilution.

Par ailleurs la banque devra s'assurer que les règles prévues à l'origine soient respectées à chaque rechargement du trust (de la même manière que pour un FCC) :

- le taux de pertes et de défauts ne devra pas dépasser le seuil maximal décrété,
- le portefeuille devra être bien diversifié. En effet, un même débiteur ne pourra pas représenter plus de x% du portefeuille.

La banque peut aussi effectuer le suivi et la gestion des créances en lieu et place du cédant. Cette tâche peut être sous-traitée à un concurrent pour des raisons de productivité.

Le trust est établi par la banque avec pour unique objet de réaliser la titrisation des créances commerciales de notre vendeur. Il acquiert le portefeuille auprès de la banque. Pour payer ce portefeuille il devra émettre des titres. Il existe au maximum trois catégories de titres distincts :

1. les titres réservés à l'investisseur : *unit trust certificates* propriété en l'occurrence du véhicule de titrisation. Ces titres présentent un risque minimal et une rémunération fixe. Ces certificats matérialisent un droit de propriété d'une fraction indivisible du portefeuille de créances inscrit à l'actif du trust.
2. les titres réservés aux vendeurs : il s'agit de dépôts mis en place par le cédant pour couvrir les risques de retard de paiement. Ceci peut-être assimilé à une première garantie. Ces fonds ne seront remboursés qu'après les investisseurs dédommagés.
3. les titres subordonnés : le trust peut émettre de la dette subordonnée qui sera souscrite par le vendeur. Les investisseurs de la tranche senior seront payés en priorité, ceux de la tranche subordonnée ne commencent à l'être que lorsque les investisseurs de la tranche senior auront reçu la totalité du capital et des intérêts qui leur sont dus. Ceci constituera la seconde garantie. Ainsi le trust pourra faire face aux retards de paiements ou à la défaillance d'un certain nombre de clients.

Les titres réservés aux investisseurs vont être notés par une agence de rating internationale telle que *Standard & Poor's* ou *Moodys Investors Services*. Grâce au surdimensionnement et aux deux garanties sus-mentionnées, les titres sont notés AAA.

Le véhicule de titrisation multi-cédants achète les titres émis par le trust et se refinance sur les marchés financiers en émettant des euro-obligations ou des billets de trésorerie. Ces titres bénéficiant de la meilleure notation possible le coût du refinancement est inférieure à LIBOR. A la différence des FCC, qui sont plutôt des véhicules de refinancement à moyen terme, la titrisation *off-shore* permet également de se refinancer à court terme par l'émission de billets de trésorerie.

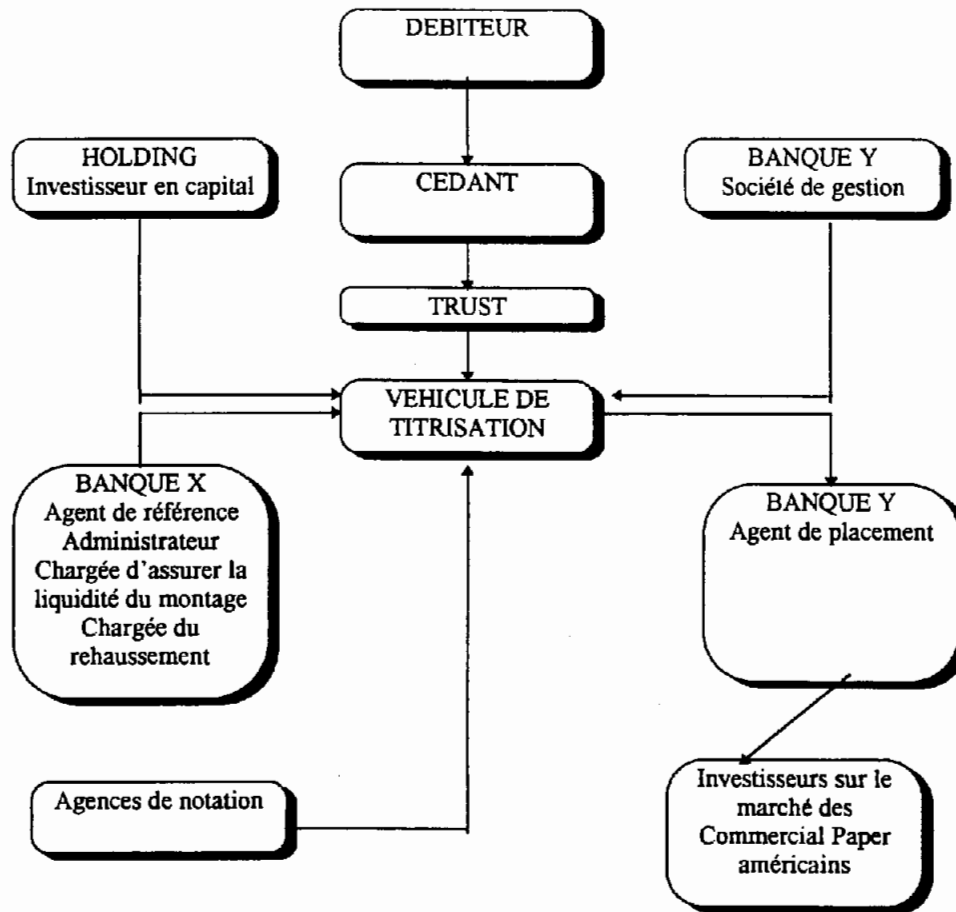
Ainsi le vendeur peut avoir accès à un marché financier auquel il ne pouvait pas accéder du fait de sa notation. Une entreprise qui n'est pas qualifiée *d'investment grade* c'est à dire dont la notation est inférieure à BBB ne peut émettre des billets de trésorerie. En effet, elle aurait beaucoup de difficultés à placer son papier et devrait payer une prime importante.

Par ailleurs, grâce à la titrisation, mêmes les entreprises non notées par une agence de rating internationale peuvent ainsi se refinancer sur les multiples marchés des billets de trésorerie de part le monde.

Enfin, le cédant peut se refinancer à meilleur coût. En effet, l'obtention d'une note AAA pour son portefeuille de créances lui permet de diminuer significativement son coût de refinancement même après prise en compte des frais de montage de l'opération.

I.2.3.3. Montage de titrisation avec véhicule multi-cédants immatriculé aux Etats-Unis :

Les créances titrisées dans ce montage peuvent être des créances commerciales, des encours de cartes de crédit, des crédits automobiles, des crédits immobiliers, détenus par des cédants américains (et bientôt européens également). Le véhicule de titrisation se refinance par émission de *Commercial Paper* américains.



Dans le cadre de son activité commerciale habituelle, le cédant dispose de créances commerciales sur ces clients appelés ici **le(s) débiteur(s)**. Aussi pour améliorer la physionomie de son bilan et se refinancer à moindre coût, il va titriser son poste clients. Pour ce faire, il va créer une structure *ad hoc* qui ne peut faire faillite : un trust. Le trust va acquérir auprès du cédant ou de certaines de ses filiales un montant défini de créances hors groupe. Le trust bénéficie d'un contrat cadre d'achat de créances pour toute la durée du programme.

Le véhicule de titrisation acquiert les *units* émises par le trust. Aux USA, ce véhicule est généralement une *public limited company* qui dispose d'un capital social symbolique. Le capital est détenu par des investisseurs. Aux USA, ce type de véhicule de titrisation se refinance principalement sur le marché des billets de trésorerie à des conditions en dessous de LIBOR du fait de sa notation A1+ à court terme.

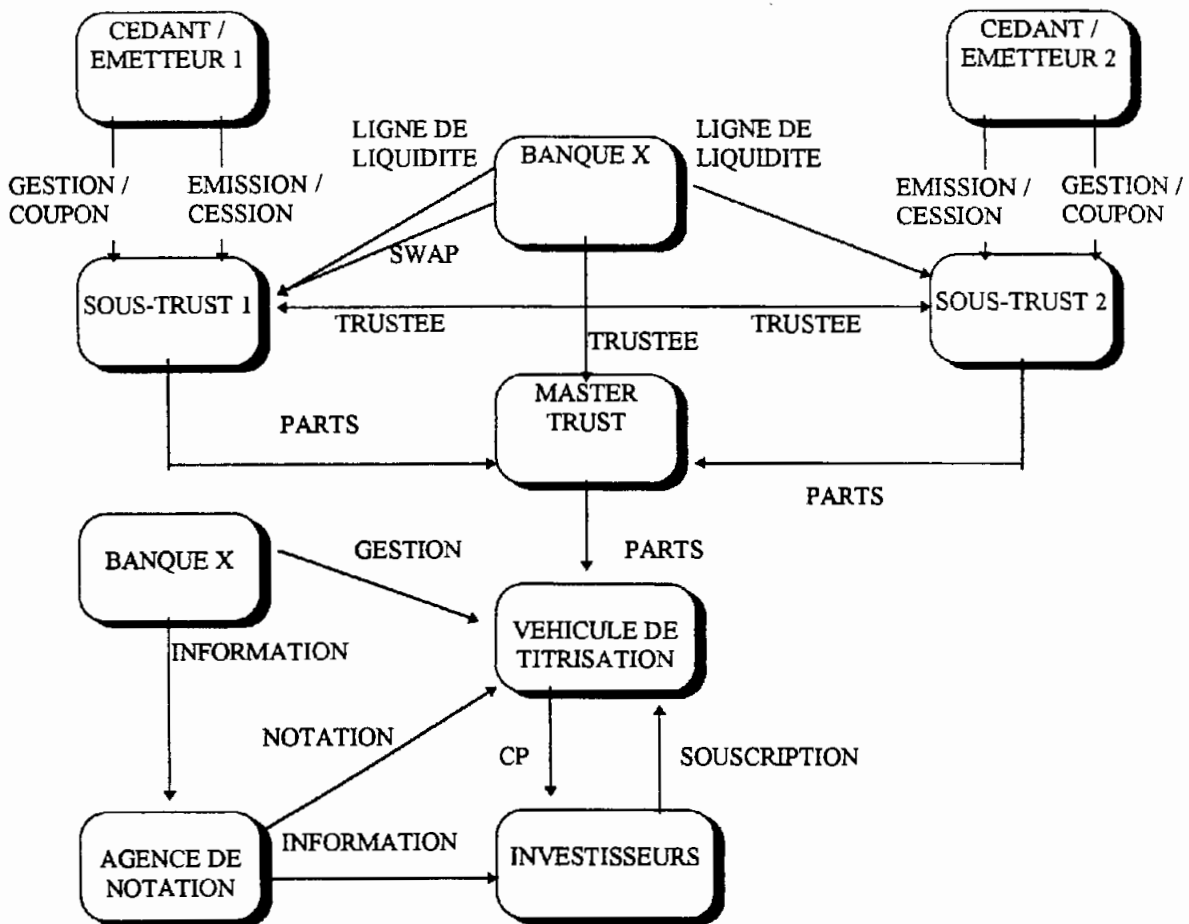
Dans ce montage il est nécessaire de disposer de deux établissements de crédit : d'une part la **banque X sponsor** de la titrisation et d'autre part la **banque Y** qui gère le véhicule multi-cédant. Par ailleurs une dernière banque intervient dans le montage : elle est chargée du placement des billets de trésorerie émis par le véhicule auprès d'investisseurs américains. Ce rôle sera assumé par la banque qui dispose de la meilleure capacité de placement.

La banque X qui monte l'opération est chargée d'assurer la liquidité du véhicule de tritrisation, c'est-à-dire qu'elle s'engage à racheter les titres émis par le véhicule si ce dernier ne peut plus émettre des billets de trésorerie dans des conditions satisfaisantes. La banque X peut donc se retrouver à porter 100% du risque de la titrisation en cas de problème de liquidité sur le marché des billets de trésorerie. Toutefois, il convient de rappeler que ce marché financier est un des plus liquides au monde et que les encours totaux s'élevaient à USD 700 mrds fin 1996 (source Goldman Sachs/Merrill Lynch) ce qui réduit d'autant le risque pour le sponsor.

Par ailleurs, **la banque X** est souvent également amenée à rehausser la notation de l'opération en se portant garante sur une partie des encours titrisés. La banque s'engage à prendre un risque sur x% des encours du véhicule. Le rôle de la banque est alors identique à celui du porteur de parts subordonnées dans le cas précédent. Toutefois, la banque a peu de chance de se faire actionner du fait du surdimensionnement du portefeuille et des clauses d'arrêt anticipé du programme si le taux de non paiement des créanciers augmente. Cette ligne permet de rassurer les investisseurs : ils seront très probablement remboursés à la date prévue même si les débiteurs paient avec retard ou s'ils font faillite.

1.2.3.4 Montage avec véhicule de titrisation multi-cédants de type « asset collateralized » de droit australien :

Les créances titrisées peuvent être tout type de créances en dollars australiens détenues par des cédants australiens. Le véhicule se refinance par émissions de Commercial Paper en dollars australiens et américains (*Euro Commercial Paper*).



Compte tenu des coûts fixes inhérents à la création d'une opération de titrisation : coût de la documentation, recherche de la meilleure structure juridique pour le véhicule, coûts humains, coûts informatiques... il est rapidement devenu évident qu'il existait une taille critique dans ce métier. En effet, pour amortir tous ces frais, les établissements financiers précurseurs ont décidé de créer des véhicules multi-cédants. L'essor de ces derniers répond parfaitement à cette contrainte de réduction des coûts.

L'Australie est rapidement devenu le troisième pays au monde pour la titrisation après les marchés américains et anglais. La réglementation est beaucoup moins contraignante que celle régissant les FCC en France.

Ici, nous sommes en présence de deux cédants : le cédant n°1 cède au trust des créances de maturité assez longues tandis que le cédant n°2 cède des créances de maturité courte.

Pour le cédant n°1, il peut par exemple s'agir de crédits d'équipements à taux fixes. Ces crédits sont cédés à un **sous-trust n°1** spécifiquement dédié à notre vendeur. Toutefois, dans le cas présent, il n'y a plus adossement de l'actif et du passif du trust. En effet, le trust se refinance *in fine* à très court terme afin de tirer parti de la pente positive de la courbe des taux d'intérêts. Aussi, pour se couvrir contre le risque de taux, le trust va swaper son portefeuille d'actifs en taux variable. Le sous-trust n°1 émet des *units* qui sont acquises par un **master trust**.

Le **cédant n°2** demande à la banque de lui titriser ses créances commerciales qui ont une durée moyenne de 90 jours. De même que précédemment les créances rachetées seront logées dans un sous-trust spécifique qui émettra des *units* qui seront acquises par le master trust.

Le **master trust** gère tous les actifs titrisés par la banque X. Celle-ci est d'ailleurs le *trustee* des trois trusts sus mentionnés. Le master trust émet des *units* qui sont achetés exclusivement par le véhicule de titrisation.

Le **véhicule de titrisation** fait souvent appel aux marchés financiers en émettant des billets de trésorerie disposant de la meilleure notation. Le véhicule de titrisation n'a pas vocation à disparaître : sa durée de vie est infinie. Ainsi dès qu'un programme de titrisation est achevé, seul le sous-trust dédié à cette opération est abandonné.

En cas de crise de liquidité grave, le véhicule de titrisation ne pourra se refinancer sur le marché des billets de trésorerie. Il ne pourra donc pas acheter les *units* émises par le master trust. De même celui-ci sera dans l'incapacité d'acquiescer les parts émises par les sous-trusts. Aussi, la banque initiatrice de l'opération devra proposer une ligne de liquidité aux sous-trusts. En cas de crise grave, ces derniers actionneront les lignes de liquidité mises à leur disposition par la banque. La banque portera alors 100% du risque de contrepartie lié à la titrisation dans son bilan. De ce fait, la marge prélevée par les établissements de crédits pour les lignes de liquidité sont fonction de la qualité du cédant. Si la crise de liquidité devait perdurer à cause d'une force majeure, la banque aurait la possibilité d'interrompre la titrisation.

Si cette première partie décrit les montages de defeasance et de titrisation, elle ne précise pas les avantages des uns et des autres pour l'entreprise ou la banque qui les met en place. Il apparaît en outre que selon la nature de l'utilisateur, les effets recherchés diffèrent.

Enfin s'il est possible de quantifier l'impact d'une titrisation sur les comptes d'un établissement bancaire, les conséquences d'une opération de cantonnement sont plus difficilement mesurables, car spécifiques à chaque cédant et garant. C'est pourquoi nous nous baserons plutôt sur des cas précis d'opérations de cantonnement menées par des établissements français pour notre démonstration, alors que nous tenterons de définir des conditions générales qui permettent de mesurer l'impact d'une titrisation sur les comptes d'un établissement de crédit.

II DES INSTRUMENTS UTILISES DANS LE CADRE DE LA GESTION DES RATIOS PRUDENTIELS DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT :

II.1 développement et perspectives de la titrisation et du cantonnement en France :

II.1.1 Le cantonnement, un développement conjoncturel :

Cette technique qui n'a pas de cadre légal défini, est apparue en France de manière conjoncturelle. Elle permet d'alléger le bilan d'une banque ou d'une compagnie d'assurance de ses actifs non rentables en les transférant à une structure de cantonnement qui est soutenue financièrement par une structure *ad hoc* qui possède la garantie de l'Etat ou d'un actionnaire fort.

Cette technique, déjà utilisée dans une moindre mesure dans les années 80, lors la gestion de la dette des PVD par les institutions financières, s'est développée en France avec la crise immobilière. En effet, jusqu'au début des années 90, la demande immobilière de bureaux et de logements particuliers a été telle que les établissements de crédit ont consentis de nombreux crédits aux opérateurs immobiliers, marchands de biens et promoteurs. Le rendement prévu était tel que certains établissements financiers ont même développé des filiales détenant alors directement les actifs immobiliers.

Dans le cas d'un crédit à court terme consenti à un opérateur immobilier, le remboursement du crédit se fait grâce à la vente de l'immeuble financé. Le ralentissement du rythme des ventes se traduit par un alourdissement des frais financiers. Cet alourdissement est devenu d'autant plus insupportable que la pratique s'est parfois instaurée de financer la totalité du prix de revient, y compris le coût des travaux et les frais financiers capitalisés.

Pendant la période coïncidant avec la guerre du Golfe, la demande s'est effondrée. Les opérateurs immobiliers ont eu des difficultés à rembourser leurs emprunts. Le président du tribunal de commerce de l'époque, Michel Rouger, a réactivé la procédure de conciliation, ce qui a eu pour effet de rendre les établissements de crédit propriétaires des actifs sous-jacents. En ne remettant pas les immeubles sur le marché, la vérité des prix ne s'est pas réalisée.

De plus, les créances sur des biens immobiliers sous-jacents dépréciés ont fait naître des provisions pour créances douteuses importantes dans le bilan des institutions financières qui reconnaissait cette dépréciation. La prise en compte de ces provisions pour créances douteuses impacte le résultat et donc les fonds propres de l'établissement.

Dans ce contexte économique, il s'est agit pour des établissements financiers, déjà fragilisés et qui devaient surveiller leurs ratios prudentiels, d'étaler dans le temps la prise en compte de créances immobilières douteuses et d'attendre une embellie du secteur immobilier.

Certains établissements de crédit ont alors utilisé la méthode du cantonnement en réalisant un montage adapté à leur configuration.

Au lieu de provisionner complètement ces créances, ces établissement financiers les vendent à une structure indépendante. Cette structure porte ces actifs sur une période déterminée et effectue une cession progressive générant des flux qui viennent rembourser l'emprunt contracté pour l'achat des actifs.

Par ailleurs, l'emprunt provient soit d'un refinancement sur le marché, soit du groupe cantonné lui-même. Dans le cas d'un recours au marché, le prêt est garanti directement par l'Etat ou par des sociétés spécialisées elles-mêmes contregaranties par les actionnaires de la société cantonnée.

Ces montages ne sont pas le fruit d'une vision de long terme, mais une réponse à une situation d'urgence. En effet, en 1993, ils ont représentés une alternative à une augmentation de capital pure et simple de la part des actionnaires ou à un dépôt de bilan, ce qui à l'époque n'était pas envisageable dans le paysage bancaire français.

Le recours à cette technique de portage fort coûteuse pour l'actionnaire -qui a souvent été l'Etat- s'est révélé assez limité : la BIMP, le Comptoir des entrepreneurs, le Crédit Lyonnais... Le soutien du secteur bancaire par l'Etat n'est plus une évidence, la liquidation de Pallas Stern en témoigne et il semble que le Crédit Foncier, pourtant lourdement engagée dans l'immobilier ne bénéficie pas de cette technique. Il a plutôt choisi la technique de la titrisation pour alléger son bilan.

Les défaisances de l'immobilier en France²¹

Origine	Structures	Actifs cantonnés*	Garants
Crédit Lyonnais	Consortium de réalisation	50,0	Etat
UIC-SOFAL	Bâticrodit	13,9	Gan
	Parixel	7,6	Gan
CDE	EIA	9,0	AGF, Etat
	Sagitrans	7,0	AGF, Etat
Banque Worms	Sofapi	6,8	UAP
	Soffim	4,4	UAP
Bred-Pallas financement immobilier	La financière immobilière Sofon	6,0	Bred
La Henin et Banque Monod	Compagnie hypothécaire	14,0	Suez

* Milliards de francs, en valeur comptable d'origine

II.1.2. Le développement de la titrisation

II.1.2.1 La titrisation en France un démarrage difficile lié à la fois aux conditions d'application de la loi de 1988, et au contexte dans lequel cette loi a été établie :

Comme nous l'avons vu en première partie, le dispositif légal mis en place en France ne tient compte que de la titrisation effectuée par un établissement de crédit, la CDC ou une compagnie d'assurance, via un FCC.

Au moment de son apparition en France les milieux financiers ont dans leur ensemble trouvé beaucoup plus d'inconvénients que d'avantages à la titrisation.

II.1.2.1.1. La rigidité du cadre réglementaire initial

Jusqu'en 1993, le rechargement des FCC était impossible, ce qui ne facilitait pas la titrisation de crédits à la consommation.

²¹ Enjeux les Echos, Défaisances, les solutions de la dernière chance, Juin 1996

En effet ces crédits peuvent être remboursés à tout moment. N'étant pas autorisé à racheter de nouvelles créances avant 1993, le FCC était contraint de rembourser les porteurs de parts progressivement, ce qui rendait les parts extrêmement difficiles à vendre aux investisseurs, plus habitués à gérer des produits remboursables in fine comme les obligations. La nouvelle réglementation bancaire entrée en vigueur au 1 juillet 1994, a ainsi favorisé le développement de nouvelles opérations de titrisation en France.

De plus, il a fallu attendre juillet 1996 pour que la réémission de parts soit autorisée, ce qui devrait élargir le champ des créances titrisables, aux encours de cartes de crédit par exemple (la titrisation de ces encours est pour l'instant quasiment impossible car les FCC n'ont pas les moyens d'absorber leurs variations).

II.1.2.1.2. Le coût élevé de l'opération

Du fait des lourdes contraintes réglementaires et de la nouveauté du produit les montages de titrisation ont un coût élevé. Ceci était encore plus vrai au moment de son apparition, puisqu'il est difficile de rentabiliser une opération de titrisation sans pouvoir recharger le fonds en créances ni réémettre des parts. Sans réémission de parts le montage ne peut servir qu'à une opération de titrisation et disparaît avec l'arrivée à échéance des créances cédées et donc le remboursement des parts.

Les coûts liés à un montage de titrisation sont de plusieurs natures :

avant l'émission coûts associés :

- aux recherches juridiques, comptables, aux investissements informatiques,
- à la centralisation de l'information liée aux créances, à leur regroupement et au calcul du taux de défaillance de celles-ci, ou à la mise en place d'outil pour permettre cette centralisation,
- à la rémunération des intermédiaires (pour le montage, ou le placement des parts),

au cours du temps coûts liés :

- à la rémunération des investisseurs,
- à la mise en place d'une comptabilité séparée,
- à la nécessité de faire certifier les comptes du FCC par un commissaire aux comptes,
- à la notation des parts,
- à la constitution d'équipes spécialisées,
- à la publication d'informations régulières,
- à la rémunération de la société de gestion.

II.1.2.1.3. Les contraintes liées au montage

Les créances cédées au FCC, doivent répondre à des normes de qualité afin que les parts émises obtiennent la notation nécessaire. L'entreprise cedante ne peut donc pas céder de créances douteuses, doit disposer d'un historique complet de ses créances et d'un suivi régulier de leur recouvrement, afin d'étudier les taux de défaillance pour pouvoir dimensionner les mécanismes de garantie. Elle doit posséder des créances titrisables en terme qualitatif (prêts à l'habitat, crédits à la consommation, créances sur les collectivités locales), et en terme quantitatif (les lois statistiques ne peuvent s'appliquer que si l'entreprise détient un nombre élevé de créances). Ces créances doivent aussi être homogènes, ce qui nécessite dans la plupart des cas, une restructuration du portefeuille suite aux nombreux prêts accordés sur mesure par les banques.

Le risque de remboursement anticipé, transféré aux investisseurs avec la cession des créances, était difficile à évaluer au moment de la mise en place de la titrisation en France, notamment en raison du manque d'information sur les créances titrisées :

- absence de statistiques historiques,
- créances dispersées dans un réseau et absence d'un système centralisé de traitement de l'information.

Au début des années 90 beaucoup d'établissements de crédit n'avaient pas encore mis en place de suivi de leurs créances et de leurs créanciers, alors qu'aujourd'hui un certain nombre d'entre eux possèdent des outils de gestion efficaces, développés dans le cadre d'une politique d'évaluation des risques.

De plus, au début des années 90, les établissements de crédits avaient dans leurs portefeuilles de créances des prêts à des taux assez faibles, la cession de ces derniers aurait entraîné une perte à constater immédiatement, en raison d'un raffermissement des taux. La titrisation de prêts accordés avec des taux bas aurait en effet été réalisée avec une marge négative.

II.1.2.1.4. La conjoncture générale :

Le succès de la titrisation aux Etats Unis était lié à une conjoncture favorable au développement du produit, les banques avaient à l'époque d'importants besoins de refinancements, des besoins en fonds propres et d'adossement.

Très nombreuses, elles ne bénéficiaient pas toutes d'un accès aux marchés financiers, la titrisation répondait donc à leurs attentes.

La titrisation en France est apparue dans un contexte très différent alors que le concept a été importé tel quel des Etats-Unis. Le marché financier français n'avait pas les mêmes préoccupations ni les mêmes attentes que son homologue américain : les problèmes liés aux fonds propres n'étaient par encore apparents, la rentabilité des établissements de crédit n'était pas un élément prioritaire, la sensibilité des ces derniers aux risques de remboursements anticipés était peu significative et enfin ils ne connaissaient pas de difficultés de refinancements à des coûts non discriminants.

Les banques françaises bénéficiaient en outre de bonnes notations, elles n'avaient donc pas besoin d'un outil qui permette d'émettre sous une notation meilleure que celle de l'établissement titrisant.

La titrisation était aussi une nouvelle remise en question du traditionnel rôle d'intermédiaire financier que jouait la banque avant la déréglementation de 1986, rôle auquel les banques ont été forcées de renoncer progressivement et difficilement.

Enfin il apparaît que le produit a été lancé par les pouvoirs publics dans le but de faire baisser les taux des prêts au logement, sa mise en place a donc été perçue comme artificielle par les banquiers.

La titrisation a ainsi été introduite en France pour créer une alternative aux difficultés du marché hypothécaire, de la même manière qu'elle l'a été aux Etats Unis dans les années 70 via des organismes comme Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae²² pour faire face à la crise des Savings and Loans.

Du côté des investisseurs le marché à l'origine était assez opaque et illiquide par rapport aux marchés obligataires, ils redoutaient de plus que les banques ne leur transfèrent des risques cachés (remboursement anticipé et défaillances).

II.1.2.2. Le développement de la titrisation en France et ses limites

II.1.2.2.1. Les principales caractéristiques du marché de la titrisation en France :

Pour pouvoir utiliser la titrisation, il est nécessaire que l'établissement cédant dispose des moyens nécessaires en terme de centralisation et de gestion des créances, mais aussi qu'il intègre cet outil dans sa stratégie globale pour en saisir l'intérêt. Les coûts du montage sont en effet dans la plupart des cas prohibitifs *a priori*.

C'est cette prise de conscience corrélée à la naissance de nouveaux besoins de financement et aux assouplissements des contraintes juridiques qui a favorisé le développement de la titrisation en France chez certains opérateurs.

De plus la baisse récente des taux devrait permettre aux FCC d'émettre des parts à des taux inférieurs à ceux des créances titrisées, si de surcroît ce différentiel de taux finance le montage et permet de révéler une marge positive pour la banque cédante, cette dernière aura tout intérêt à titriser comme nous le verrons en infra.

Les émissions de parts de FCC ont connu une progression importante en 1996 : plus de 55milliards de francs (dont l'émission du Crédit Lyonnais de 40 milliards) contre moins de 10 milliards en 1995 (source BLB Paris Branch).

Les créances interbancaires et les crédits à la consommation représentent encore aujourd'hui l'essentiel des créances titrisées. Cependant les crédits hypothécaires représentent un gisement qui devrait offrir de nouvelles perspectives au marché de la titrisation. Les crédits hypothécaires représentent au Etats-Unis plus des deux tiers des encours titrisés en 1995²³.

Le marché français est en phase de rattrapage par rapport au marché américain en pleine croissance. La titrisation s'est en effet imposée comme l'une des innovations financières majeures du marché américain dans les années 80. Elle transforme les circuits de financement de l'économie, et participe au phénomène de désintermédiation en renforçant le rôle des marchés de titres.

II.1.2.2.2. Les limites et les perspectives de la titrisation en France :

Jean Michel Charpin, responsable de la gestion actif-passif à la BNP rappelle que « compte tenu de la conjoncture, le crédit est orienté à la baisse. On note une chute des besoins de financement.

²² Federal National Mortgage Association, Federal Home Loan Mortgage Corporation, Government National Mortgage Association

²³ Option Finance, La titrisation a t-elle un avenir, n°381, 4 décembre 1995

On ne peut donc pas dire que les banques françaises ont un problème de liquidité ou de gestion de leur bilan. D'autant que pour la plupart [elles] bénéficient de ressources stables ». Il rappelle en outre, le coût élevé d'un montage de titrisation en terme d'investissement informatique et de traitement de l'information (centralisation des créances et étude historique des paiements), qui reste rédhibitoire pour un certain nombre d'acteurs de la place. Il faut cependant noter que les banques françaises, même si elles ne connaissent pas de problèmes de refinancement, n'ont pas atteint les taux de rentabilité des banques anglo-saxonnes. La titrisation est un outil qui permet une meilleure gestion des ratios prudentiels et qui peut être utilisé pour accroître la rentabilité des fonds propres d'une banque (cf. infra).

La loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996, en autorisant la réémission de parts devrait en outre favoriser le développement de la titrisation en réduisant le coût des montages. En effet le FCC s'il peut à la fois se recharger en créances et réémettre des parts aura une durée de vie illimitée. Les coûts fixes de l'opération seront amortis sur une durée plus longue. La mise en place d'un tel FCC permettra de plus l'émission de parts plus liquides, par une politique d'assimilation comme sur les marchés obligataires classiques.

Certains s'accordent à penser que seule une reprise de la demande de crédit pourrait inciter d'avantage les établissements de crédit à titriser. Mais en regard des mutations que connaît actuellement le système bancaire français, la titrisation s'avère un outil à ne pas négliger dans un contexte d'optimisation des fonds propres et d'amélioration du coût du capital pour les banques. La titrisation connaît aussi un regain d'intérêt de la part des établissements financiers dont la situation financière se dégrade, tout comme le cantonnement.

Enfin, les émissions des FCC sont notées AAA, ce type de « papier » est rare en France et les investisseurs en sont de plus en plus demandeurs.

II.2. Titriser et cantonner pour une gestion globale du bilan :

Les motifs d'utilisation de la titrisation diffèrent d'un cédant à un autre. Une opération de titrisation peut être montée pour permettre une amélioration de la solvabilité de l'établissement cédant, pour diversifier ses sources de refinancement, pour accroître la rentabilité de ses fonds propres ou pour répondre à une volonté de concentrer son activité sur la prestation de services. Mais contrairement au cantonnement, la finalité d'une titrisation n'est pas un nettoyage du bilan, puisque les actifs titrisés sont obligatoirement performants.

II.2.1. Rappel des différentes contraintes réglementaires pesant sur le bilan des établissements financiers :

Le Comité de Bâle, qui a réuni en juillet 1988 les gouverneurs des banques centrales des pays du « Club des dix »²⁴, a défini des normes et des ratios prudentiels, dont le ratio Cooke, en vue d'une harmonisation et d'une convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres pour les banques à vocation internationale. Celles-ci sont tenues de répondre à des critères de solvabilité et de capitalisation minimum sur une base consolidée dès la fin de l'année 1992.

²⁴ Allemagne, Belgique, Canada, Espagne, Etats-Unis, France, Grande-Bretagne, Hollande, Italie, Japon, Suisse

Les préconisations du Comité de Bâle ont été suivies par l'établissement de normes européennes (Directive n°89/647), dont le ratio européen de solvabilité, applicable à l'ensemble des banques de l'UE (à vocation internationale ou non).

Les ratios que doivent respecter les banques depuis 1992 sont les suivants :

Ratio Cooke et Européen

- fonds propres / total des actifs pondérés > 8%
- noyau dur > 50% des fonds propres (noyau dur > 4 % des actif pondérés)

avec *noyau dur* = capital + réserves publiées + bénéfices

fonds propres = noyau dur + autres réserves + titres subordonnés à durée indéterminée + dettes subordonnées à terme + provisions risques pays

total des actifs pondérés = somme des engagements pondérés sur le bilan et le hors bilan

Les principales pondérations sont les suivantes (plus le risque est élevé plus la pondération l'est aussi) :

Crédits privés court /moyen terme	Engagements hors bilan se substituant à des crédits	Crédits hypothécaires	Crédits aux collectivités locales	Engagements interbancaires à court terme	Engagements interbancaires à long terme sur pays OCDE	Crédits aux Etats OCDE
100%	100%	50%	20%	20%	20%	0%

Le coût en fonds propres d'une opération de bilan classique s'échelonne donc entre : 0% (8%*0%), 1,6% (8%*20%), 4% (8%*50%) et 8% (8%*100%).

Cependant il faut aussi tenir compte de la contrainte de fonds propres durs pour évaluer le coût en fonds propres attaché à une opération de crédit et du choix de répartition fonds propres dur / autres fonds propres de la banque. Plus la banque choisi de renforcer son noyau dur plus le coût du prêt sera élevé, la rémunération de ce noyau dur étant plus importante que celle des autres fonds propres (notamment pour les banques anglo-saxonnes à rentabilité élevée)²⁵.

Coefficient de liquidité :

- actifs inférieurs à un mois / passifs inférieurs à un mois > 100%

Coefficient de fonds propres et de ressources permanentes :

- Ressources à plus de 5 ans / emplois à plus de 5 ans > 60%

Face à la mise en place de ces normes prudentielles les banques françaises ont été dans l'obligation d'accroître leurs fonds propres parallèlement au développement de leur activité (l'un et l'autre étant désormais corrélés).

²⁵ Banques : normes et réglementations comptables, éditions Francis Lefebvre, février 1994

L'augmentation des fonds propres peut se faire de deux manières :

- par génération interne avec la mise en réserve des bénéfices, qui dépend de deux paramètres la capacité bénéficiaire des banques mesurée par le taux de rentabilité des fonds propres par exemple (qui est peu élevée pour la plupart des banques françaises en comparaison avec leurs homologues anglo-saxonnes) et le taux de distribution des dividendes qui est appelé à augmenter en France en raison de son faible niveau actuel.
- par appel aux capitaux externes, qui lui aussi est conditionné par la rentabilité des banques. Les fonds propres nouvellement levés doivent offrir la même rentabilité que celle qui résulte des ratios de capitalisation du marché si la banque veut trouver des investisseurs. Les valeurs bancaires françaises ont encore des ratios de capitalisation faible (PER), ce qui impose au banque d'avoir des taux de rentabilité élevés pour pouvoir lever des fonds.

La titrisation et le cantonnement apparaissent donc comme des solutions alternatives aux contraintes prudentielles et de fonds propres auxquelles sont soumises les banques, en libérant une partie de ces fonds propres.

Par ailleurs les nouvelles restrictions réglementaires et notamment le ratio de solvabilité ont incité les banques à reconsidérer leurs emplois alimentés par des ressources plus rares et plus coûteuses. Les banques ont tout intérêt à privilégier les risques à faible pondération, et parmi les risques pondérés à 100% à sélectionner les crédits les plus rémunérateurs au regard du risque encouru.

La titrisation et le cantonnement sont ainsi à la fois des moyen de financer des prêts octroyés par les établissements de crédit et un mode de gestion de leur bilan.

II.2.2. Le cantonnement et la titrisation : des outils de gestion des ratios prudentiels et de refinancement :

II.2.2.1. L'intérêt du cantonnement :

Intérêts pour l'établissement financier :

Le ratio de solvabilité exige que les établissements de crédits disposent en permanence d'une quotité de Fonds propres au moins égale à 8% du montant total des crédits consentis aux emprunteurs de la banque. Le niveau des provisions à effectuer sur les créances était tel que les établissements de crédit ont réalisé des pertes entamant les fonds propres. Le respect impératif du ratio cooke ordonnait soit d'augmenter le numérateur (alors inenvisageable) soit de réduire le dénominateur.

-Le cantonnement permet dans un premier temps de diminuer le dénominateur ; il entraîne aussi une rentrée de trésorerie immédiate ou échelonnée en échange du transfert des actifs. Ces disponibilités permettront à l'établissement de les réallouer à des actifs plus rentables.

Le cantonnement permet enfin de ne pas détériorer le dénominateur, car la moins value estimée sur les actifs transférés est souvent supportée par les actionnaires qui garantissent le montage.

L'opération n'a pas que des avantages pour l'établissement de crédit, il se peut qu'il participe au coût de portage en prêtant la somme nécessaire à l'achat des actifs à un taux préférentiel. C'était le cas du Crédit Lyonnais qui prêtait à 85% du TMM à la société chargée du soutien financier.

Intérêt pour l'actionnaire :

Il s'agit d'un intérêt à court terme : les pertes de la filiale ne sont pas immédiatement provisionnées mais peuvent faire l'objet d'un étalement. En transférant à des sociétés de cantonnement, l'actionnaire ne paie que les agios et les moins values sont étalées. Ainsi dans le montage du Comptoir des Entrepreneurs, les actionnaires supporters, ont eu la possibilité d'étaler la moins value estimée sur les actifs transférés.

II.2.2.2. Impact de la titrisation sur le bilan de l'établissement de crédit cédant en terme de fonds propres :

La titrisation comme le cantonnement permettent à l'établissement de crédit cédant de rendre liquide des actifs qui n'avaient pas vocation à l'être immédiatement et d'alléger le bilan de la banque en terme prudentiel.

II.2.2.2.1. Une économie de fonds propres

Valorisation de l'économie en fonds propres que permet la titrisation d'un nouveau crédit, exemple inspiré de l'ouvrage de Paul Gagey, aux éditions SEFI 1990, La titrisation : guide de l'investisseur :

Soient : C = 14% coût des fonds propres de la banque après impôts
 IS = 36% impôt sur les sociétés
 I = 7% taux d'intérêt sur emprunt
 P = pondération Cooke
 R = 8% ratio Cooke

Substituer du capital à de la dette représente une charge égale à : $R \cdot P (C - I (1 - IS))$

D'où l'économie en fonds propres réalisée par la titrisation en fonction de la pondération :

Pondération	Gain en points de base
100	76
50	38
20	15

Cet exemple est simplifié dans la mesure où il part des hypothèses suivantes :

- la banque paie l'impôt sur les sociétés,
- ses actionnaires exigent un taux de rentabilité calculé par rapport à une moyenne de place,
- la fiscalité des dividendes qui dépend de l'avoir fiscal ou du régime mère-fille, n'est pas prise en compte.

De plus :

- le refinancement par la titrisation se fait au même taux que celui de la dette.
- les crédits titrisés portent un intérêt supérieur au taux de la dette.

Remarque : ce tableau évalue le gain en fonds propres que permet une titrisation, mais ne traduit pas le coût de l'opération elle-même. De plus au regard de la théorie financière, il faudrait tenir compte de la variation du risque global de l'entreprise (lié au remplacement d'un financement plus risqué par une ressource moins risquée).

Cette variation doit être répercutée sur le taux de rentabilité des fonds propres qui ne devrait donc pas être défini *a priori* comme il l'est dans l'exemple.

En cédant des crédits consommateurs de fonds propres, la banque peut réallouer ces sommes vers des activités à pondération Cooke inférieure comme pour le cantonnement.

La récente titrisation menée par Natwest²⁶ pour un montant de 5 milliards de dollars, d'un portefeuille de prêt à 300 entreprises européennes et américaines, témoigne d'une volonté nouvelle de la part des banques qui utilisent ce type d'opérations. Une banque peut décider de ne plus financer des portefeuilles de prêts importants mais sans rentabilité, et au contraire allouer les sommes libérées par la titrisation à des activités plus rentables ou des opérations de croissance externe.

II.2.2.2. Un outil de gestion des ratios de solvabilité :

En décembre 1995, la Casen lançait une opération de titrisation afin d'améliorer son ratio Cooke. Le Directeur Financier de la Casen déclarait ainsi « nous avons décidé de titriser une partie de nos créances immobilières car notre ratio Cooke s'affaiblissait face au développement de notre production de crédit. L'opération Amaren va nous permettre de gagner au moins 0,5% de ratio »²⁷.

Les effets de la titrisation sur la solvabilité de l'établissement cédant²⁸ peuvent être explicités au travers de l'exemple suivant :

Soit une banque B :

BANQUE B, bilan avant titrisation, en milliards de francs :

ACTIF		PASSIF	
Créances :	100	Fonds propres	8
		Dettes	92
TOTAL	100	TOTAL	100

Hypothèses :

- les créances sont pondérées à 100%, le ratio de solvabilité de la banque est donc de 8%,
- le taux des crédits est de 7% et celui de la dette de 6%, la marge financière est donc de 1%,
- les charges d'exploitation, représentant les frais généraux et le coût des risques commerciaux, sont de 0,5 milliards,
- nous raisonnerons hors IS pour simplifier le calcul.

D'où : BANQUE B, compte de résultats avant titrisation, année n, en milliards de francs :

PRODUITS		CHARGES	
Produits financiers	7	Charges financières	5,52
		Charges d'exploitation	0,5
TOTAL	7	TOTAL	6,02

²⁶ Les Echos, Dossier titrisation, Les banques françaises restent à convaincre, lundi 18 novembre 1996

²⁷ Option Finance, La titrisation a-t-elle un avenir, n°381, 4 décembre 1995

²⁸ Gestion actif passif et tarification des services bancaires, Michel Dubernet, Economica, janvier 1997

Ratio de solvabilité	8%
Résultat brut en milliards de francs (RB)	0,98
Rentabilité des fonds propres avant impôt (RB / FP)	12,25%

Supposons que la banque titrise 10 milliards de francs de crédits.

Hypothèses :

- le coût global de l'opération est de 20 points de base de plus qu'une émission de dette classique (ce qui correspond à la norme sur les opérations menées par les banques actuellement). Ce coût inclus les frais de montage et de gestion, la rémunération des investisseurs sur les parts prioritaires et les parts subordonnées. Le refinancement par titrisation est donc de 6,2% (contre 6% pour la dette).
- nous supposons que la titrisation permet une économie de 8% sur les fonds propres (plafond de la réglementation),
- l'établissement cédant conserve son niveau de fonds propres inchangé.

BANQUE B, bilan après titrisation, en milliards de francs :

La banque a utilisé la trésorerie en provenance de la titrisation pour réduire son endettement.

ACTIF		PASSIF	
Créances :	90	Fonds propres	8
TOTAL	90	Dettes	82
		TOTAL	90
TITRISATION			
Crédits titrisés :	10	Titrisation (à 6,2%)	10
Total rémunéré	100	Total à rémunérer	100

Le nouveau compte de résultat de la banque est :

PRODUITS		CHARGES	
Produits financiers	7	Charges financières	4,92+0,62
TOTAL	7	Charges d'exploitation	0,5
		TOTAL	6,04

Ratio de solvabilité	8,89%
Résultat brut en milliards de francs	0,96
Rentabilité des fonds propres avant impôt	12,00%

Le ratio de solvabilité de la banque s'améliore en passant de 8 à 8,89%. Mais son résultat brut et la rentabilité de ses fonds propres sont affectés par le refinancement à 6,2% (la titrisation) au lieu de 6% d'une partie d'encours dont elle assure la gestion (les 10% de crédits titrisés).

Dans la réalité on notera que les crédits titrisés sont déconsolidés des comptes de la banque au moment de la cession, mais la plus value liée à la cession et/ou le boni de liquidation qui sont au profit du cédant correspondent à une actualisation de la marge accumulée par le FCC. On peut donc les assimiler à une marge que conserverait la banque. De plus la banque cédante garde dans la plupart des cas le recouvrement des créances, rémunéré par une commission de gestion.

Dans la pratique, la banque ne récupère pas l'intégralité de ce que lui rapportait les crédits avant la titrisation, une partie de la marge sur les créances étant conservée dans le FCC pour couvrir les risques de pertes.

II.2.2.2.3. Un outil de refinancement à des conditions avantageuses :

Le montage d'une opération de titrisation via un FCC est construit de sorte à obtenir la meilleure notation possible, grâce notamment aux garanties mises en place et à la sélection des créances. La titrisation permet donc aux banques d'accéder aux marchés financiers même si leur propre note a été abaissée. C'est notamment pour cette raison que des établissements comme la Compagnie Bancaire ont eu recours à cette technique. « Nous avons lancé nos premières opérations pour prévenir une dégradation de notre notation, et aussi afin de toucher les investisseurs institutionnels ayant pour politique d'investir dans du papier noté AAA », explique Denis Wallerich, responsable de la titrisation à la Compagnie Bancaire²⁹. En décembre 1995, le montant total des opérations de titrisation de la Compagnie Bancaire était de 25 milliards d'encours, soit une économie de 2 milliards de fonds propres.

De plus les marchés obligataires en France sont aujourd'hui fortement occupés par l'Etat, qui absorbe la quasi totalité des liquidités du marché domestique et fragilise ainsi les émetteurs privés et donc les banques. La titrisation leur permet de lever des fonds grâce à une émission AAA.

II.2.3 La titrisation un outil qui permet également d'améliorer la rentabilité des fonds propres de la banque cédante :

En réduisant la taille de l'actif de la banque cédante, la titrisation permet d'accroître la rentabilité de ses fonds propres si elle parvient à les réduire à due concurrence en maintenant son niveau d'activité. Pour que ce double phénomène conduise à un accroissement de la rentabilité des fonds propres, la banque doit utiliser la titrisation comme un moyen de financement récurrent pour une fraction significative de son bilan, doit déjà disposer d'un taux de rentabilité de ses fonds propres significatif et doit avoir pour objectif d'accroître cette rentabilité. Par exemple la Citibank a une rentabilité nette de 20%, cette performance selon les analystes de Goldman Sachs³⁰ s'explique en partie par une utilisation de la titrisation pour son compte par la banque depuis une dizaine d'années. Ils estiment que cette rentabilité serait inférieure de 3 à 4% sans l'usage de la titrisation.

Si une banque ne raisonne que du point de vue de son résultat net, elle aura tendance à ne pas utiliser la titrisation car la mise en place d'une telle opération a un coût financier auquel il faut ajouter des frais de gestion, donc un impact immédiat négatif sur le compte de résultat. Cependant si la réduction relative de fonds propres que permet la titrisation est supérieure à la baisse relative du résultat net alors le ratio « résultat net / fonds propres » va s'améliorer. Dans la pratique les fonds propres libérés par la titrisation sont rarement intégralement remboursés mais réalloués à des activités plus rentables qui permettent d'accroître le résultat net et donc la rentabilité des fonds propres de la banque. On notera que si la banque fait des pertes, elle aura d'autant moins intérêt à titriser.

²⁹ cf. note précédente

³⁰ Banque, n°581, mai 1997

Calcul de cet effet de levier sur la rentabilité des fonds propres et contraintes qui lui sont associées³¹ :

Nous allons montrer que la titrisation permet d'améliorer la rentabilité des fonds propres d'une banque à condition que :

- cette rentabilité soit initialement supérieure au taux d'intérêt de sa dette
- son ratio de solvabilité soit suffisant.

Soit la banque B, utilisée pour la démonstration du paragraphe « II.2.2.2.2 : un outil de gestion des ratios de solvabilité » :

BANQUE B, bilan avant titrisation, en milliards de francs :

ACTIF		PASSIF	
Créances :	100	Fonds propres	8
		Dettes	92
TOTAL	100	TOTAL	100

En conservant les mêmes hypothèses que précédemment :

PRODUITS		CHARGES	
Produits financiers	7	Charges financières	5,52
		Charges d'exploitation	0,5
TOTAL	7	TOTAL	6,02

Ratio de solvabilité	8%
Résultat brut en milliards de francs (RB)	0,98
Rentabilité des fonds propres avant impôt (RB / FP)	12,25%

La banque B va titriser 10% de ses crédits et utiliser les liquidités ainsi obtenues pour rembourser une partie de ses fonds propres (en maintenant son ratio de solvabilité à 8%): soit en rachetant ses propres actions, soit en attribuant à ses actionnaires un super dividende, et une partie de sa dette (à due concurrence).

Nous partons de l'hypothèse que la taille du bilan de la banque B ne varie pas dans le temps.

BANQUE B, bilan et compte de résultat après titrisation et restitution d'une partie de ses fonds propres à ses actionnaires, en milliards de francs :

ACTIF		PASSIF	
Créances :	90	Fonds propres	7,2
		Dettes	82,8
TOTAL	90	TOTAL	90
TITRISATION			
Crédits titrisés :	10	Titrisation (à 6,2%)	10
Total rémunéré	100	Total à rémunérer	100

³¹ Gestion actif passif et tarification des services bancaires, Michel Dubernet, Economica, janvier 1997

Le nouveau compte de résultat de la banque est :

PRODUITS		CHARGES	
Produits financiers	7	Charges financières	4,968+0,62
		Charges d'exploitation	0,5
TOTAL	7	TOTAL	6,088

Ratio de solvabilité	8,00%
Résultat brut en milliards de francs	0,912
Rentabilité des fonds propres avant impôt	12,66%

Dans cet exemple la titrisation associée à un remboursement de la dette et des fonds propres, permet un accroissement de la rentabilité des fonds propres non négligeable : de 12,25% à 12,66%.

Mais l'effet de levier sur la rentabilité des fonds propres autorisé par la titrisation, peut se transformer en effet « massue » si un certain nombre de conditions préalables ne sont pas remplies par la banque cédante.

Exemple de l'effet massue de la titrisation sur la rentabilité des fonds propres d'une banque :

Soit la banque C suivante :

Toutes les hypothèses posées pour la banque B sont conservées sauf le calcul des charges d'exploitation et des risques commerciaux qui sont de 1,1 milliards de francs.

BANQUE C, bilan et compte de résultat avant titrisation, en milliards de francs :

ACTIF		PASSIF	
Créances :	100	Fonds propres	8
		Dettes	92
TOTAL	100	TOTAL	100

PRODUITS		CHARGES	
Produits financiers	7	Charges financières	5,52
		Charges d'exploitation	1,1
TOTAL	7	TOTAL	6,62

Ratio de solvabilité	8%
Résultat brut en milliards de francs (RB)	0,38
Rentabilité des fonds propres avant impôt (RB / FP)	4,75%

BANQUE C, bilan et compte de résultat après titrisation et restitution d'une partie de ses fonds propres à ses actionnaires, en milliards de francs :

ACTIF		PASSIF	
Créances :	90	Fonds propres	7,2
TOTAL	90	Dettes	82,8
		TOTAL	90

TITRISATION			
Crédits titrisés :	10	Titrisation (à 6,2%)	10
Total rémunéré	100	Total à rémunérer	100

Le nouveau compte de résultat de la banque est :

PRODUITS		CHARGES	
Produits financiers	7	Charges financières	4,968+0,62
TOTAL	7	Charges d'exploitation	1,1
		TOTAL	6,688

Ratio de solvabilité	8,00%
Résultat brut en milliards de francs	0,312
Rentabilité des fonds propres avant impôt	4,33%

La rentabilité des fonds propres de la banque C se dégrade, malgré la réduction de ses fonds propres. La variation relative du résultat (-18%) étant supérieure à la variation relative des fonds propres (-10%).

Titriser et rembourser une partie des fonds propres conduisent à deux effets **sur les comptes du cédant** :

- actuellement un refinancement par titrisation a un surcoût par rapport à une émission obligataire classique sur les marchés français, ce qui n'est pas le cas sur les marchés américains arrivés à maturité.
- le cédant remplace des fonds propres par de la dette à son passif, ses frais financiers augmentent donc à due concurrence de l'économie de fonds propres.

Dans les exemples développés ci-dessus, le résultat de la banque cédante est influencé de manière négative par la titrisation, car le coût de l'émission lié à la titrisation est supérieur à celui d'un emprunt obligataire. Pour que les résultats de l'établissement s'améliorent il serait nécessaire que la titrisation soit moins onéreuse que la dette de sorte à compenser l'accroissement des frais financiers lié au remplacement des fonds propres par de la dette. Par exemple pour un montant de 100 de créances titrisées, pondérées à 100% et des taux de marché à 6%, il suffirait que la titrisation soit moins chère de 48 points de base ($8 \times 0,06 / 100$) pour compenser l'effet de substitution (hors imposition et hors rémunération des fonds propres). Or actuellement en France la titrisation (les émissions de parts de FCC) représente un surcoût par rapport à une émission obligataire.

Pour bénéficier de l'effet levier, les banques françaises doivent non seulement avoir des ratios de solvabilité aux normes prudentielles, mais disposer d'une rentabilité des fonds propres suffisante avant titrisation.

Ce seuil de rentabilité est propre à chaque établissement cédant mais doit dans tout les cas être supérieur au taux de la dette pour que la substitution fonds propres / dettes soit avantageuse. Trois facteurs influencent la valeur de ce seuil :

- plus les taux du marché sont élevés plus la valeur du seuil l'est,
- plus le surcoût de la titrisation est important plus le seuil augmente,
- plus le ratio de solvabilité de l'établissement cédant est important, plus l'effet multiplicateur l'emporte sur l'effet résultat.

La titrisation est d'autant plus efficace que les taux sont bas et que la rentabilité des fonds propres du cédant est élevée. Notons que dans la pratique le remboursement des fonds propres est difficile à réaliser en France.

NB : en utilisant le même exemple que précédemment avec une banque B dont les créances croissent de 25% par an, une redistribution de l'accroissement des bénéfiques aux actionnaires sans remboursement de fonds propres, et un montage de titrisation de ce surplus de créances, la rentabilité des fonds propres croît de manière encore plus significative.

L'effet levier est encore assez peu appréhendé par les banque françaises du fait de leur niveau de rentabilité et du surcoût de la titrisation, par contre il est utilisée par les banques anglo-saxonnes qui disposent d'une bonne rentabilité

II.2.4. Conséquences de la titrisation sur l'activité de l'établissement cédant :

En allégeant le bilan par la sortie de créances et en dégageant des ressources précédemment bloquées, la titrisation permet à l'établissement de réallouer des ressources selon ses priorités et de recentrer son développement sur des activités stratégiques. La titrisation autorise à la fois une gestion plus souple des bilans bancaires et facilite la spécialisation et la rationalisation des métiers bancaires. La banque cédant une partie de ses créances peut concentrer le reste de son activité sur des métiers cibles qu'elle a choisi de développer ou encore utiliser la trésorerie ainsi déagée pour mener des opérations de croissance externe.

La mise en place du montage oblige la banque a considérablement améliorer la gestion de son portefeuille de créances, et lui permet de mesurer la rentabilité de chaque client : en précisant les différentes composantes de sa marge. Cette identification favorise une amélioration de la productivité et de la compétitivité des réseaux bancaires et pourrait donc permettre une réduction du coût du crédit, élément très important dans un contexte de concurrence accrue entre les banques commerciales.

La titrisation offre en outre l'extrême avantage pour une banque de transformer une marge (incertaine et variable) en une commission. Certes la titrisation permet de dégager immédiatement une plus ou moins value liée au différentiel entre le taux des crédits et le taux du marché, mais sur le plan des résultats, l'établissement substitue un résultat immédiat (positif ou négatif) et des commissions futures à une marge financière future et incertaine. La titrisation est donc aussi un outil de gestion du compte de résultat pour l'établissement cédant.

En conservant le recouvrement des créances, l'établissement cédant maintient la relation commerciale avec son client. Cependant la titrisation modifie le métier de banquier, son activité de transformation est remplacée par une activité de service.

II.2.5. Les limites des instruments de cantonnement et de titrisation :

II.2.5.1. Le cantonnement :

- La limite du cantonnement est le coût de portage. En effet, sur le long terme, le financement de la structure *ad hoc* qui comprend les intérêts sur le prêt et les moins values sur les actifs peut être très supérieur aux provisions qu'il faudrait constater immédiatement.

- Le cantonnement a pour but d'attendre l'embellie sur le marché immobilier, cependant les sociétés de cantonnement ont découvert que certaines créances comprennent une forte proportion de non valeur : dans leurs créances sur les promoteurs et marchands de biens, les banques ont inclus des commissions et agios impayés. La facture est d'autant plus lourde pour le garant que l'établissement aura faiblement provisionné (entre 40 et 60%), alors que certaines créances nécessitent un taux de 90%.

- Les créances ne rendent pas propriétaire de la totalité de l'immeuble mais d'une fraction d'immeuble seulement. Il est alors difficile de réaliser des opérations au moment opportun. Une issue théorique consiste à échanger des créances jusqu'à devenir propriétaire intégral d'un immeuble. Mais ce genre de troc est assez peu réaliste. Il bute sur la difficulté de donner une valeur aux créances, chacun ayant l'impression que la sienne vaut plus que celle du voisin.

- C'est une opération qui nécessite un soutien de l'Etat. En effet, il faut tout le poids de l'Etat pour justifier que l'opération n'est pas anticoncurrentielle. Et quand l'Etat est garant du montage, les structures *ad hoc* doivent faire l'objet d'une loi.

Une autre sortie possible ? :

En 1997, les créances douteuses immobilières représentent encore dans le bilan des établissements financiers français entre 150 et 200 milliards de francs. Le marché immobilier n'a pas encore connu de reprise hormis le premier semestre 1994, il n'apparaît donc pas comme une sortie possible. Par ailleurs, le portage d'actifs peu rentables commence à coûter cher. Il faut maintenant sortir ces créances du bilan, au prix d'un provisionnement supplémentaire et trouver un acquéreur.

Une issue possible semble se dessiner avec l'arrivée d'un marché secondaire des créances immobilières douteuses. En effet, certains établissements financiers ont transformé leur portefeuille de créances en l'espace de deux, trois ans : des conciliations ont été réalisées lorsqu'elles étaient possibles et les dossiers difficiles se sont soldés en redressement ou liquidation judiciaire.

Les acheteurs sont essentiellement anglo-saxons, ce sont des fonds spécialisés dans les investissements immobiliers. Depuis cinq ans, ils ont réalisé des opérations de grande ampleur aux Etats-Unis, leur permettant de développer des procédures d'analyse de risque et de structuration de l'information et des techniques financières leur permettant de valoriser les flux futurs sur les créances. La France présente actuellement les caractéristiques des Etats-Unis d'il y a cinq ans, avec un démarrage sur des créances fortement décotées.

Pour l'instant les transactions portent sur des portefeuilles de créances bien définis. Il s'agit de portefeuilles de créances sur les professionnels de l'immobilier, marchands de biens ou promoteurs, constitués dans les années 1988 à 1993 et dont le but a été l'acquisition d'immeubles ou de programmes essentiellement à Paris ou en région parisienne.

Les cessions de portefeuilles de créances immobilières en France³² :

Vendeur	Date	Valeur du portefeuille cédé	Nature des créances	Acheteur
Barclays France	Déc 1995	870 MF	Créances aux professionnels de l'immobilier : crédits promoteurs pour des immeubles de bureaux et d'habitation à Paris et région parisienne	Lehman Brothers Cargill, Lafayette Partenaires
Crédisuez	Fév 1996	745 MF	Crédits aux professionnels de l'immobilier et actifs immobiliers	Whitehall Street Real Estate (Goldman Sachs), Shaftesbury international Holdings, Vines Management
UAP	Juin 1996	3.200 MF	Créances sur des immeubles de bureaux et d'habitation et des locaux commerciaux situés principalement à Paris et en région parisienne.	Whitehall Street Real Estate
Crédisuez	Nov 1996	4.400 MF	na	Whitehall Street Real Estate
CDR	Déc 1996	1.000 MF	na	GE capital

Ces opérations sont très rentables pour les fonds d'investissement, qui attendent des TRI de 25 à 30%. L'opération consiste à racheter des créances en bloc décotées (de l'ordre de 70%) et à les revendre au détail à des prix supérieurs. Hormis la vente des actifs saisis qui actuellement est suspendue à une reprise du marché, les investisseurs peuvent revendre leurs créances à d'autres investisseurs par des techniques de titrisation. Ils cèdent ces créances désormais largement provisionnées à une structure *ad hoc* qui se refinance sur les marchés.

Ces opérations font ressortir des prix d'acquisition des créances qui sont souvent inférieurs à leur valeur comptable, même après provisions. L'établissement de crédit n'échappe pas à un effort supplémentaire de provisionnement. Ce mouvement devrait pourtant continuer : ainsi le CDR a mis en vente en novembre 1996, un portefeuille de créances immobilières d'une valeur nominale de 1 milliard de francs, qui a été cédé à GE capital, seul investisseur à avoir répondu à l'appel d'offre.

II.2.5.2. Les limites de la titrisation :

Du fait de l'accroissement de la concurrence entre les banques en terme d'offre de crédit, leurs marges ont été progressivement réduites et une opération de titrisation les obligerait à constater immédiatement une moins value en cédant des créances accordées à taux préférentiels.

³² Banque n°572, Bertrand Schwab, juillet/Août 1996

La titrisation pose en outre les problèmes suivants pour l'établissement cédant en terme de refinancement en cas d'utilisation d'un fonds amortissable :

La banque cédante dans sa gestion actif passif tente d'adosser ses ressources et ses emplois en taux, en maturité et en devise, de sorte à amortir son passif grâce aux flux en provenance de son actif. Mais en remplaçant un refinancement initial par un nouveau via la titrisation, il se peut que les ressources auxquelles les créances étaient adossées ne soient pas facilement identifiables (elles ont été mélangées à un panier de ressources par exemple). Même si ces ressources sont identifiables, la titrisation ne les rend plus nécessaires et l'établissement aurait intérêt à les rembourser par anticipation, ou à les adosser à d'autres actifs ou encore à replacer l'excès de trésorerie sur les marchés, ou à « defeaser ». Mais dans la pratique la banque peut rencontrer plusieurs obstacles :

- le remboursement anticipé n'est pas toujours possible notamment lorsque les ressources ont été levées sur les marchés,
- si le coût du remboursement anticipé d'un emprunt à taux variable peut être modique, lorsqu'il s'agit d'un emprunt à taux fixe le coût peut s'avérer rédhibitoire (lorsqu'il y a baisse des taux)
- enfin, pour identifier à quelles ressources était adossé le portefeuille de créances titrisées, le cédant doit disposer de systèmes d'information performants.

Il est de plus difficile d'évaluer l'avantage d'un refinancement par titrisation en comparaison d'un refinancement par l'emprunt :

- les fonds amortissables (de type *pass through*) proposent un refinancement dont l'assiette se réduit en fonction du remboursement des parts, alors que sur le marché obligataire le remboursement se fait à l'échéance et intégralement. En pratique on calcule une durée de vie moyenne des parts afin de comparer leur coût à une dette obligataire in fine de maturité égale à cette durée de vie moyenne.
- par ailleurs ce calcul est assez approximatif car les fonds ont en réalité une durée de vie aléatoire et fonction du rythme des remboursements anticipés. Il convient de distinguer les fonds dont les parts sont émises à taux fixes et ceux dont les parts ont des taux variables, les premiers devant proposer une prime à l'investisseur pour compenser l'aléa du remboursement anticipé qui les place en risque de taux, alors que les seconds ne sont pas en risque de taux. Les parts à taux fixes ont donc un coût supérieur pour l'émetteur.

On notera cependant que l'utilisation d'un fonds rechargeable et la possibilité prochaine pour ce dernier de réémettre des parts devrait apporter des solutions aux contraintes énoncées ci-dessus. Une titrisation via un fonds rechargeable permet de fixer le profil d'amortissement à l'émission et celle-ci peut être assimilée à une émission obligataire *in fine*. Le cédant n'est pas obligé de libérer le passif associé aux créances, car ces dernières sont renouvelées, et peut utiliser librement la trésorerie reçue de la titrisation. Le profil d'amortissement des fonds rechargeables étant prédéterminé, l'émetteur n'aura pas à verser une prime pour compenser le risque de remboursement anticipé. Le coût d'une telle émission se rapproche du coût lié à une émission obligataire pour le cédant alors que la titrisation permet une économie de fonds propres ce que ne permet pas un financement obligataire.

L'économie en fonds propres qui résulte d'une opération de titrisation n'est pas toujours facilement quantifiable, surtout lorsque le cédant garantit le montage.

En effet l'octroi de garantie par l'établissement cédant peut supprimer tout le bénéfice de la titrisation sur les ratios prudentiels et l'économie en fonds propres.

Le règlement 93-07 relatif aux fonds propres a imposé de nouvelles mesures pour la comptabilisation des garanties données par l'établissement qui met en place une opération de titrisation (pour les opérations faites en France dans le cadre de la loi de 1988, et pour les opérations *off shore* assimilables).

Avant ce règlement les garanties données en couverture du montage, étaient pondérées à 100% dans la calcul des ratios prudentiels, le gain en fonds propres provoqué par la sortie des créances était à minorer du coût de ces engagements pondérés.

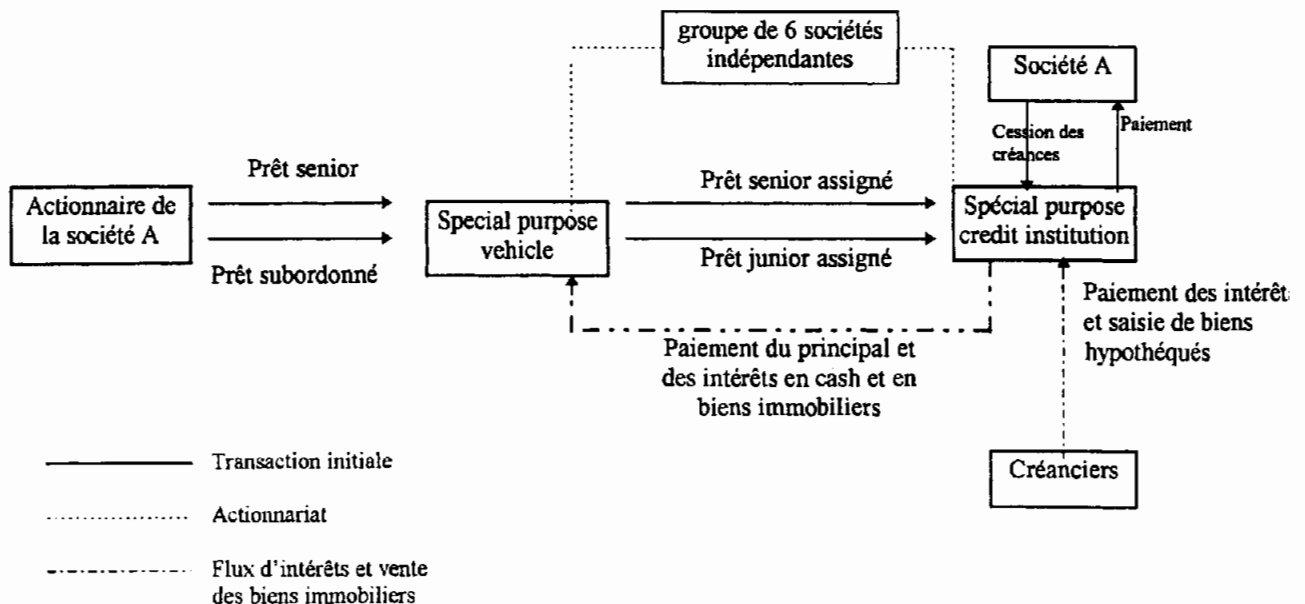
Le nouveau règlement impose aux banques qui titrisent et garantissent le montage de déduire directement ces garanties de leurs fonds propres pour le calcul des ratios prudentiels, cette déduction étant plafonnée à 8% et concerne toutes les formes de garanties. Cette mesure supprime tout l'avantage de la titrisation en terme de ratios prudentiels et d'économie de fonds propres pour le cédant qui garantit le montage, dès que la garantie excède 8% de l'encours titrisé. Le coût en fonds propres de cette garantie sera égale à celui de l'encours de créances titrisées pondérées à 8%, en terme prudentiel tout se passe ainsi comme si la banque n'avait pas sorti cet encours de son bilan.

Enfin pour pouvoir être titrisé, un crédit doit avoir un taux nominal supérieur aux taux du marché sur lequel il va être négocié, le différentiel servant à rémunérer l'investisseur, les arrangeurs et les garants de l'opération.

II.3. Opérations de cantonnement et de titrisation menées par des établissements de crédit français

II.3.1 Le cantonnement :

II.3.1.1. Montage proposé par un établissement de crédit pour effectuer le cantonnement d'actifs d'une société



Le montage :

La société A vend son portefeuille à une structure particulière ayant le label d'établissement de crédit. Cette institution financière est financée par des prêts accordés par un SPV. Les actionnaires de la société A prennent en charge la transaction en accordant un prêt au SPV.

Jusqu'à la maturité du montage, l'établissement de crédit gère le portefeuille de créances et perçoit en conséquence les remboursements en intérêts et en principal, vend les créances ou saisit les biens immobiliers. Un bien immobilier saisi sera revendu au SPV. le SPV, une foncière, a pour mission de vendre ces biens immobiliers dans les meilleures conditions possibles jusqu'à la liquidation totale de la structure.

Les résultats :

la société A peut vendre son portefeuille de créances au prix du marché à la date du montage et immédiatement enregistrer les pertes en capital inhérents à ces actifs. Cela est possible grâce au soutien du véhicule de cantonnement par les actionnaires qui ont arbitré entre la valeur future de ces créances et la valeur des actifs sous-jacents.

II.3.1.2. Le cas du Crédit Lyonnais : des techniques de sauvetage garanties par l'Etat

Appelés à se prononcer sur les solutions à mettre en oeuvre pour restaurer les comptes du Crédit Lyonnais, M. Haberer et M. Peyrelevade ont envoyé début novembre 1993 deux courriers confidentiels au Premier ministre³³. Tout les deux analysaient un redressement en trois points :

- la neutralisation des participations dans Aérospatiale et Usinor-Sacilor
- la mise en defeasance d'un portefeuille d'actifs immobiliers
- la recapitalisation du Crédit Lyonnais

Sur la défaisance, M. Haberer a déclaré : « l'Etat peut favoriser, au profit d'une banque qui joue un rôle majeur pour soutenir le marché immobilier, un amortissement sur 10 à 15 ans d'un risque de perte latent. Des 5 milliards de retard évalués par la Commission Bancaire en juillet 1993, on passerait à 12 milliards dans une vue plus perfectionniste ou plus pessimiste. Le principal problème est la confidentialité à l'égard des concurrents et, si elle n'est pas assurée, l'ampleur du chiffre construit au cours de ces dernières semaines peut faire problème.

La technique de la defeasance est fort compliquée, mais conforme à de nombreux précédents, par exemple ceux de Paribas, du CCF (...). Dans ce cas particulier, l'aide de l'Etat serait prise en charge par la différence entre le coût de la ressource et le revenu provenant de la gestion du portefeuille ».

M. Peyrelevade écrira avec une étonnante précision, alors que simplement pressenti à la succession de M. Haberer : « Une structure de « defeasance », mise en place au 1^{er} janvier 1994, recueillera 40 milliards de crédit immobiliers non performants, incluant une insuffisance implicite de provisions de 12 milliards de francs.

³³ Rapport de la commission d'enquête sur le Crédit Lyonnais, François d'Aubert/Phillipe Seguin, Assemblée nationale, 1994

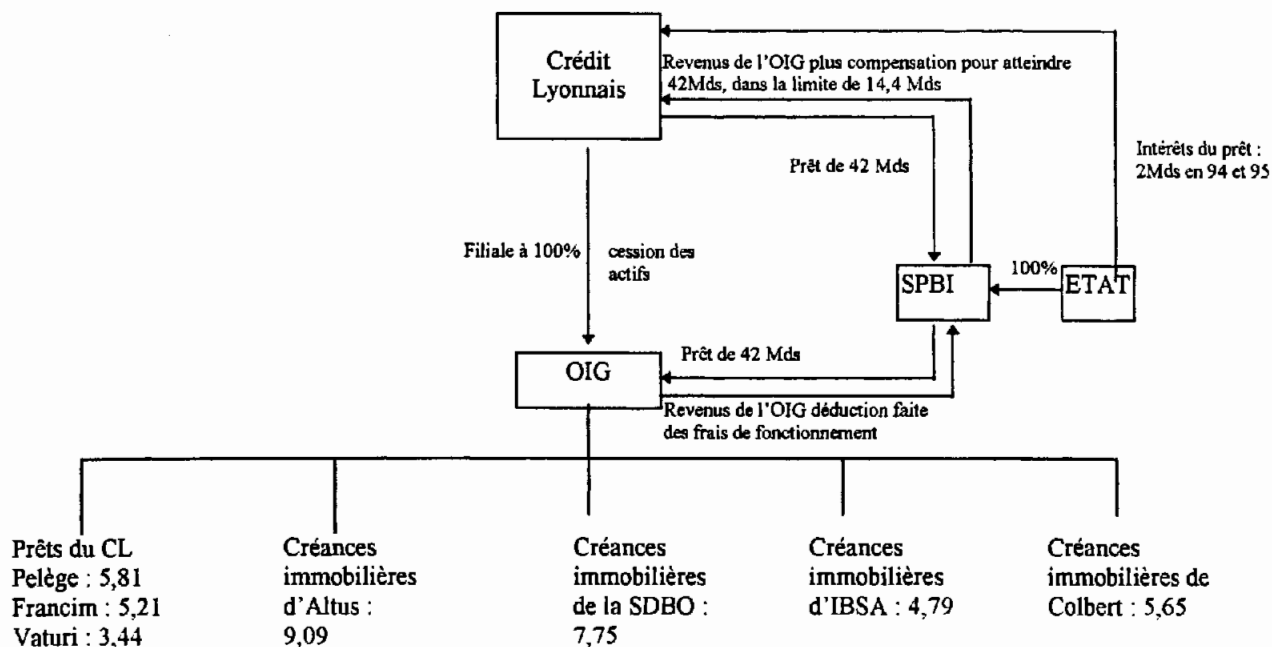
Cette structure dégagera les comptes du Crédit Lyonnais de l'ensemble des risques de pertes en principal et des charges de financement associés à ces actifs sans rendement et permettra d'étaler les uns et les autres dans le temps. Un intéressement de la banque au résultat final assurera que la gestion de la « deféasance » pour le compte de l'actionnaire sera à la fois attentive et efficace. Les modalités techniques, juridiques et fiscales de cette construction seront bien entendu arrêtées de façon à répondre la mieux possible à certaines préoccupations de l'Etat ».

C'est ce projet qui sera repris avec la création le 24 mars 1994 dans un premier temps d'une structure de cantonnement baptisée l'Omnium Immobilier de Gestion.

En effet, avec une simple recapitalisation de 4,9 milliards de francs, en 1993, le ratio de solvabilité européen ne pouvait être respecté à la fin de l'exercice 1993. Cela sera possible grâce à la mise en place de l'OIG, montage qui permet de ne pas prendre en compte des risques latents d'un montant de 14,4 milliards de francs. Ainsi le ratio de solvabilité du groupe qui s'établissait à 8,2% au 31 décembre 1992, sera même légèrement supérieur à 8,3% au 31 décembre 1993.

Selon ce montage, 42 milliards de francs d'actifs immobiliers ont été transférés, afin d'alléger le montant élevé des provisions (provisions latentes de 14,4 milliards de francs), et de réduire les coûts de portage d'actifs temporairement peu ou pas rentables (2% à 3% par an alors que le taux de refinancement s'établit de 7 à 8%) et d'assurer par une garantie partielle de l'Etat la couverture du risque de pertes lors de la cession des actifs.

Montage du premier plan de sauvetage :



A l'origine l'opération a un caractère temporaire. Elle permet d'optimiser à moyen terme, entre le 31 décembre 1993 et le 31 décembre 1998, la valeur du portefeuille immobilier du Crédit Lyonnais. La centralisation des moyens de gestion de l'ensemble des actifs concernés au sein de l'Omnium immobilier de gestion, société foncière filiale du Crédit Lyonnais, et la mise en place d'une garantie extérieure assurée par la Société de participation banque industrie (SPBI) ont pour objet de céder les actifs immobiliers dans des conditions optimales.

La SPBI est une société en nom collectif, initialement créée par le décret du 30 décembre 1993, constituée par l'Etat et Thomson-SIEG pour une durée de 5 ans, qui finance, grâce à un prêt du Crédit Lyonnais de 42 milliards de francs, l'acquisition des actifs effectuée par l'OIG. La SPBI couvre l'OIG contre le risque de dépréciation dans la limite de 14,4 milliards. L'Etat assure le financement du prêt en versant au Crédit Lyonnais une rémunération de 2 milliards en 1994 et autant en 1995 correspondant à la couverture des frais de portage des actifs. A partir de 1996, le prêt devait être rémunéré par l'intégralité des revenus perçus par la SPBI.

Il faut noter que pour des raisons d'ordre concurrentiel :

- l'Etat a souhaité que sa garantie soit limitée ; elle est donc plafonnée à 14,4 milliards
- le portage est à la charge du Crédit Lyonnais à partir de 1996

Cette dernière mesure est de nature incitative pour le Crédit Lyonnais et donc l'OIG : au delà du délai de deux ans, il ne trouvera avantage à conserver que des actifs dont le prix de cession ultérieur compensera les charges du portage.

La structure de cantonnement est placée sous le contrôle du Crédit Lyonnais. Toutefois, il ne comptabilise pas les moins values latentes car l'OIG ayant le statut d'établissement de crédit, il n'y a pas lieu de provisionner puisque cette somme est garantie par l'Etat, la garantie de l'Etat étant la meilleure qui puisse exister.

Toutefois, une année après la création de cette structure on s'est aperçu qu'il était impossible de vendre en cinq ans ces actifs sur un marché immobilier morose. A l'époque, l'immobilier perdait environ 10% tout les six mois, les pertes latentes étaient supérieures à la garantie de l'Etat. Par ailleurs, d'autres actifs non immobiliers nécessitaient un provisionnement massif. Il a fallu mettre en place un deuxième plan de sauvetage. L'idée de Monsieur Peyrelevade était d'obtenir une garantie illimitée de l'Etat. L'Etat la refusait à l'époque ; il fallait imaginer un montage qui ne venait pas léser les contribuables.

Le deuxième plan de sauvetage : mars 1995

Il s'agit d'un vaste cantonnement de 135 milliards d'actifs³⁴, articulés autour de trois pôles :

- le crédit Lyonnais qui cède ses actifs
- la SPBI détenue par l'Etat et créée lors du premier plan de sauvetage, par laquelle transitera le financement du cantonnement
- le Consortium de réalisation, créé pour les besoins du montage, filiale du Crédit Lyonnais, qui lui rachète ses actifs.

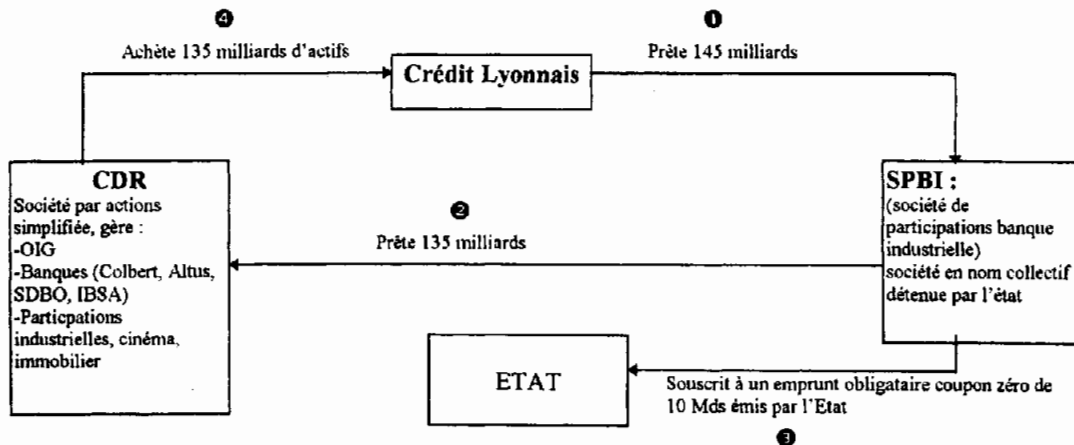
Les différences majeures avec le premier plan résident dans le fait que :

- les actifs concernés sont non seulement des actifs immobiliers compromis, mais aussi des actifs industriels et bancaires.

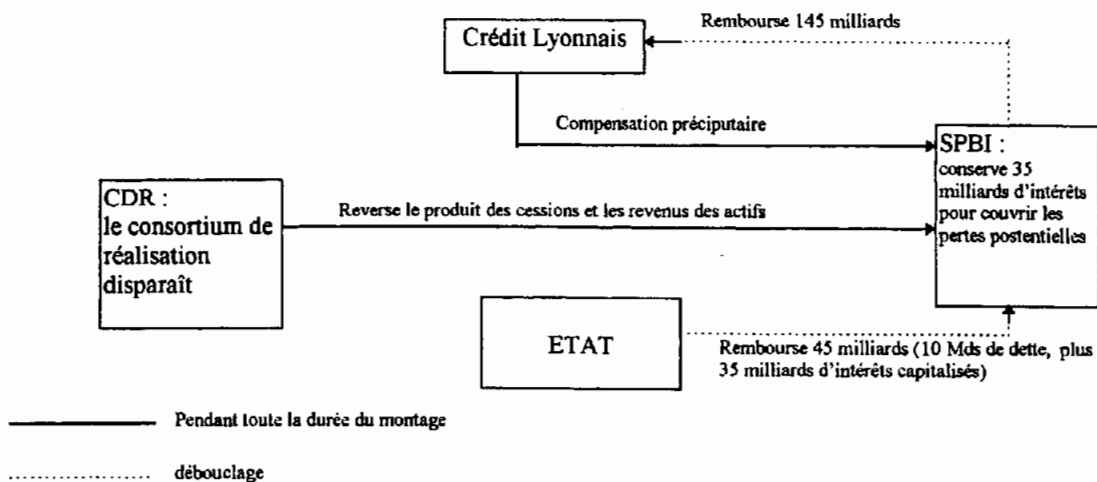
³⁴ Crédit Lyonnais : un plan complexe et beaucoup de questions, La Tribune Desfossés, Dominique Mariette, 20 mars 1995

- il s'opère une sorte de « surdimensionnement » en joignant aux actifs compromis porteurs de moins-values, des actifs sains susceptibles au contraire de générer des plus-values, provenant en partie de Clinvest et Clindus.
- la garantie de l'Etat sur les pertes extériorisées devient totale.

Le montage, en mars 1995 :



Le débouclage, au plus tard en 2014 :



Les liens entre le Crédit Lyonnais et SPBI :

La banque accorde un prêt de 145 milliards de francs. Le taux d'intérêt est avantageux avec 7% en 1995 et 85% du TMM, à partir de 1996. En contrepartie, la SPBI est chargée de financer l'ensemble du plan et de supporter les pertes extériorisées sur les cessions d'actifs, y compris les abandons de créances.

Sur les 145 milliards de francs, 135 milliards au maximum iront au CDR sous forme de prêt participatif et les 10 milliards restant servent à la SPBI à souscrire à des obligations d'Etat à coupon zéro : les intérêts seront capitalisés jusqu'à l'échéance au 31 décembre 2014.

Les moins-values envisageables seront compensées par :

- les intérêts sur ce prêt obligataire zéro coupon évalués à 35 milliards
- la contribution précipitaire calculée sur le bénéfice net part du groupe avant impôt du Crédit Lyonnais : 34% de ce bénéfice pour la fraction de celui-ci n'excédant pas 4% des fonds propres et 50% pour la fraction du résultat excédant 4% des fonds propres.
- les dividendes des actions du Crédit Lyonnais, que l'Etat placerait à terme dans la SPBI
- le produit de la privatisation des actions de la banque
- les plus values sur les actifs sains

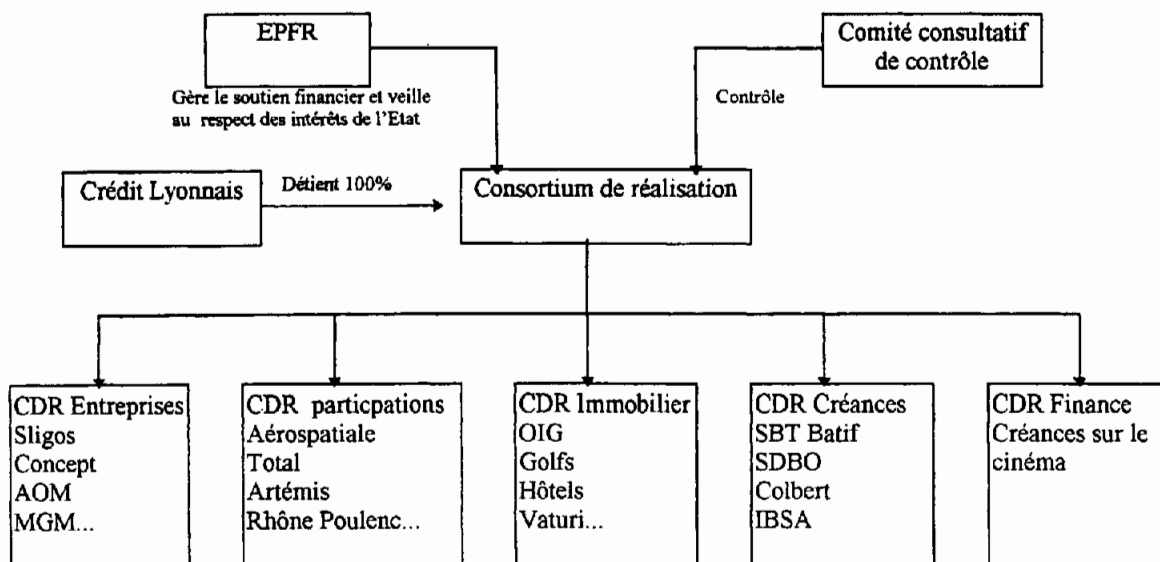
Liens entre la SPBI et le CDR :

Le CDR est une société par action simplifiée, qui reçoit de SPBI un prêt participatif maximum de 135 milliards de francs. Les intérêts seront égaux aux résultats nets dégagés chaque année par le CDR. Celui-ci doit vendre les 135 milliards d'actifs (valeur nette) rachetés au Crédit Lyonnais. Le transfert comprend 190 milliards d'actifs et 55 milliards de passif.

Les pertes potentielles sont déjà évaluées à 50 milliards : 28 milliards sur l'immobilier, 10 milliards sur le Crédit Lyonnais Banque Nederland, 9 milliards sur les filiales bancaires et plus de 1 milliard sur les participations industrielles. Ces pertes potentielles sont énormes et expliquent pourquoi le CDR est une filiale spéciale qui n'est consolidée ni prudemment, ni comptablement par le groupe Crédit Lyonnais. Il faut d'ailleurs noter que le transfert des actifs s'est réalisé à leur valeur comptable du 31 décembre 1993 et non 1994, afin qu'ils ne nécessitent pas de provisionnement supplémentaire.

La mission du CDR :

Cette société de cantonnement gère les actifs transférés, aussi bien immobiliers, bancaires, qu'industriels. Elle a pour objectif de céder le plus rapidement possible ces actifs afin de limiter le coût de portage sans toutefois les brader.



Les actifs sont répartis entre cinq filiales opérationnelles selon leur nature. Il faut noter que ces structures ont une autonomie toute relative : elles sont dotées d'un directoire et d'un conseil de surveillance et toute vente supérieure à 10 millions de francs requiert l'aval du comité consultatif de contrôle.

CDR entreprises (ex Altus finance) regroupe les participations majoritaires. Elles représentent environ 40 milliards de francs.

CDR participations (ex Clinvest) regroupe les participations minoritaires. Cela correspond à environ un millier de lignes portant sur quelques 40 milliards de francs (20 milliards cotés, 20 milliards non cotés).

CDR immobilier (ex OIG) aura pour objectif de céder les créances immobilières. Il s'agit d'un portefeuille d'un montant de 50 milliards de francs.

CDR créances (ex SBT-Batif) est destiné à regrouper tous les actifs contentieux des banques pour lesquelles le retrait d'agrément a été demandé.

CDR finance est une entité destinée à gérer tous les engagements autres que ceux repris par les autres structures, par exemple les créances sur les professionnels du cinéma. Par ailleurs, elle exerce une activité de refinancement pour le compte exclusif du CDR ou de ses filiales ; pour cela, elle dispose d'un agrément bancaire restrictif.

Le portefeuille immobilier devrait accuser une décôte moyenne de 50%, soit environ 25 milliards, auquel il faudra ajouter le coût du portage. On comprend pourquoi le CDR a un cahier des charges serré pour réaliser ses actifs : il a cinq ans pour vendre 80% de son portefeuille d'actifs, trois ans -d'ici fin 1997- pour participations minoritaires industrielles et commerciales et deux ans de plus pour les participations majoritaire, et les actifs immobiliers.

Les ex-filiales bancaires au sein de CDR créances se sont vues retirer leur agrément par la commission bancaire au 1^{er} janvier 1996, leurs actifs sains ont été cédés à des tiers, ainsi la SDBO a été rachetée par le Crédit Lyonnais pour 50 millions de francs à la fin de l'année 1995.

L'accord de la Commission des communautés européennes³⁵ :

Le 26 juillet 1995 la commission approuve sous certaines conditions les modalités du plan de redressement :

-En ce qui concerne le CDR, il doit être séparé de manière effective du Crédit Lyonnais. Même si des économies de gestion auraient pu apparaître sur certains dossiers, le conflit d'intérêt restait trop important, le CDR a donc déménagé des locaux du Crédit Lyonnais.

-La possibilité de rachat de certains actifs par le Crédit Lyonnais est l'objet d'un accord particulier entre la banque et l'Etat : le mandat de vente sera confié à des banques tierces et le Crédit Lyonnais devra demander l'accord exprès et préalable à la SPBI pour acquérir un actif. La commission estime que permettre au Crédit Lyonnais de racheter en tout ou partie des participations cédées au prix du marché après les avoir cédés à leur valeur comptable signifierait une distorsion de la concurrence. Le Crédit Lyonnais peut alors racheter des actifs mais seulement au prix transféré au CDR, ou au prix de marché si celui-ci est supérieur.

³⁵ JOCE- L308, Karel van Miert, 26 juillet 1995

-Le montant de la garantie accordée à la SPBI par l'Etat soulevait un épineux problème : D'une part si l'on considère que le CDR est une filiale à 100% du Crédit Lyonnais, seule une garantie illimitée de l'Etat lui permettait de ne pas la consolider. D'autre part la commission européenne demandait un plafonnement de la garantie à 45 milliards de francs sur toute la durée du plan de redressement, et qui comprenait les 3,5 milliards de recapitalisation en 1994 et les 4 milliards de coût de portage sur le premier plan.

Ce calcul était basé sur l'actualisation des flux financiers résultant d'une part du remboursement du prêt (intérêt et capital) acquitté par SPBI au Crédit Lyonnais, des pertes en capital subies par SPBI, suite aux abandons de créances consenties au CDR et d'autre part, des produits de cessions effectuées par le CDR, du rendement des participations logées dans le CDR et des dividendes des titres du Crédit Lyonnais logés dans la SPBI et du jeu de la clause de retour à meilleure fortune.

Le gouvernement a décidé alors de limiter son engagement à 50 milliards de francs.

Le statut de la SPBI :

François d'Aubert rapporteur de la commission d'enquête sur le Crédit Lyonnais a soulevé le problème du statut de la SPBI, créée par simple décret du 30 décembre 1993³⁶.

La SPBI est une SNC qui a pour objet social d'emprunter au Crédit Lyonnais 42 milliards de francs pour être en mesure de consentir à l'OIG un prêt du même montant lui permettant de faire l'acquisition d'actifs immobiliers de la société de défaisance en cours de mise en place et d'abandonner le cas échéant une partie de la créance.

Selon François d'Aubert, il apparaît que juridiquement et constitutionnellement, l'intervention du Parlement est obligatoire, compte tenu du fait que l'Etat est amené à donner sa garantie à l'opération de sauvetage : dans le dispositif prévu, il se trouve en position d'associé-gérant dans la société en nom collectif (SNC) qui constitue le pivot juridique du montage et, en tant que tel, indéfiniment responsable de l'actif et du passif de cette société, conformément à la loi du 26 juillet 1996 sur les sociétés commerciales .

Cela revenait à mettre le parlement devant le fait accompli, avec une garantie qui viendrait grever le budget voté sur la base d'un projet de loi de finance. De plus l'article 73 de la loi du 23 décembre 1946, dispose qu'aucune opération de crédit à court, moyen ou long terme ne peut bénéficier de la garantie de l'Etat sans une loi.

Le 4 octobre 1995, le Parlement français adopte le plan de sauvetage et la loi n°95-1251 du 28 novembre 1995 relative à l'action de l'Etat dans les plans de redressement du Crédit Lyonnais et du Comptoir des entrepreneurs et précise dans l'article 18 : « sont validés tous les actes accomplis et les engagements pris par l'Etat dans le cadre du soutien financier apporté au Crédit Lyonnais et par la Société de participation Banque Industrie SNC jusqu'à la date de l'apport prévu à l'article 1^{er} de la présente loi dans la mesure où ils seraient contestés sur le fondement de l'absence d'autorisation législative ».

³⁶ JO 25 mars 1994

Selon ce texte, la SPBI SNC devient l'EPFR (Etablissement Public de financement et de Restructuration) : « il est créé, sous la dénomination Etablissement public de financement et de restructuration, un établissement public administratif national doté de l'autonomie financière et placé sous la tutelle du ministère chargé de l'économie, auquel est apporté l'ensemble des droits, biens et obligations de la société en nom collectif dénommée Société de participation Banque Industrie SNC. »

L'EPFR est donc un établissement public industriel et commercial et à ce titre il n'est pas soumis aux règles de capitalisation minimale ou de reconstitution des fonds propres s'ils sont inférieurs à la moitié du capital.

Par ailleurs, en tant que société morale de droit public, l'EPFR bénéficie d'une garantie de solvabilité. Ainsi, si la garantie accordée a été fixée à 50 milliards de francs, l'Etat a une obligation morale vis à vis de l'établissement public et il serait contraint de revenir devant le Parlement si un effort supplémentaire se révélait nécessaire au-delà de ces 50 milliards. La représentation nationale n'aurait guère d'autre choix que de voter une extension des garanties.

La gestion administrative de l'EPFR est assurée par l'Etat. Par ailleurs, le conseil d'administration de l'établissement remettra chaque année au ministre de l'Economie un rapport sur l'état de ses comptes, qui sera ensuite transmis au Parlement.

La renégociation des taux d'intérêts :

Le prêt consenti par le Crédit Lyonnais est fixé à 7% en 1995, puis égal à 85% du taux du marché monétaire. La banque a conservé dans son bilan des emprunts qui lui ont permis d'acheter à l'époque tout ces actifs. De ce fait le coût de refinancement du Crédit Lyonnais se situe plus à 6,5% que de 85% de 3,5% actuellement. Jean Peyrelevade a négocié avec le Trésor que pour l'année 1996, la rémunération du prêt soit indexée sur le coût du refinancement pour le Crédit Lyonnais, soit environ 6,5%. Cette négociation pour l'année 1996 est ponctuelle et le taux de 85% subsiste dans le contrat. On peut pourtant penser que l'opération se renouvellera les années qui viennent.

Le coût de ce plan de sauvetage ? :

Considérant toutes ces données, on peut se demander combien va coûter ce plan de redressement à l'Etat.

-les pertes potentielles sur le portefeuille d'actifs sont estimées à 90 milliards³⁷. En 1996, la structure de défaillance a cédé 45 milliards d'actifs enregistrant une moins value de 29% soit 13 milliards de francs de pertes

-les intérêts sur le prêt de 135 milliards de francs accordé à l'EPFR, sont plafonnés à 50 milliards.

Pour équilibrer le montage, l'Etat est rémunéré par la contribution précipitaire, des dividendes éventuels, les intérêts de l'emprunt zéro coupon qui s'élèvent à 35 milliards et le produit de la privatisation, qui très probablement va être reportée au delà de 1998.

L'équilibre du montage semble désormais bien compromis, Patrick Devedjian député RPR des Hauts de seine et membre de la commission des finances a annoncé, en mars 1997, le chiffre de 130 milliards de francs, mais il est sans doute trop tôt pour avancer un chiffre réaliste.

³⁷ Le CDR a perdu 13 milliards en 1996, Figaro 14 mars 1997

Le cantonnement et la titrisation peuvent parfois être utilisés conjointement, ainsi en est-il du Crédit Lyonnais qui a titrisé une partie de sa créances sur l'EPFR.

En juillet 1996, la banque a lancé une opération de titrisation portant sur 40 milliards de francs grâce à un Fonds commun de créances baptisé Cyber-val 07-96. L'émission s'est déroulée en trois tranches de maturités différentes et a bénéficié d'une notation AAA, provenant de la qualité de la signature de l'EPFR, dont le garant est l'Etat.

Cette opération permet au Crédit Lyonnais de dégager des ressources à un taux beaucoup plus intéressant que celui auquel elle aurait droit grâce à sa notation. Ces 40 milliards serviront pour partie à rembourser ses emprunts les plus coûteux.

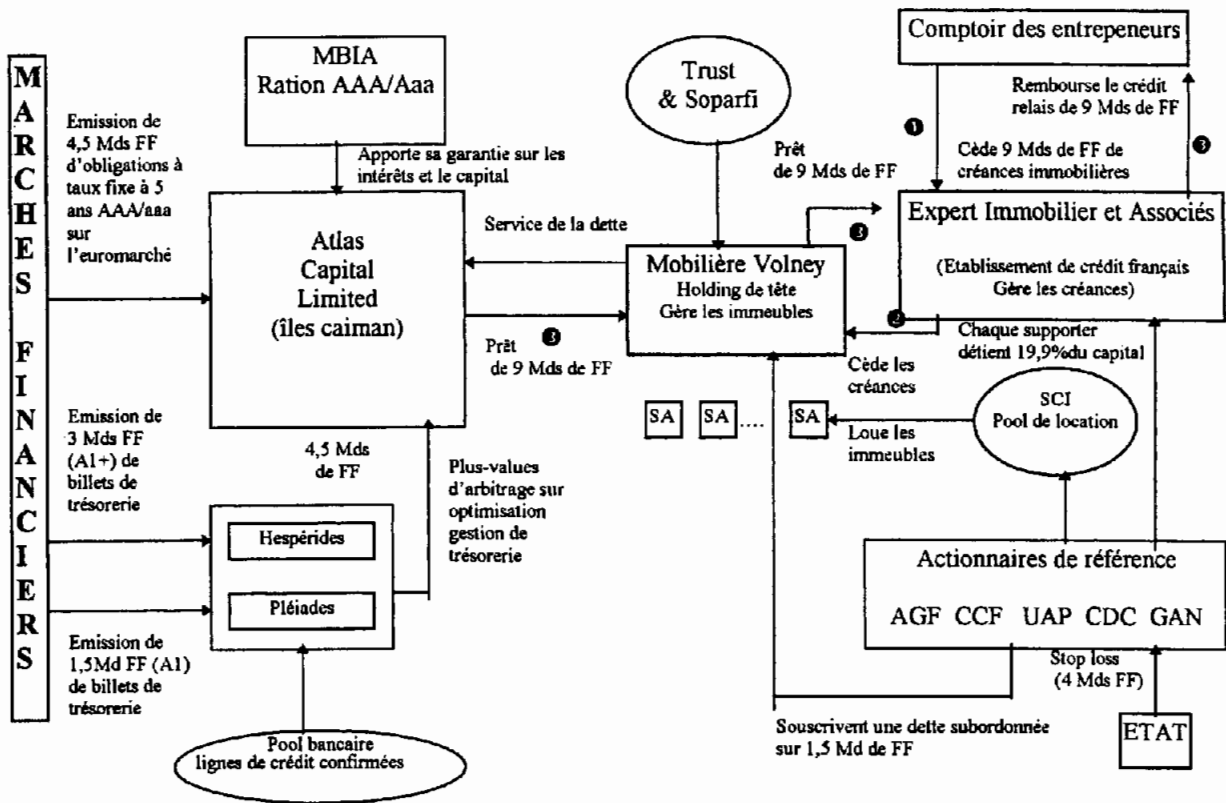
La créance acquise par le fonds provient d'un démenbrement en deux tranches du crédit initial consenti par le Crédit Lyonnais à l'EPFR :

- tranche A de 40 milliards : l'EPFR financera la rémunération des porteurs de parts du fonds
- tranche B : dette non titrisée dont les intérêts seront calculés selon la formule : 85% du TMM sur l'ensemble du prêt moins les intérêts versés sur la tranche A.

Il était important que l'opération de titrisation soit neutre du point de vue de l'intérêt versé par l'EPFR sur sa dette.

II.3.1.3. Le cas du Comptoir des Entrepreneurs : une technique qui s'approche d'une « titrisation hors du cadre légal »

De l'avis des professionnels, le montage du Comptoir des Entrepreneurs, imaginée par Bankers Trust et Imaffine, a atteint un degré de sophistication inégalé depuis lors³⁸. Le Comptoir des Entrepreneurs a innové en matière de cantonnement en mettant en place un refinancement par appel aux marchés et une cession de créances sans décote. Ce type de refinancement rend ce montage très proche de la titrisation quant aux étapes suivies, même si les structures d'accueil et les actifs transférés sont différents : il s'agit de créances douteuses alors que le cadre légal de la titrisation impose qu'elles soient saines.



L'opération s'articule en trois étapes :

- le CDE cède -via une cession Dailly, qui permet le transfert automatique des sûretés attachées aux créances sans contraindre le cédant à le notifier à chaque débiteur- ses 9 milliards de créances à un établissement de crédit, Expert Immobilier et Associés, détenu à hauteur de 0,5% par la SMA BTP, et de 19,9% par chaque actionnaire supporter du CDE. Ce pourcentage, inférieur au seuil des 20%, les autorise à déconsolider leur participation, et donc le risque immobilier afférent aux créances cédées par le CDE. Toutefois, le risque est toujours présent du fait de la présence d'une dette subordonnée souscrite au profit de la foncière, Immobilière Volney, à laquelle est confiée la gestion des créances du CDE.

³⁸ MTF, Bertrand Pérignon/Frédéric Tixier, n°61, juin 1994

• La deuxième étape du montage consiste à transférer vers la Mobilière Volney, structure ad hoc, la propriété des immeubles, ou des créances, si celles-ci n'ont pas été transformées en actif immobilier. La Mobilière Volney est détenue par une Soparfi luxembourgeoise et un trust à Jersey, pour des objectifs de déconsolidation.

• Enfin, la Mobilière Volney a pour mission d'assurer le remboursement de la dette obligataire qui lui aura été transférée, ainsi que le produit de l'emprunt par Atlas capital Limited. La Mobilière Volney transfère ce produit à Expert Immobilier et Associés pour qu'il rembourse son prêt relais auprès du CDE. Ce prêt relais est financé par les cinq actionnaires du CDE.

La bonne fin de l'opération repose sur les diverses garanties octroyées par les actionnaires de référence :

- Ils se sont engagés en souscrivant, à due proportion de leur participation dans le capital du CDE, à l'émission par la Mobilière Volney d'une dette subordonnée de 1,25 milliards de francs, rémunérée à 2% et indexée sur les résultats de la foncière. Ce prêt aura permis de racheter les quelque 400 millions de francs d'encours des créanciers minoritaires ayant participé à un crédit syndiqué, prévenant ainsi tout risque de levée de la contre-garantie. Le solde sera utilisé pour financer les travaux en cours et à venir, puis à la commercialisation des immeubles en état de futur d'achèvement. En effet, plus de 90% des créances correspondent à des programmes immobiliers inachevés.

- Par ailleurs, les cinq actionnaires ont accepté de garantir à la Mobilière Volney un revenu minimum du fait de la faible maturité des créances immobilières. Le problème étant de prévoir de manière la plus précise possible l'état de ces créances afin de calculer le cash-flow nécessaire pour que ces créances valent en valeur actualisée, les 9 milliards de leur valeur comptable actuelle. La garantie de rendement prendra la forme d'un contrat de location signé entre les actionnaires de référence et la Mobilière Volney, loyers qui assureront le service de la dette et les frais d'entretien des immeubles. Cependant, il fallait éviter que l'administration fiscale puisse qualifier l'opération d'acte anormal de gestion, sous prétexte que les loyers avaient été consentis à un prix supérieur à ceux pratiqués par le marché. C'est la raison pour laquelle les supporteurs auront été réunis -au pro rata de leur participation dans le CDE- au sein d'une société civile immobilière, qui procédera à la location au forfait du pool d'immeuble.

-Enfin, le remboursement du principal des emprunts au terme des cinq ans, se traduit par une promesse d'achat irrévocable des actifs gérés par la Mobilière Volney sur la base de leur valeur estimative, c'est à dire 9 milliards.

Ces garanties auront permis le transfert des créances sans constatation de leur décôte dans les comptes du CDE, ce qui aurait signifié une recapitalisation immédiate de la part des actionnaires. Les actionnaires ont la possibilité d'étaler leur charge sur plusieurs années, option que n'auront pas retenue les AGF en décidant de provisionner sur leur exercice 1993, près d'un milliard de francs.

Ces garanties qui peuvent paraître exorbitantes pour les actionnaires, sont en fait contrebalancées par les compensations accordées par l'Etat. Grâce au stop loss de l'Etat, les actionnaires ont figé le coût total de leurs engagements à 4 milliards, lors du rachat des immeubles à la Mobilière Volney. Ce coût est d'ailleurs réduit ou nul pour certains actionnaires (compensations accordées aux AGF et au CCF) et encore minimisé grâce aux diverses optimisations juridiques ou fiscale que comporte le montage :

- En effet, plusieurs centaines de millions de francs de capitaux propres auront été économisés par la mise en liquidation de la structure bancaire EIA -une banque en liquidation n'est plus tenue de respecter les ratios prudentiels, opération validée par la Commission bancaire.

- Ensuite, le paiement de droits de mutation immobilière (environ 19% du prix de vente) aura été éludé par une transformation préalable des immeubles en valeurs mobilières. En détenant indirectement les actifs immobiliers au travers de société de capitaux (SA, SCA), la Mobilière Volney divisera par huit la charge fiscale, limitée à 20 000F par immeuble. Un mécanisme qui tout comme le pool de location, a été avalisé par le service de la législation fiscale.

Un refinancement sur le marché :

Ces 9 milliards de francs de créances immobilières assorties de garanties hypothécaires, qui nécessiteraient des provisions pour 50% environ, ont été transformées en placement obligataire consenti pour une durée de cinq ans et scindé en trois tranches.

Ce refinancement qui apparaît maîtrisée, a connu un certain succès. En effet, l'émission proposait un spread qui s'élevait à 42 points de base par rapport à l'OAT 8,125% 1999. De plus, elle a été notée AAA/aaa par Moody's et Standard & Poors grâce à la location du rating de la société Municipal Bonds Investor's Assurance (MBIA), intervenue en qualité de réhausseur du crédit.

Pour accepter cette location la MBIA a exigé des garanties :

-Le choix des îles Caïman, régies par le droit américain, comme lieu d'implantation du véhicule d'émission, Atlas Limited.

-Par ailleurs dans l'hypothèse où un redressement fiscal viendrait altérer la remontée sans frottement des flux vers Atlas Limited, ou dans le cas d'un tout autre événement venant affecter la liquidité, y compris la faillite, la responsabilité de MBIA ne serait pas engagée. La totalité des pertes reviendrait aux actionnaires de références, eux-même garantis par l'Etat avec le stop-loss de 4 milliards.

Cette défaisance, mise en place en décembre 1994, était à peine opérationnelle qu'il fallut envisager d'en constituer une deuxième. Cette seconde société de défaisance créée en avril 1996, prend en charge 7 milliards de créances supplémentaires pour une durée de vie de 4 ans. L'Etat apporte 4,5 milliards de francs, les AGF et la caisse des dépôts sont en risque pour 1,5 milliards de francs chacune.

II.3.2. Le montage de titrisation à deux étages du Crédit Foncier de France (CFF)³⁹ : un montage destiné à un refinancement à un moindre coût.

L'établissement connaît des difficultés financières depuis 1993, pénalisé par la crise immobilière et l'arrêt des plans d'accession à la propriété, ses notes se sont progressivement dégradées. Avec l'arrivée du prêt à 0% le CFF a perdu le monopole du financement des prêts au logement pour familles modestes.

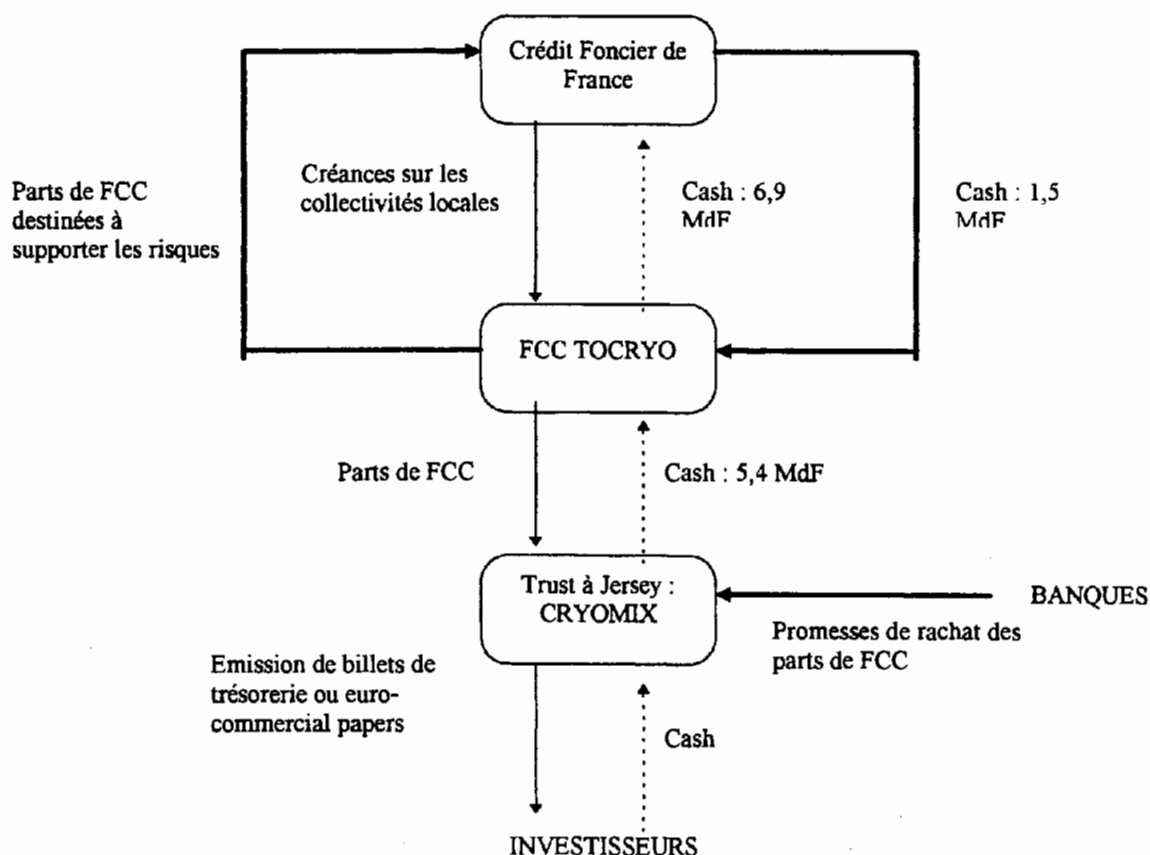
³⁹ Option Finance, n°422, 14 octobre 1996
Agefi, 30 août 1996

Après la forte baisse de la valeur de ses obligations en décembre 1995, suite à une nouvelle dégradation de ses notes, le Crédit Foncier de France a décidé que la titrisation remplacerait désormais ses emprunts obligataires. Il lui était devenu impossible de se refinancer sur les marchés obligataires du fait de la prime exigée par les investisseurs, au regard du risque important de sa signature. Le CFF devait trouver des sources de refinancement à un coût inférieur à une émission obligataire. D'autant plus que la ligne de liquidité mise en place en janvier 1996 par la CDC de 20 milliards de francs gagée sur des prêts aux collectivités locales n'allait être disponible que pour 14 mois et son taux devait croître au cours du temps. Le CFF avait donc tout intérêt à rembourser cette ligne.

Le CFF a donc lancé une opération de titrisation en août 1996, destinée à lui procurer un refinancement à un coût inférieur à une émission obligataire.

Le montage a utilisé à la fois une structure définie par la loi de 1988 : le FCC et une structure *off shore*, en raison des insuffisances actuelles de la réglementation en France par rapport aux besoins du CFF.

Schéma de l'opération :



Les équipes :

Le CFF a fait appel aux équipes de Gestion et Titrisation Internationales (GTI), société de gestion affiliée au CFF, assistées par celles de la Bayerische Landesbank (BLB).

Les créances titrisées :

Le CFF a titrisé 6,9 milliards de francs de créances sur les collectivités locales. Ces créances ne pouvaient être cédées directement telles qu'elles car un certain nombre d'entre elles étaient d'un trop petit montant et assorties de clauses permettant à l'emprunteur de modifier le taux de référence. Ces créances ne pouvaient être directement cédées c'est pourquoi un montage à double étage de titrisation a été imaginé.

L'échéance de ces créances était de 15 ans, alors que le CFF afin de minimiser les coûts de refinancement souhaitait émettre du papier court terme. « Les billets de trésorerie peuvent être émis à des conditions très proches ou inférieures au Pibor, alors que des émissions à 10 ans, compte tenu de l'actuelle courbe des taux, que l'on peut considérer comme proche de la normale, supportent une rémunération bien supérieure : ainsi, le Pibor 3 mois est aux environs de 3,65% contre un rendement de 5,98% pour l'OAT 10 ans de référence », soulignait Fabrice Susini à la BLB, à la mise en place du montage. Une émission court terme sur le marché des billets de trésorerie ou des *euro commercial paper*, permettrait en outre au CFF de racheter des titres sur le marché à chaque émission, de sorte à moduler les sommes effectivement empruntées lors de leur remboursement.

Les particularités des véhicules de titrisation :

L'échéance des créances étant à 15 ans et l'émission choisie à court terme, la structure de titrisation à mettre en place devait être en mesure de réémettre des parts de montant décroissant à chaque échéances de remboursement des anciennes parts (système de roll over), les liquidités en provenance de l'amortissement des créances étant insuffisantes, pour rembourser des parts court terme. Les règlements autorisant la réémission de parts prévue par la loi de modernisation de juillet 96 (cf supra) n'étant pas encore parus le CFF, a été obligé de passer par une structure *off shore*. La structure choisie a été un trust à Jersey en raison des avantages fiscaux qui lui sont liés et de la possibilité pour ce dernier de se refinancer sur les marchés des billets de trésorerie.

Cependant le CFF a choisi pour simplifier le montage de céder d'abord les créances à un FCC qui lui même émettrait des parts au profit du trust *off shore*. Le FCC offre un cadre législatif sûr et assure le transfert de la propriété juridique des créances (cession parfaite).

Les garanties et la notation :

Pour obtenir la note nécessaire à l'émission sur le marché des billets de trésorerie un certain nombre de garanties préalables devaient être mises en place. S&P, l'agence en charge de la notation a imposé des garanties à deux niveaux : celui du FCC et celui du trust.

Un système de double couverture a donc été instauré au niveau du FCC :

- une réserve de liquidité de 30 millions de francs destinée à absorber les pertes liées à des scénarios de taux les plus pessimistes (liées aux conditions spécifiques des prêts aux collectivités locales),
- l'émission de parts destinées à supporter le risque de défaillance des parts notées : deux tranches de parts subordonnées S et S Plus d'un montant de plus de 400 millions et une tranche de parts ordinaires, parts C, d'un montant de 1,1 milliards de francs, ces trois tranches étant souscrites par le CFF.

Cette souscription de parts spécifiques par le CFF réduit ainsi le montant émis en faveur du trust à 5,4 milliards.

Les garanties au niveau du trust ont été les suivantes :

- une promesse de rachat des parts de FCC émise par la BLB et syndiquée par la suite. Un tel engagement est moins pondéré pour le garant que la mise à disposition du trust d'une ligne de liquidité lorsque le portefeuille sous-jacent est constitué de créances sur les collectivités locales (10 et 20% pour la promesse vs 100% pour la ligne de liquidité). Si la pondération de cette garantie avait été de 100%, le montage n'aurait pas été rentable pour le CFF, qui aurait dû rémunérer les garants pour cette charge supplémentaire. Les garants seront amenés à rembourser les souscripteurs de billets si le trust se retrouvait dans l'incapacité de répondre à ses obligations.

Cependant les banques ne voulaient s'engager sur une durée trop importante. Les parts émises par le FCC en faveur du trust ont donc été scindées en deux tranches : une tranche A à 7 ans, de 3,6 milliards de francs et une tranche B à 10 ans de 1,8 milliards de francs. De plus il a été convenu que le trust pourrait racheter ces parts pendant 1 an, période au delà de laquelle les banques garantes pourront les céder s'il ne l'a pas fait. Sans cette mesure le trust pourrait être privé de toute réémission assise sur les parts du FCC.

La rémunération de la promesse de rachat par les banques est la suivante :

- sur la tranche A cet engagement est rémunéré à 8 points de base tant que les parts ne sont pas rachetées et à 16 points de base si elle le sont,
- sur la tranche B il est rémunéré respectivement à 12,5 et 25 points de base.

Les tranches A souscrites par le trust sont rémunérées à Pibor 3mois + 0,16% et les B à Pibor 3 mois + 0,25%. Elles ont été notées AAA par S&P.

Remarques :

Du fait de la souscription par le CFF de parts subordonnées, l'avantage en fonds propres de l'opération est annulé. Ce montage vise donc exclusivement à un refinancement à moindre coût.

La structure du montage est telle qu'il n'existe aucun lien juridique entre le CFF et Cryomix. Même si le CFF devait faire faillite, la structure créée pourrait continuer à émettre du papier A1+ / P1. Le montage offre de plus une très grande souplesse de gestion de sa trésorerie au CFF. Il peut souscrire lui-même des billets de trésorerie dans le cas où il n'aurait pas besoin des 5,4 milliards de liquidité dans l'immédiat.

III TITRISATION ET DEFAISANCE : DES INSTRUMENTS DESTINES AUX ENTREPRISES POUR GERER LEUR REFINANCEMENT

III.1 Historique :

III.1.1 la défaisance :

La défaisance est apparue en 1982 avec Exxon : elle a acquis pour 312 millions de dollars de titres du Trésor américain offrant une rentabilité de 14% et les a placés dans un trust chargé de rembourser le capital et les intérêts d'une ligne d'obligations anciennes de 515 millions de dollars à échéances 2009, qui offrait une rentabilité comprise entre 5,8% et 6,7%. Exxon a ainsi pu supprimer cette dette de son bilan et faire immédiatement ressortir un gain de 132 millions de dollars (la différence après impôts et frais entre les 515 et les 312 millions de dollars).

En France, la première opération de ce type a été réalisée en 1988 par PSA. Elle portait sur un emprunt obligataire à taux fixe (11,5%) émis en 1983 pour un montant d'un milliard de francs. L'opération a été possible car PSA consolide son bilan aux normes américaines.

Il semble qu'en France, la defeasance soit restée rare, outre PSA trois opérations ont été mises en place : Telediffusion de France, Cap Gémini Sogeti, et Métrologie.

III.1.2 Développement et perspectives de la titrisation de créances commerciales :

III.1.2.1 La titrisation de créances commerciales en France :

Près de six ans après son introduction en France, la titrisation reste confinée aux seuls établissements de crédits. Pourtant cette technique financière recèle un potentiel très important pour les entreprises. En effet, accéder aux sources de financement les moins coûteuses possibles est l'ambition de toutes. De plus, la titrisation est un moyen pour les entreprises de réduire leur poste clients, d'améliorer la structure de leur bilan et d'accéder aux marchés de capitaux. Aussi, il fort probable que la titrisation de créances commerciales connaîtra un fort développement dans les prochaines années en France.

Le cadre juridique du FCC a été et reste un frein à la titrisation de créances commerciales. De ce fait, le FCC n'est utilisé que dans une minorité d'opérations conçues en France (cf. possibilité pour une société de céder ses créances commerciales à une banque afin que cette dernière puisse titriser lesdites créances via un FCC). Ainsi faute de pouvoir titriser des créances commerciales à travers un fonds commun de placement, les entreprises ont délocalisé leurs opérations de titrisation dans des paradis fiscaux.

En 1996, plusieurs structures d'accueil se finançant sur le marché des billets de trésorerie sont apparues. Ceci atteste du démarrage tardif de la titrisation des créances commerciales. Cette même année, une douzaine d'opérations de ce type ont été initiées pour un montant total que S&P évalue à environ FRF 7 milliards. S&P anticipe une poursuite du développement de la titrisation de créances commerciales.

Aujourd'hui un certain nombre de "conduit" sont en place, ils ont trouvé leur régime de croisière et se sont fait connaître des marchés de capitaux, qu'il s'agisse du marché des billets de trésorerie français ou de celui du *commercial paper* américain⁴⁰.

La titrisation permet à l'entreprise de céder sans recours une partie de son portefeuille de créances commerciales, françaises principalement, à un véhicule *ad hoc* (cf. supra). Celui-ci se finance en émettant des billets de trésorerie. Ce véhicule ainsi que le programme d'émission de billets de trésorerie sont notés par les agences de notation. La condition *sine qua non* du succès de ce type de financement est d'obtenir la meilleure notation possible à court terme soit A1+/P1. De la sorte la rémunération versée aux porteurs de billets de trésorerie est inférieure au taux Libor, taux qui sert de référence. L'entreprise obtient donc un financement à des conditions avantageuses et peut accéder à des marchés financiers dont elle était jusqu'à présent exclue pour des raisons de taille, de nationalité ou de notation.

Toutefois, la titrisation ne pourra pas se généraliser à toutes les entreprises industrielles, commerciales ou de services. Il existe trois contraintes importantes limitant le développement de la titrisation :

- tout d'abord la taille du cédant
- ensuite la qualité du poste clients
- enfin l'existence d'un système de gestion du poste client fiable.

III.1.2.2. Les contraintes liées à la titrisation de créances commerciales :

III.1.2.2.1 La taille du cédant

En effet, compte tenu de la complexité des montages, des coûts de structure, et des montants minima des programmes d'émission de billets de trésorerie, toutes les entreprises ne peuvent recourir à cette technique. En effet, plus la taille de l'opération est petite plus il sera rentable de recourir soit à l'affacturage soit à des crédits d'exploitation traditionnels.

En termes de coût, le prix d'un programme de titrisation se décompose entre le coût de l'émission des titres de créances et les coûts de mise en place (relativement élevés) ainsi que des coûts de fonctionnement. La titrisation s'adresse donc à des entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à FRF 1 milliard et qui disposent d'un poste client de plus de FRF 500 mios. Les spécialistes s'accordent à penser que la taille critique d'une opération de titrisation est actuellement de l'ordre de FRF 500 millions.

De plus, seules les créances nationales sont généralement intégrées au portefeuille cédé. Les créances sur l'étranger ayant généralement des maturités beaucoup plus longues et comportant souvent des risques de défaillances supérieurs ne sont que rarement transférées au trust.

III.1.2.2.2 La qualité du poste client

La qualité du poste client est un préalable à toute opération de titrisation. En effet, il convient d'étudier avec précision le délai de règlement moyen des clients, la diversification du portefeuille, le taux de dilution ainsi que le taux de perte.

La durée moyenne de règlement des créances commerciales doit être stable et courte.

⁴⁰ Agefi, Titrisation une nouvelle dimension, 14/1/97

La diversification du portefeuille est une donnée importante. Il faut bien évidemment que les créances soient toutes de même nature. En effet, pour obtenir une bonne notation, le portefeuille de créances doit être diversifié au maximum. Généralement S&P n'accepte pas qu'un créancier puisse représenter plus de 3% du portefeuille total, **taux de concentration maximal**, sauf si sa notation est supérieure ou égale à AA. Ainsi, un sous-traitant automobile ou aéronautique qui ne travaillerait qu'avec un seul client ne pourrait pas titriser son portefeuille de créances.

On appelle **taux de dilution** la proportion des créances faisant l'objet d'un litige commercial ou d'une promotion : ristournes *a posteriori* octroyées à un client important, retour de marchandises pour cause de non conformité à la commande, correction de factures, retour de marchandises promotionnelles non vendues (tête de gondoles)... Il est primordial que ce taux de dilution soit peu volatile sur les trois dernières années. Le risque de dilution est pris à sa charge par le cédant. Celui-ci s'engage à remplacer toutes les créances faisant l'objet d'une dilution ou à rajouter des créances dans le portefeuille dès qu'il y a dilution. Bien que le risque de dilution soit normalement pris à sa charge par le cédant, en cas de faillite de celui-ci, la dilution sera supportée par les investisseurs. Aussi, le surdimensionnement du portefeuille doit couvrir non seulement le taux de perte maximal mais également le risque de dilution.

On appelle **taux de retard** la proportion des créances en retard de plus d'1 jour par rapport à la durée standard de règlement. Ainsi, si le délai standard de règlement des créances est de 30 jours, on additionnera le montant de toutes les créances âgées de plus de 31 jours que l'on divisera par le poste client total. En cas de mauvaise appréciation du taux de retard le véhicule de titrisation pourrait se trouver dans l'incapacité de rembourser ses billets de trésorerie.

Le taux de perte est la clé de voûte de toute opération de titrisation. On appelle perte : les retards de paiement de plus de 31 jours par rapport au délai moyen de règlement. Il convient de rappeler que le porteur du billet de trésorerie assume tout de même le risque de défaillance des débiteurs. Plus le taux de perte sera élevé et erratique, plus la titrisation sera coûteuse. En effet, le surdimensionnement devra alors être très important ce qui occasionnera un coût très élevé pour l'entreprise.

Afin de limiter le risque encouru par le porteur du billet de trésorerie il convient de fixer des seuils à ne pas dépasser pour les trois taux précités : taux de retard, de dilution et de perte. Si ces taux recalculés sur la base des trois derniers mois de manière glissante devaient dépasser un seul des maxima fixés, le programme de titrisation serait immédiatement interrompu.

III.1.2.2.3. Un système de gestion du poste clients fiable :

Il n'est pas du ressort du porteur de billet de trésorerie émis par le « *conduit* » de s'immiscer dans la gestion opérationnelle du poste client du cédant. Toutefois, comme celui-ci conserve souvent la fonction de recouvrement des créances cédées il convient d'évaluer la qualité du système de gestion mis en place.

Par ailleurs, le délai de règlement est un instrument important de la politique commerciale du cédant. Une entreprise n'offrira pas les mêmes facilités de paiements à un grand distributeur qu'à une petite PME familiale. Toutefois, un trust ne s'engage pas à racheter toutes les créances du cédant. L'arrangeur de la titrisation devra veiller à n'accepter que des créances ayant des maturités courtes : plus la maturité est longue plus le risque de défaillance est important. Généralement le trust n'acquiert que des créances qui ont une durée maximale de 180 jours lors de leur création.

Aussi il convient de calculer le *Payment Term Multiplier*⁴¹ (cf *infra*), multiplicateur qui permet de calculer le taux de surdimensionnement adéquat qui est déterminé la capacité de l'entreprise à se faire payer de manière ponctuelle.

Seules les entreprises gérant efficacement leur poste clients peuvent avoir recours à la titrisation. Pour ce faire il convient généralement de disposer :

- d'un service de *credit risk management* qui analyse la santé financière des clients et détermine un niveau d'exposition maximal, suit l'historique de paiements des clients et procède à des relances systématiques,
- d'un service de recouvrement qui a pour unique objet de minimiser la perte finale : saisie par huissier...

Toutefois, une bonne gestion du poste client est une contrainte qui s'est imposée progressivement aux entreprises par l'allongement des délais de paiements et l'augmentation des défaillances et non par la seule volonté de titriser son poste client. Cette gestion est évaluée par l'agence de notation. Si les créances commerciales ne sont pas gérées, si le cédant ne dispose d'aucun historique des paiements de ses clients et si l'entreprise ne procède pas à une analyse financière succincte de ses clients alors l'entreprise ne pourra être éligible à un programme de titrisation.

Dans certains cas, si le service de recouvrement n'est pas fiable, l'opération peut toutefois être montée mais en introduisant un intermédiaire supplémentaire entre le trust et le cédant. Il s'agit généralement d'une société d'affacturage qui sera chargée de procéder à un tri dans les créances qui lui seront présentées.

III.1.2.2.4. Titrisation ou affacturage :

Plusieurs techniques sont à la disposition des entreprises désireuses d'extraire des créances de leur bilan. L'affacturage constitue à ce titre un procédé simple mais onéreux de vente par subrogation des créances à un établissement de crédit qui procure en échange de la trésorerie au cédant. Au cours des dernières années l'affacturage a montré sa capacité à répondre à la quasi totalité des préoccupations des entreprises désireuses de restreindre leur poste clients. Ces deux produits répondent aux mêmes besoins :

1. trouver des moyens de financer le BFR à un moment où les banques sont assez réticentes à augmenter leurs crédits d'exploitation,
2. diversifier les sources de financement,
3. réduire la taille du poste clients qui peut représenter jusqu'à 40% de l'actif.

Mais l'affacturage et la titrisation ont des caractéristiques différentes. De ce fait ils ne s'adressent pas aux mêmes clients. L'affacturage s'adresse d'abord aux PME-PMI qui ont des volumes d'activités plus modestes et qui ne disposent pas d'un gisement de créances de 500 millions leur permettant de monter un programme de titrisation. *A contrario*, les grandes entreprises ont plus intérêt à opter pour la titrisation qui s'avérera moins onéreuse et qui peut procurer un financement à moyen terme. Les ressources ainsi dégagées peuvent servir à financer la croissance de l'entreprise.

⁴¹ © Standard & Poor's. Concept développé par S&P pour noter les programmes de titrisation de créances commerciales.

III.1.2.2.5 Le retard de la titrisation en France.

En conclusion, malgré l'existence d'un gisement de créances très important en France - d'autant plus important que les délais de règlements sont notoirement plus longs que dans les autres pays du monde - le marché de la titrisation des créances commerciales n'a pas encore véritablement pris son essor. Les règles juridiques contraignantes et inadaptées (FCC) ainsi que l'absence d'un marché primaire et secondaire actif pour les billets de trésorerie sont autant d'entraves au développement de cette technique financière. En France, il existe toujours un effet d'éviction au profit du marché de la dette publique. Le marché des billets de trésorerie qui fête ses dix ans est beaucoup plus réduit qu'aux USA avec moins de 200 milliards d'encours à la fin du printemps 1996⁴². De plus, seul une centaine d'émetteurs sont actifs sur ce marché.

III.2 la titrisation et la défaisance : des outils pour faciliter la désintermédiation

III.2.1 la défaisance : intérêt et limites

III.2.1.1 L'intérêt de la technique :

Une société souhaite se désendetter par anticipation pour améliorer son image bilantielle et par la même son rating afin de pouvoir se refinancer le moment voulu à un coût moindre. En outre, cette technique peut parfois être à l'origine d'une amélioration du résultat (cf infra).

Cette opération de defeasance permet à la société qui la réalise d'améliorer son image bilantielle, en améliorant sensiblement le ratio d'endettement et l'autonomie financière ; c'est que nous allons montrer avec un exemple simple⁴³:

Supposons qu'une société ait émis un emprunt obligataire de 2000 KF au taux nominal de 8% et que sa durée de vie résiduelle soit de 6 ans. Elle dispose de liquidités importantes et les taux s'élèvent à 10%.

$$\text{VAN (emprunt)} = 2000 * \left[\sum_{i=1}^6 0,08 * (1,1)^{-i} + 1(1,1)^{-6} \right] = 1826 \text{ KF}$$

La société doit donc acquérir un portefeuille d'une valeur de 1826 KF. On fait l'hypothèse d'un niveau de risque équivalent entre les deux instruments et que la courbe des taux est plate. Elle réalise immédiatement un gain égal à la différence entre la valeur d'origine de l'emprunt et sa valeur actuelle, diminuée des frais de l'opération (dans l'exemple 1% du montant de l'emprunt) soit un gain de $2000 - 1826 - 20 = 154$ KF.

Pour acheter les titres obligataires correspondant au remboursement, l'entreprise peut soit utiliser ses disponibilités, soit contracter un nouvel emprunt. Nous verrons plus loin que l'opération ne donne des résultats significatifs que dans le premier cas.

⁴² Les Echos, Titrisation, Quand les dettes valent de l'argent, 18.11.96

⁴³ Techniques financières, enregistrement et impact sur l'analyse des comptes Charles de la Baume/Hervé Stolowy

Bilan de la société avant defaillance :

(en KF) ACTIF		PASSIF	
Actif immobilisé	9000	Capital et réserves	6000
Stocks	1500	Résultat net	500
Créances	4500	Dettes financières	7500
Disponibilités	2000	Dettes d'exploitation	3000
Total Actif	17000	Total Passif	17000

Bilan de la société E1 (utilisation de disponibilités) après defaillance :

ACTIF		PASSIF	
Actif immobilisé	9000	Capital et réserves	6000
Stocks	1500	Résultat net *	654
Créances	4500	Dettes financières	5500
Disponibilités**	154	Dettes d'exploitation	3000
Total Actif	15154	Total Passif	15154

* $500 + (2000 - 1826 - 20) = 654$

** $2000 - (1826 + 20) = 154$

Bilan de la société E2 (nouvelle dette) après defaillance :

ACTIF		PASSIF	
Actif immobilisé	9000	Capital et réserves	6000
Stocks	1500	Résultat net	654
Créances	4500	Dettes financières*	7326
Disponibilités**	1980	Dettes d'exploitation	3000
Total Actif	16980	Total Passif	16980

* $7500 + (1826 - 2000) = 7326$

** $2000 + (1826 - 1826 - 20) = 1980$

Evolution des ratios financiers :

	avant defeasance	après defeasance E1	après defeasance E2
Ratio d'endettement Dettes totales/Total passif	61,8%	56,1%	60,8%
Ratio d'autonomie financière Capitaux propres/Capitaux permanents	46,4%	54,7%	47,6%
Ratio de rentabilité financière Résultat net/Capitaux Propres	7,7%	9,8%	9,8%
Ratio de rentabilité économique Résultat net/Total actif	2,9%	4,3%	3,9%
Ratio de solvabilité (créances + disponibilité) / Dettes d'exploitation	2,1	1,5	2,1

Cette société possède un ratio d'endettement avant défaillance proche de la limite des 2/3 couramment admise par les banques. De plus son autonomie financière est insuffisante car en dessous de 50%.

L'opération de defeasance réalisée par E1 avec un recours à une trésorerie excédentaire permet à cette société d'améliorer sa structure financière, et améliore sensiblement sa rentabilité financière dès lors que l'opération permet de faire apparaître un gain entre la valeur de l'emprunt à l'origine et la valeur de marché.

L'opération de defeasance réalisée par E2 avec un recours avec une nouvelle dette a bien sûr un impact très limité sur la structure financière, mais améliore sensiblement sa rentabilité financière et ici l'opération ne se justifie que par l'apparition d'un gain entre la valeur de l'emprunt à l'origine et la valeur de marché.

Il faut remarquer que si les taux étaient inférieurs au taux de l'emprunt obligataire émis, la valeur actuelle de la dette aurait augmenté et de ce fait le ratio d'endettement se serait dégradé.

Une polémique s'est formée autour de cette technique : s'agissait-il de window dressing ?

Le principe de patrimonialité du bilan impose que les documents comptables de l'entreprise reflètent sa situation juridique. Ainsi, les biens de l'entreprise figurent à l'actif de son bilan dès lors et aussi longtemps que celle-ci en est propriétaire ; de même, les dettes demeurent au passif jusqu'à ce qu'elles soient juridiquement éteintes. Toutefois, l'alinéa 7 de l'article 9 du code du commerce dispose que « si dans un cas exceptionnel, l'application d'une prescription comptable s'avère impropre à donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière ou du résultat, il doit y être dérogé ». Il apparaît, ici que la prise en compte de la défaillance participe de l'image fidèle. Cela est d'autant plus vrai que la société est en bonne santé financièrement et que les banques pour juger de cette santé prendront en compte non seulement ses dettes financières, mais aussi ses disponibilités.

Au delà de l'amélioration du rating, la défaisance est-elle un outil de gestion de la dette :

Une société peut vouloir se défaire d'une dette et la remplacer par une dette aux caractéristiques différentes. Dans ce cas, la procédure de la défaisance est rapide, simple et discrète par rapport aux autres techniques :

- certains prêts bancaires ne prévoient pas de clause de remboursement anticipé et lorsqu'elle existe elle entraîne des pénalités de l'ordre de 3%.

-réaliser un rachat sur le marché d'un emprunt obligataire, mais cette opération doit être suffisamment étalée dans le temps pour ne pas provoquer de déséquilibre. Cette technique est longue et coûteuse.

- le lancement d'une offre publique d'échange contre des obligations à caractéristiques différentes, ou des actions entraînent des procédures longues et coûteuses.

De plus, en droit français il est impossible de se libérer d'une dette en la transférant à un tiers sans avoir l'accord des créanciers et dans le cas d'un emprunt obligataire cela suppose la réunion de tous les créanciers obligataires.

La défaisance si elle est réalisée grâce à un recours à des disponibilités (utilisation la plus pertinente comme nous l'avons montré plus haut), elle fait apparaître une nouvelle capacité d'endettement. Pour la gestion de cette capacité, la société peut adopter deux optiques différentes : l'optique risquée et l'optique non risquée

Si les dirigeants anticipent une modification des taux et sont prêts à prendre des risques, il peuvent vouloir se défaire d'une dette à taux fixe pour en contracter une à taux variable. Le gain espéré doit être supérieur au coût certain de la défaisance. Toutefois l'utilisation d'un swap permet de modifier les caractéristiques de la dette et paraît plus simple à mettre en oeuvre.

Dans le cas d'une gestion rigoureuse, remplacer un emprunt à taux fixe immédiatement par un autre au moyen de la défaisance a peu de sens. En effet, la valeur du gain réalisé actualisée à 10% est nulle. Ce qui est logique comptes tenu des hypothèses posées dans l'exemple.

On transforme un emprunt 1 de 2000 à 8%, par un emprunt 2 de 1826 à 10% :

année	1	2	3	4	5	6	6 (principal)
Cas 1	160	160	160	160	160	160	2000
Cas 2	182,6	182,6	182,6	182,6	182,6	182,6	1826
Différence	-22,6	-22,6	-22,6	-22,6	-22,6	-22,6	+174
act. à 10%	-20,54	-18,67	-16,98	-15,43	-14,03	-12,75	-98,21
Somme	=0						

En réalité, l'opération devrait se solder par une perte si l'on avait tenu compte des frais engagés et de la différence de niveau de risque entre l'entreprise et le portefeuille constitué.

Il apparaît alors que la défaisance n'est pas une technique de couverture contre le risque de taux, mais une technique de désendettement rapide lorsque la société possède d'importantes disponibilités. La capacité d'endettement qui apparaît, permet à l'entreprise de lever des fonds rapidement si elle envisage une opération de croissance externe.

III.2.1.2. Limites de l'opération :

Conjoncturelles :

Dans le cas d'un recours à des disponibilités, il faut remarquer que le gain suppose une hausse substantielle des taux qui compense largement le coût d'une telle opération. Ceci d'autant plus que dans la réalité, le niveau de risque de l'emprunt émis par la société est supérieur à celui d'emprunt d'Etat. En conséquence si les taux d'intérêts ne subissent pas de modification, l'opération se soldera par une perte.

Cette pratique a pourtant été utilisée par PSA au début des années 80 dans une conjoncture de baisse des taux. La stratégie de PSA était résolument de diminuer son encours de dette, l'opération a donc entraîné une perte. Perte qui toutefois était inférieure au coût des pénalités de remboursement anticipé.

Actuellement, dans une période de baisse des taux, cette technique est peu utilisée car au delà d'une amélioration de la structure financière, elle entraîne une réduction immédiate du résultat net et donc du BPA pour une société cotée.

Structurelles :

- Le gisement de titres obligataires qui répond aux conditions du CNC, à savoir les emprunts d'Etat, reste restreint et possède peu d'obligations zéro coupons qui sont utiles pour réguler ponctuellement un flux de remboursement sur la dette défaisée.

- Les créanciers de la société qui souhaitent transférer cette dette et non concernés par la defeasance (autres obligataires, prêteurs..) peuvent tenter de contester l'avantage donné aux créanciers faisant l'objet de la defeasance. En effet, la technique de la defeasance garantit l'affectation de l'actif transféré au remboursement de l'emprunt obligataire considéré.

Se pose alors la question des clauses de negative pledge, de pari-passu et d'incessibilité d'actifs qui lient ces sociétés.

La clause de négative pledge interdit au débiteur de consentir des sûretés réelles sur ses biens présents et parfois à venir. La clause de pari-passu, quant à elle, interdit à l'émetteur d'un emprunt obligataire, tant que l'emprunt n'est pas complètement amorti, de conférer à d'autres obligataires ou à d'autres créanciers une garantie sur ses actifs ou sur ses revenus sans faire bénéficier les souscripteurs d'une garantie identique.

Ces clauses de sûreté négative apparaissent de manière fréquente dans les contrats de prêt senior ou dans les contrats d'euro-émission et leurs termes peuvent être généraux au point d'empêcher toute defeasance. Dans une opération de defeasance, les obligataires concernés bénéficient de fait d'une amélioration de leur garantie par l'utilisation d'un portefeuille sous-jacent d'emprunts d'Etat ou garantis par l'Etat. De ce fait, les autres obligataires, selon la clause de pari passu sont en droit de demander les mêmes garanties.

- Le FASB a publié en juin 1996, la norme SFAS 125 concernant la comptabilisation du transfert des actifs financiers et extinction des dettes et qui annule la norme SFAS 76⁴⁴. Cette norme bien que ne s'appliquant pas en France pourrait avoir des répercussions sur la défaisance.

⁴⁴ Vers la fin de la défaisance de dettes, Hervé Stolowy, les Echos, 4 février 1997

En effet, le FASB est revenue en arrière et a considéré que l'opération d'in-substance de faillite ne respectait pas les conditions de sortie de dette du passif, notamment le débiteur n'est pas libéré de ses obligations en transférant les actifs au trust, si les actifs sont insuffisants pour rembourser la dette obligataire, il doit apporter un complément. Ainsi selon la norme 125, une dette peut être sortie du passif à deux conditions : si le débiteur paie le créancier et est relevé de ses obligations au regard de la dette. Le débiteur sera relevé légalement de sa dette soit par voie judiciaire soit par le créancier.

Le CNC qui a suivi le FASB en 1988, pourrait lui aussi revenir en arrière, alors que la comptabilisation de défaillance est actuellement contestée en France.

III.2.2. La titrisation de créances commerciales par les entreprises :

L'arrêt progressif des subventions gouvernementales aux banques, la mise en place des ratios de solvabilité ont eu des implications importantes sur le financement de l'économie. Les banques sont et continueront d'être réticentes à prêter à des petites sociétés présentant un risque important. Les activités les plus risquées ne seront plus financées par les banques ce qui risque de ralentir le développement économique général ou seront exclusivement financées par des investisseurs recherchant spécifiquement un risque élevé (capital développement, capital risque, Sofaris, SBA aux USA...). Les banques se sont recentrées sur les cibles offrant un couple risque/rentabilité meilleur. Cependant avec la déréglementation des marchés financiers les multinationales ont eu directement accès aux marchés de capitaux. Ainsi le financement de l'économie s'est progressivement désintermédié.

Par ailleurs, aux USA, la titrisation s'est imposée comme une alternative avantageuse face au crédit de besoin en fonds de roulement traditionnel. En effet, les marges dégagées par des crédits d'exploitation traditionnels ne permettaient pas aux banques de bien rémunérer leurs fonds propres. De ce fait, au début des années 1990, alors que les banques américaines se portaient assez mal, elles ont systématiquement privilégié les opérations à plus forte valeur ajoutée et ont délaissé ce type de crédits.

Face à ce *credit crunch*, les entreprises n'ont eu d'autres recours que d'aller se financer directement sur le marché le plus liquide au monde : le marché des *commercial papers*. La restriction de la production de crédits d'exploitation et l'existence de ce marché financier ont été les facteurs clés de succès du démarrage de la titrisation aux USA. Cependant pour accéder aux marchés des *commercial papers* il faut disposer d'une excellente notation. En effet, les investisseurs institutionnels ne savent pas évaluer la probabilité de défaillance d'une petite entreprise. Aussi, ils délaissent les petits emprunteurs et se concentrent sur les grandes signatures disposant d'une excellente notation.

Taux historique de défaillance en fonction de la notation initiale :⁴⁵

Notation originelle		Taux de mortalité aux cours des 10 dernières années
Investment grade	AAA	0.13%
	AA	0.25%
	A	0.93%
	BBB	2.12%
	BB	6.64%
	B	31.91%

Le taux de Mortalité est généralement supérieur au taux de perte car ne tient pas compte des recouvrements ultérieurs.

⁴⁵ Source : E. Altman, « *Measuring Corporate Bond Mortality and Performance* ».

En étudiant ce tableau on comprend aisément le rejet par les investisseurs internationaux des titres ne bénéficiant pas des meilleures notations. En définitive ils ne s'intéressent qu'aux émissions notées AAA ou AA. La titrisation permet ainsi à une entreprise notée BB voire B qui ne pourrait pas accéder aux marchés financiers autrement de se financer à moindre coût.

Toutefois, la titrisation est un financement intermédié. En effet, lorsque Wal-Mart noté AA émet des *commercial paper* il peut aisément se passer d'une banque. Il a tout au plus besoin d'une *back-up line* d'un établissement de crédit pour le cas où le marché des *commercial paper* serait devenu illiquide. *A contrario*, notre entreprise notée BB qui cherche à obtenir une ligne de crédit d'exploitation de FRF 1 mrd renouvelable pendant trois ans ne pourra pas se passer d'une banque qu'elle opte pour un crédit classique ou une titrisation. En effet, dans ce deuxième cas, la banque devra concevoir le portefeuille optimum qui garantira une notation A1+/P1, promouvoir le programme et devra délivrer une lettre de crédit. Ainsi, la banque accordera une garantie supplémentaire au montage dans l'hypothèse où les garanties spécifiques à la titrisation seraient insuffisantes pour couvrir le risque de défaillances des créanciers. Cette lettre de crédit (généralement 10% du montant total) figure dans le hors bilan de la banque et est **cooké à 100%**. La titrisation n'est donc pas un financement désintermédié car les entreprises font appel aux banques pour monter les opérations et parce que les banques prennent une partie importante du risque dans leur hors bilan.

Cependant, la titrisation permet de mettre en place une nouvelle source de financement à LT coûteuse et permet d'améliorer sensiblement la physionomie du bilan de l'entreprise. Les banques acceptent bien volontiers de concevoir un programme de titrisation qui leur permet de dégager un ROE largement supérieur et de proposer des produits à plus forte valeur ajoutée à leurs clients.

III.2.2.1. Impact sur le bilan et le compte de résultats :

La cession de créances d'une personne morale à un trust permet sur le plan comptable de faire disparaître les créances cédées du bilan de l'entreprise cedante pour les affecter dans les comptes du trust. Titriser c'est une manière de sortir des créances du bilan, de diversifier les sources de financement, d'améliorer les ratio de structure financière et de libérer des fonds immobilisés pour des opérations de croissance externe.

Pour calculer l'impact de la titrisation sur le compte de résultat et le bilan d'une entreprise industrielle nous avons choisi un exemple chiffré spécifique. Il s'agit d'une société qui dispose d'un BFR structurellement positif.

Hypothèses :

PIBOR	3.46%
On admet pour faciliter les calculs que la marge que devra verser la société sera égale à 54 points de base pour financer le montage.	
D'où coût de la titrisation avant impôt	4%
Coût de la dette pour l'entreprise avant impôt	7%
Revenus des placements avant impôt	3%
Taux d'imposition	37%
Surdimensionnement nécessaire	14%
Durée moyenne des créances	90 jours
La dette sur immobilisation devra être remboursée le 31/12/année 1.	

En début d'année 1, l'entreprise à le choix entre mettre en place un programme de titrisation et se faire financer son BFR par des crédits bancaires à MT.

Bilan avant Titrisation (début d'année 1) en MF

ACTIF		PASSIF	
Immo corporelles	1200,00	Fonds propres	705,61
		Résultat net	
Stocks	200,00	DLMT	500,00
créances	625,00	Fournisseurs immo	319,39
divers	100,00	fournisseurs	150,00
		divers	100,00
trésorerie	25,00	trésorerie	375,00
TOTAL	2150,00	TOTAL	2150,00

Compte de résultat de l'année 1 sans titrisation en MF

Chiffre d'affaires		2 500
Achats MP		-1 500
Charges de personnel		-400
Amortissements		-200
Frais de gestion		-150
Résultat d'exploitation		250
Frais financiers	(875*7%-25*3%)	- 60,50
Résultat exceptionnel		
Impôts sur les sociétés	37%	-70,11
Résultat Net		119,39

Bilan sans Titrisation (fin d'année 1) en MF

ACTIF		PASSIF	
Immo corporelles	1000,00	Fonds propres	705,61
		Résultat net	119,39
Stocks	200,00	DLMT	500,00
créances	625,00	Fournisseurs immo	0,00
divers	100,00	fournisseurs	150,00
		divers	100,00
trésorerie	25,00	trésorerie	375,00
TOTAL	1950,00	TOTAL	1950,00

L'entreprise souhaite étudier les conséquences de la mise en place d'un programme de titrisation d'un montant global de 500 MF. Pour obtenir les 500 MF désirés, il sera nécessaire de transférer au trust un portefeuille dont la valeur actuelle des flux sera supérieure de 14% au montant du programme d'émission des billets de trésorerie.

Montant actualisés des créances transférées au trust = 500 MF * 1.14 = 570 MF

La différence entre le montant reçu par le cédant et le montant du portefeuille actualisé est appelé le boni de liquidation ($570 - 500 = 70$ MF).

La durée moyenne des créances est de $625/2500 * 360 = 90$ jours. Il y aura donc 4 rechargements dans l'année.

Sachant que le coût du programme de titrisation s'élève à 4% par an et que la durée moyenne des créances est de 90 jours on peut calculer les frais financiers afférents à chaque rechargement.

Coût financier de chaque cession = $570 * (4\% * 90 / 360) = 570 * 1\% = 5.7$ MF. Etant donné qu'il y aura quatre rechargements du trust par an le coût annuel s'élève à $5.7 * 4 = 22.8$ MF.

Ainsi pour obtenir 500 MF de trésorerie, l'entreprise devra céder 575.7 MF de créances. Les 70 MF de boni de liquidation figureront en actif immobilisé et les 5.7 MF de frais financiers en perte exceptionnelle. Cette particularité comptable rend moins lisible la charge financière dont devra s'acquitter annuellement une entreprise.

On admet que les sommes dégagées par la titrisation servent à rembourser les concours bancaires courants.

Compte de résultat de l'année 1 avec titrisation en MF

Chiffre d'affaires		2 500
Achats MP		-1 500
Charges de personnel		-400
Amortissements		-200
Frais de gestion		-150
Résultat d'exploitation		250
Frais financiers	($500 * 7\% - 150 * 3\%$)	- 30,50
Résultat exceptionnel	($-5.7 * 4$)	- 22,80
Impôts sur les sociétés	37%	-72,78
Résultat Net		123,92

Bilan après titrisation (fin d'année) en MF

ACTIF		PASSIF	
Immo corporelles	1000,00	Fonds propres	705,61
boni de liquidation	70,00	Résultat net	123,92
Stocks	200,00	DLMT	500,00
créances ($625 - 570 - 5.7 * 4$)	32,20	Fournisseurs immo	0,00
divers	100,00	fournisseurs	150,00
trésorerie ($25 + 500 - 375 + 125 * 3\% + 375 * 7\%$)	180,00	divers + Δ impôts ($72.78 - 70.11$)	102,67
		trésorerie	
TOTAL	1582,20	TOTAL	1582,20

	Sans titrisation	Après titrisation
Fonds de roulement	325	260
Besoin en fonds de roulement	675	80
Trésorerie	-350	180

En conclusion, la titrisation agit généralement sur le bas du bilan de l'entreprise cédante. Elle permet de réduire significativement le BFR au profit de la trésorerie. Le bilan des entreprises est donc diminué des créances cédées. Le bilan de l'entreprise après titrisation paraît beaucoup plus solide. Toutefois, la titrisation permet de rembourser par anticipation des dettes financières à LT, mais ceci s'avère cher ou à financer une acquisition.

III.2.2.2. Impact sur les ratios de gestion

	Sans titrisation	Après titrisation
Ratio d'endettement Dettes totales/Total passif	57,69%	47,57%
Ratio d'autonomie financière Capitaux propres/Capitaux permanents	62,26%	62,39%
Ratio de rentabilité financière Résultat net/Capitaux propres	16,92%	17,56%
Ratio de rentabilité économique Résultat net/Total actif	6,12%	7,83%
Ratio de solvabilité (créances + disponibilités) / (Dettes d'exploitation + concours bancaires)	120,00%	123,56%

On comprend aisément que la titrisation influe fortement sur le ratio d'endettement. En effet, les liquidités dégagées dans le cas présent sont consacrées exclusivement au remboursement des crédits bancaires court terme. Après titrisation le ratio a ainsi diminué de plus de 10 points. La structure financière de la société s'est donc considérablement améliorée. Toutefois, les sommes perçues peuvent servir à rembourser des dettes LMT ce qui a un coût ou encore à financer une acquisition (cf. Valfond).

A l'inverse les ratio d'autonomie financière et de rentabilité financière ne bougent presque pas. Seule la variation du résultat net peut avoir une incidence sur ces ratios. Dans le cas présent, le profit augmente légèrement car la titrisation coûte 300 points de base de moins que la dette financière classique et a donc un effet positif sur ces deux ratios.

La rentabilité économique augmente fortement en passant de 6% à près de 8% car le total des actifs a fortement diminué alors que le RN a légèrement progressé.

Enfin le ratio de solvabilité est marginalement influencé par l'opération de titrisation. En effet, l'actif circulant et le passif exigible sont réduits d'autant.

III.2.2.3. Coût pour le cédant

Nous avons pris l'exemple d'une titrisation lancée récemment pour une entreprise américaine notée BBB par Standard & Poors. Pour d'évidentes raisons de confidentialité nous garderons le nom du cédant et de l'établissement financier secrets.

Ladite société bénéficie du statut *d'investment grade* et pourrait à ce titre émettre des *commercial papers*. Toutefois, elle serait contrainte de payer une marge importante (environ 60bp) et cet accès au marché financier pourrait être supprimé si la société devait être dégradée.

BBB souhaite lever USD 200 mios de cash pour une durée de 5 années. Le véhicule de titrisation émettra des titres en dessous de LIBOR.

1. La banque délivrera une ligne de liquidité sous forme d'un engagement de rachat au pair des actifs cédés par BBB au véhicule de titrisation en cas d'illiquidité sur le marché des billets de trésorerie. Cette ligne d'une durée de 364 jours (donc non cookée si elle n'est pas tirée) sera renouvelable tous les ans. La banque percevra une marge de 12.5 pb/an pour ce crédit.
 \Rightarrow Le coût des fonds n'est donc plus inférieur à Libor mais devient Libor + 12.5 pb.
2. La banque délivre également une lettre de crédit générale dans l'hypothèse où les garanties spécifiques à une opération seraient insuffisantes pour couvrir le risque. Cette lettre de crédit cookée à 100% couvre 10% du programme soit 62.5 pb/an.
 \Rightarrow le coût des fonds n'est donc plus de Libor + 12.5 pb mais de Libor + 18.75 pb.
3. La banque prélève également une commission de suivi administratif de 0.3 pb/an.
 \Rightarrow le coût des fonds n'est donc plus de Libor + 18.75 pb mais de Libor + 19.05 pb.
4. Enfin la banque perçoit une commission de montage au démarrage de 2.5 pb. Cela représente une commission de 0.5 pb/an.
 \Rightarrow **le coût total de cette opération de titrisation s'élève donc à 19.55 pb/an, ce qui est largement inférieur au 60 pb/an que BBB devrait verser pour un crédit traditionnel. On comprend mieux l'engouement des entreprises américaines pour la titrisation.**

III.2.2.4. Calcul du surdimensionnement adéquat.

Plus le surdimensionnement sera important moins le cédant aura intérêt à titriser son poste client. Soit :

- S : taux de surdimensionnement,
- Δ_T : le taux de réserve global pour couvrir les pertes, la dilution et la concentration
- PTM : *payment term multiplier*
- s : durée standard d'une créance
- x : durée moyenne de règlement
- m : la durée maximale d'une créance

On prend Δ_T tel que la probabilité de réaliser une perte soit inférieure à 0.1%
condition *sine qua non* pour obtenir une notation A1+/P1

$$PTM = (m + (x-s))/m$$

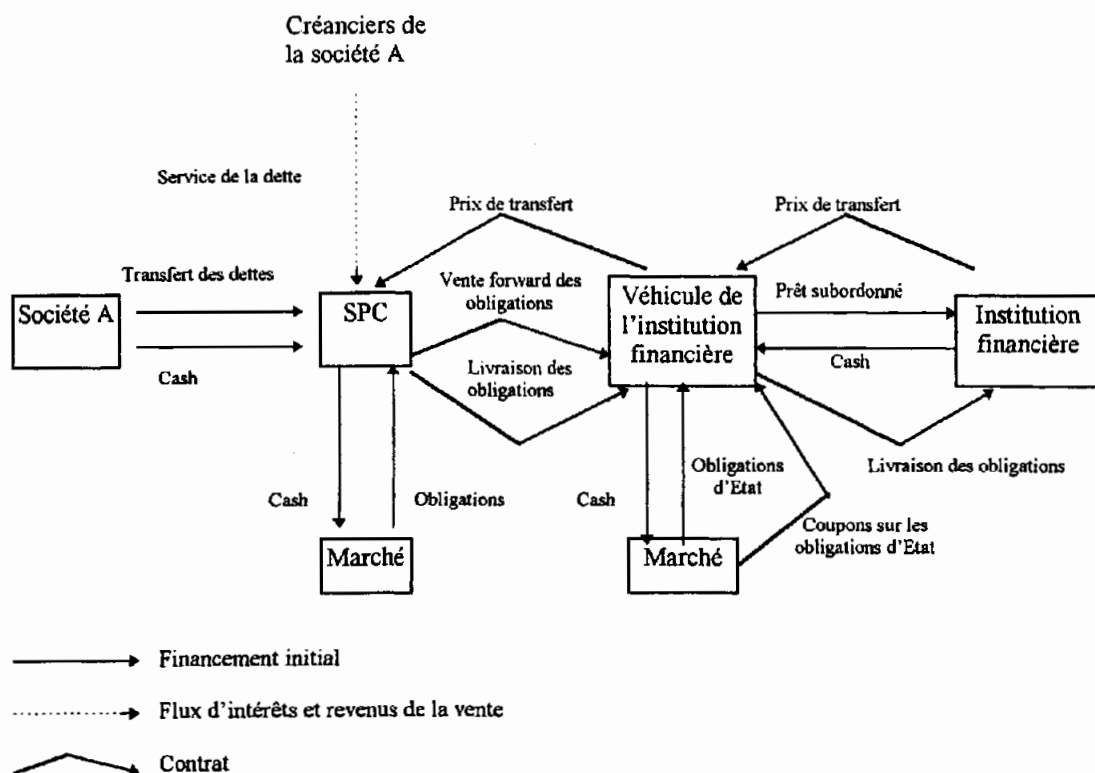
taux de retard moyen

$$S = \Delta_T * PTM$$

III.3 Montages utilisés par les entreprises pour titriser et défaire :

III.3.1 montage de défaisance

III.3.1.1. Montage proposé par une institution financière



Description du montage :

La société A transfère au Special Purpose Conduit simultanément la dette à défaire et un montant de cash équivalent à la VAN de la dette. Le cash est utilisé par le SPC pour acheter des obligations sur le marché et le SPC conclut un accord de vente forward avec le véhicule de l'institution financière. Le prix de transfert est calculé de telle façon qu'il égale les remboursements que servira le SPC aux créanciers de la société A.

Pour protéger les créanciers, le véhicule de l'institution financière achète des obligations d'Etat qui sont financées par un prêt subordonné de la part de l'institution financière.

La composition du portefeuille est déterminée grâce à des programmes d'optimisation dont notamment la programmation linéaire reposant sur une base de titres disponibles sur le marché. La possibilité de constituer un tel portefeuille dépend alors de la profondeur du gisement d'emprunts d'Etat ou garantis par l'Etat à taux fixe.

Le trust doit à tout moment disposer de montants suffisants pour assurer le service de la dette ; comme il est difficile de réaliser une parfaite adéquation entre les flux générés par le portefeuille et le service de la dette, le portefeuille pourra être surdimensionné en ayant une valeur supérieur au minimum requis.

III.3.1.2. Cas peugeot :

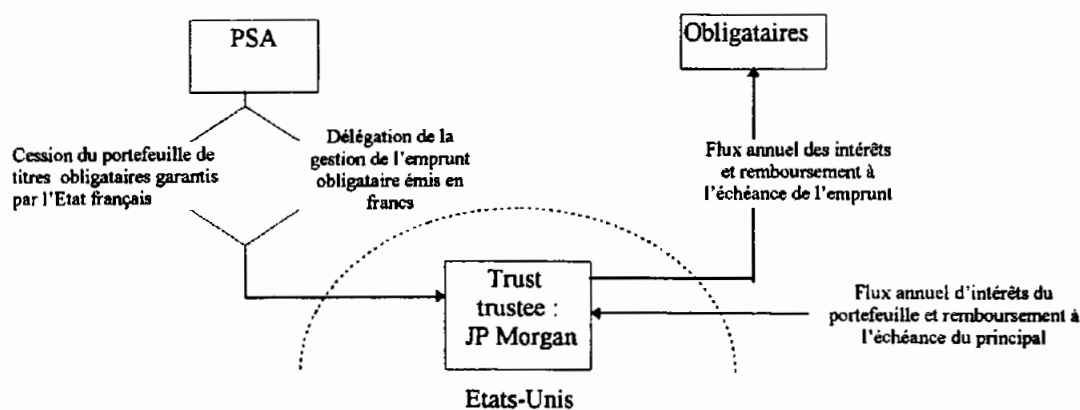
En 1987, Peugeot disposait d'importantes disponibilités⁴⁶ : d'une part la société avait bénéficié d'une augmentation de capital de l'ordre de 3,5 milliards de francs et d'autre part la rentabilité était telle que l'autofinancement était supérieur aux investissements en 1987.

Parallèlement, PSA supportait un lourd endettement obligataire contracté au début des années 80. Cet endettement long terme prévoyait des clauses de remboursements anticipés, mais induisait d'importantes pénalités.

En décembre 1987, la société Peugeot SA s'est donc défaite de l'emprunt obligataire à bons de souscription d'actions qu'elle avait émis en 1983 et dont les principales caractéristiques étaient les suivantes :

- montant : 1 milliard de francs
- durée : huit ans (1983-1991) avec remboursement in fine
- taux d'intérêt nominal : 11,5%

La stratégie financière était celle d'un désendettement plutôt que la recherche de produits financiers. PSA, conseillé par Coopers & Lybrand et JP Morgan a utilisé la technique de la défaisance selon les normes américaines en vigueur.



En effet, en l'absence de réglementation française elle a utilisé un trust domicilié aux Etats-Unis et géré par la banque Morgan. Elle a, à cette fin constitué un portefeuille d'obligations d'Etat et d'obligations garanties par l'Etat français, pour une valeur de 1,067 milliards de francs, aux flux synchronisés avec ceux de l'emprunt.

La difficulté rencontrée par PSA était celle d'un gisement étroit d'emprunts éligibles à l'opération de défaisance. Il faut signaler que PSA s'était adressé aux organismes émetteurs d'obligations garanties par l'Etat. Il leur était proposé d'émettre un emprunt obligataire parfaitement corrélé en flux d'intérêts, principal et échéances avec la dette du groupe et seul un complément réduit de un million de francs de bons du Trésor ont été achetés directement sur le marché pour assumer le service de la dette.

⁴⁶ Une première en France : la defaisance de bilan, Option Finance, Bénédicte Paille, 15 février 1988

Si l'on fait un calcul rapide, en considérant que la période résiduelle est de 4 ans, on s'aperçoit que le taux d'intérêt des titres obligataires du portefeuille est d'environ 9,5% et explique ce surcoût de 67 millions de francs. Et pourtant, selon Frédéric de Saint Geours, chargé de mission à la direction financière de PSA, Peugeot a économisé grâce à cette opération au moins deux points de dette.

La difficulté rencontrée par PSA était celle d'un gisement étroit d'emprunts éligibles à l'opération de défaisance. Il faut signaler que PSA s'était adressé aux organismes émetteurs d'obligations garanties par l'Etat. Il leur était proposé d'émettre un emprunt obligataire parfaitement corrélé en flux d'intérêts, principal et échéances avec la dette du groupe et seul un complément réduit de un million de francs de bons du Trésor ont été achetés directement sur le marché pour assumer le service de la dette.

C'est la banque Morgan qui a aidé PSA à réaliser le montage du portefeuille, et la commission de montage est bien inférieure aux frais occasionnés par une offre publique de rachat anticipé. La commission de gestion du trust est également négligeable. Le critère de coût a été déterminant dans cette opération de désendettement rapide.

La COB a accepté la défaisance économique de PSA en 1987, car le groupe n'avait pas d'autres emprunts en cours et s'engageait à ne pas en émettre d'autres avant le dénouement de la défaisance.

L'incidence du transfert dans les comptes s'est traduite par une charge supplémentaire de 97 millions de francs : d'une part les charges financières de 67 MF représentant la différence entre la valeur du passif et de l'actif transféré, et d'autre part 30 MF correspondant à l'amortissement du solde des frais d'émission de l'emprunt.

Les annexes sociales et consolidées précisent que PSA reste responsable de ses engagements vis à vis des obligataires.

III.3.2. VALFOND titrise ses créances sur le marché américain.

Le Groupe Valfond spécialisé dans la fonderie de pièces détachées et dans la visserie boulonnerie pour l'automobile était à la recherche d'un financement à moyen terme de 800 millions de francs pour financer une politique de croissance externe active. Malheureusement le groupe qui anticipe un CA consolidé de 6 milliards de francs en 1997⁴⁷ et qui a affiché de mauvais résultats en 1995 et 1996 ne pouvait lever une telle somme sur les marchés financiers. De plus les démêlés de son PDG avec la justice le pénalisait dans la recherche d'un financement compétitif. Aussi, le groupe a eu l'idée d'essayer de mobiliser son poste clients pour se procurer les liquidités nécessaires.

La titrisation n'était pas à première vue la meilleure solution pour cette société. En effet, d'une part ses deux principaux clients : Renault et Peugeot, représentent plus de 50% de son poste clients. D'autre part, le groupe Valfond s'est constitué par rachats successifs de fonderies. Il était difficile de se faire une opinion sur les taux de retard, de perte, et de dilution du groupe Valfond compte tenu de l'absence de données historiques fiables.

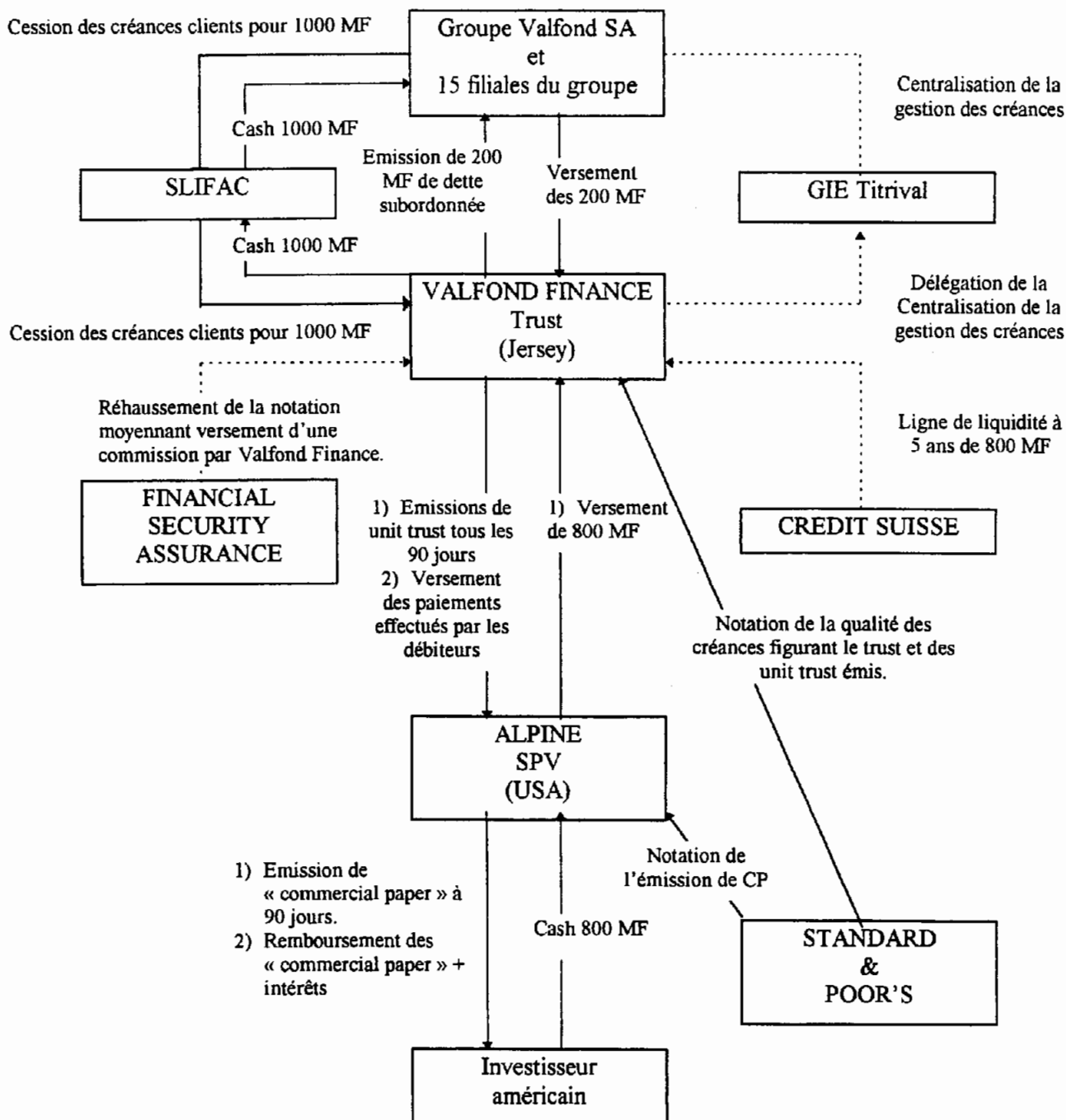
La titrisation des créances commerciales du groupe Valfond a donc nécessité la mise en place de nombreux intervenants afin de sécuriser au maximum le montage. Voici le détail de l'opération⁴⁸ :

1. Un trust a été créé à Jersey : Valfond Finance. Ce trust a pour vocation d'acheter toutes les créances commerciales du groupe Valfond et d'émettre des « *units* » afin de se refinancer.
2. Compte tenu de l'absence de données historiques fiables sur les clients du groupe, il est apparu nécessaire d'interposer la Slifac entre le trust et le groupe Valfond. La Slifac est un établissement financier spécialisé dans l'affacturage qui dispose de bases de données permettant de noter les débiteurs du groupe Valfond. La Slifac est donc chargée d'opérer un tri entre les différentes créances et de décerner un label de qualité aux créances cédées au trust. Dans les faits les créances transiteront au travers de la Slifac.
3. Pour cette titrisation, les concepteurs et le groupe Valfond ont opté pour l'émission de parts subordonnées plutôt que pour un surdimensionnement important. Le trust émet donc de la dette subordonnée souscrite par le groupe Valfond. Cette dette ne sera remboursée qu'à l'issue du programme une fois tous les investisseurs remboursés.
4. Le trust délègue la gestion des créances à un GIE Titritival appartenant au groupe Valfond.
5. La Financial Security Assurance s'est engagée à assurer les 800 millions de francs de capital ainsi que les intérêts afférents moyennant versement d'une commission.
6. Le Crédit Suisse met à la disposition du trust une ligne de crédit de 800 millions de francs pour les 5 années que dureront le programme de titrisation.
7. Standard & Poor's a attribué la notation AAA aux *units* qui seront émises par le trust.
8. Le véhicule de titrisation dénommé Alpine qui est régulièrement utilisé par le Crédit Suisse pour ses opérations achète les *units* et se refinance sur le marché des *commercial paper*. Compte tenu de sa notation AAA par S&P, Alpine réussit à se refinancer à Libor -7 pb.
9. Valfond se finance donc à 5.5%⁴⁹ en dollars. Les fonds levés ont permis de racheter le 51.6% du second fondateur français Waeles (CA 1.32 milliards de francs, 12 sites de production et 2400 personnes) et de lancer une OPA sur les autres actions. S'il devait racheter la totalité du capital il en coûterait au groupe Valfond 190 millions de francs auxquels s'ajouteraient 80 millions de francs de recapitalisation.

⁴⁷ Le Journal des Finances, semaine du 24 mai 1997.

⁴⁸ Option Finance, Valfond titrise ses créances sur le marché américain, n°434, 13/01/97.

⁴⁹ Le Journal des Finances, semaine du 24 mai 1997.



CONCLUSION

La titrisation et le cantonnement permettent aux banques d'améliorer leurs ratios prudentiels. Le cantonnement offre de plus la possibilité d'accroître la rentabilité de leurs fonds propres en réallouant les fonds propres libérés par la sortie d'actifs peu rentables et fortement pondérés du bilan vers des actifs plus rémunérateurs : on assiste ainsi à un accroissement du résultat net pour un même niveau de fonds propres. La titrisation en apportant de manière instantanée des liquidités permet à la banque cédante de rembourser une partie de ses fonds propres, technique fortement appréciée des banques anglo-saxonnes. Cependant la titrisation en France a un impact négatif sur le résultat net de la banque : le coût de son refinancement est supérieur à celui d'un emprunt obligataire classique. La rentabilité des fonds propres des banques françaises peut s'améliorer par la titrisation si et seulement si elles sont déjà suffisamment rentables et si la réduction relative des fonds propres par remboursement est supérieure à la variation relative de leur résultat net, réduit par la titrisation.

La titrisation, le cantonnement et la défaisance sont des techniques d'ingénierie financière résolument différentes. On peut toutefois rapprocher la défaisance d'actif et la titrisation. Certains montages envisagent de céder des créances dépréciées à partir du moment où elles sont suffisamment provisionnées pour ensuite les titriser comme le font les fonds « vautours » anglo-saxons dans l'immobilier, ou tout simplement sur le modèle des *collateralized mortgage obligations*.

Le cantonnement apparaît comme un résultat de la volonté des actionnaires, cet outil d'habillage du bilan est utilisé dans l'urgence pour se conformer à des contraintes extérieures et à l'obligation de ces derniers de recapitaliser la société. Alors que la défaisance et la titrisation sont des méthodes dynamiques de gestion du bilan comportant une vision de long terme.

La défaisance et la titrisation permettent de renforcer la structure financière du bilan d'une entreprise. Dans le cas de la défaisance l'entreprise se sépare d'une partie de sa dette, dans le cas de la titrisation les liquidités en provenance de la cession des créances permettent un remboursement de cette dette. Dans les deux cas les ratios d'endettement de l'entreprise s'améliorent. Ces outils de désendettement peuvent par exemple être utilisés dans une perspective de croissance externe ou d'investissement.

Selon des critères de coût, la conjoncture dicte la technique la plus adaptée à cette gestion bilantielle. Il semble que la titrisation et la défaisance s'excluent mutuellement. En effet, si la titrisation est un outil de gestion financière avantageux pour le cédant en période de baisse des taux, la défaisance ne s'avère véritablement rentable qu'en période de hausse des taux.

Alors que la défaisance et le cantonnement sont des techniques qui seront peu à peu abandonnées au regard respectivement de la courbe des taux pour la première et de son coût pour la seconde, la titrisation possède désormais un environnement favorable, à la fois suite aux modifications de la réglementation sur les FCC et à la baisse des taux.

La titrisation de créances commerciales par les entreprises n'est toujours pas envisagée par la loi, mais de nombreux montages *off shore* sont aujourd'hui proposés par les principales banques d'affaires et les autorités françaises reconnaissent ce type de montages.

Bibliographie :

DEFEASANCE :

Ouvrages :

-Droit de l'ingénierie financière, J. P Bertrel/M. Jeantin, Litec 1991

Textes de loi et avis :

-Avis relatif à la comptabilisation de l'opération d' « in-substance defeasance », Conseil national de la comptabilité, document n°16 du CNC, 15 décembre 1988

-Loi du 28 novembre 1995, relative à l'action de l'Etat dans les plans de redressement du Crédit Lyonnais et du Comptoir des Entrepreneurs, JO, 30 novembre 1995

-Décision de la Commission du 26 juillet 1995 portant approbation conditionnée de l'aide accordée par la France à la banque Crédit Lyonnais, JOCE, 21 décembre 1995

Articles de presse:

-Une première en France : la « defeasance » de bilan, Bénédicte Paille,
Option Finance n°3, 15 février 1988

-Et pourquoi pas une « defeasance » à la française ?, Anne-Sophie Sicard,
Option Finance n°43, 12 décembre 1988

-La defeasance en question, Philippe Paquet,
La revue Banque, n°499, novembre 1989

-La defeasance, revue de droit bancaire et de la bourse, n°12, mars/avril 1989

-« Défaillance économique » et fiducie, Claude Ferry,
La semaine juridique, Ed. E. n°6, 7 février 1991

-Le fondement juridique de l'effet comptable de la « défaillance économique », Claude J. Ferry,
La semaine juridique Ed. E, n°46, 14 novembre 1991

-La mise en place d'une opération de défaillance, Stephan Alamowitch,
Marchés et techniques financières, n°64, octobre 1994

-Le trust : instrument au service de l'entreprise et du patrimoine,
Revue de droit bancaire et de la bourse n°56, juillet/août 1996

-Vers la fin de la défaillance de dettes, Hervé Stolowy,
Les Echos, 4 février 1997

-Plaidoyer pour la fiducie, Judith Sebillote-Legrès,
l'Actualité Fiduciaire, n°807, mai 1997

- Crédit Lyonnais, la grande lessive,
Option finance n°300, 28 mars 1994
- la BIMP choisit la voie du désendettement comptable, Bertrand Perignon,
Marchés et techniques financières, n°59, avril 1994
- CDE : un désendettement de place, Bertrand Perignon/Frédéric Tixier
Marchés et techniques financières, n°61, juin 1994
- Le Crédit Lyonnais remanie ses directions,
Option finance, n°311, Juin 1994
- Rapport de la commission d'enquête sur le Crédit Lyonnais, François d'Aubert/ Philippe Seguin,
Assemblée Nationale, 5 juillet 1994
- Crédit Lyonnais : les cinq clés du plan de sauvetage,
Les Echos, 9 février 1995
- Lyonnais : plusieurs obstacles juridiques pourraient gêner le sauvetage,
Les Echos, 17 mars 1995
- Crédit Lyonnais : un plan complexe et beaucoup de question,
La tribune des fossés, 20 mars 1995
- Crédit Lyonnais : la cavalerie du gouvernement,
Les Echos, 31 mars 1995
- La defaillance permettra-t-elle aux assureurs de transformer le plomb en or, Colette Fabre,
L'Argus, 21 avril 1995
- Vers la création d'un marché secondaire de créances defaillées,
L'Argus, 21 avril 1995
- Une ardoise immobilière non soldée, Alain Tchibozo / Philippe Tannenbaum,
Analyse financière, n°103, Juin 1995
- Lyonnais : l'Etat verrouille le plan de sauvetage,
La tribune des fossés, 7 septembre 1995
- Lyonnais : un débat parlementaire délicat pour un plan exceptionnel,
Les Echos, 4 octobre 1995
- Structures de « defaillance », le lent cheminement des banques,
Les Echos, 26 octobre 1995
- Michel Rouger restructure CDR de fond en comble,
La tribune des fossés, 9 novembre 1995
- La brocante des actifs du Crédit Lyonnais est ouverte,
Le Monde, 23 novembre 1995

- Le CDR fait le ménage dans ses participations bancaires,
La tribune desfossés, 4 janvier 1996
- Le Consortium de Réalisation poursuit la mise en place de ses structures,
Les Echos, 18 janvier 1996
- Lyonnais : la grande braderie du CDR,
Le nouvel économiste, n°1031, 19 janvier 1996
- Consortium de Réalisation : la réorganisation arrive à son terme,
Les Echos, 5 février 1996
- Le gouvernement donne le coup d'envoi à la mise en vente de la MGM,
Les Echos, 13 mars 1996
- Le Crédit Lyonnais est piégé par son plan de sauvetage,
La tribune desfossés, 19 mars 1996
- Pour sortir de la crise immobilière, Philippe Tannenbaum,
Banque n°569, avril 1996
- Défaissances, les solutions de la dernière chance,
Enjeux les échos, Juin 1996
- La commission de Bruxelles vigilante sur l'exécution du plan du Crédit Lyonnais,
Les Echos, 6 juin 1996
- La titrisation du Lyonnais lancée dans une semaine,
La tribune desfossés, 4 juillet 1996
- Nouveau round de négociations entre Bercy et le Lyonnais,
Agefi, 11 juillet 1996
- L'opération de titrisation du Lyonnais soulève l'intérêt,
La tribune desfossés, 11 juillet 1996
- Note d'information, Cyber-val 07-96, Fonds commun de créances, 11 juillet 1996
- Titrisation, le lyonnais fournit les modalités de l'opération,
La tribune desfossés, 12 juillet 1996
- Succès pour la titrisation du Crédit Lyonnais,
Les Echos, 12 juillet 1996
- Défaillance et défaillance, Michel Rouger,
Revue de jurisprudence commerciale, juillet/août 1996
- Alléger un portefeuille de créances immobilières, Bertrand Schwab,
Banque n°572, juillet/août 1996

-La défaillance d'une banque, Monique Raynaud-Contamine,
Revue de jurisprudence commerciale, Octobre 1996

-Le CDR va céder pour 1 milliard de francs de créances immobilières,
Les Echos, 29 novembre 1996

-Le CDR cède 1 milliard de francs de créances à GE capital,
La tribune des fossés, 12 décembre 1996

-Immobilier : à qui profite la crise ?, Anne Feitz,
Option Finance n°431, 16 décembre 1996

-Bercy reporte d'un mois la transmission du plan de privatisation du Lyonnais à Bruxelles, Les
Echos, 24 février 1997

-Le CDR a perdu 13 milliards en 1996,
Figaro, 14 mars 1997

-Le Comptoir des entrepreneurs devrait coûter 12 milliards aux contribuables,
Le Monde, 4 avril 1997

TITRISATION :

Ouvrages :

-La titrisation : guide de l'investisseur, P. Gagey,
SEFI, 1990

-La titrisation des crédits, J. Terray,
GLN JOLY, janvier 1990

-La comptabilisation des instruments financiers dans les établissements de crédit, P. Richard,
La Revue Banque Editeur, 2ème trimestre 1991

-Titrisation et gestion financière de la banque, M. Ceresoli / M. Guillaud,
ESKA, 1992

-Pratique de la comptabilité bancaire, A. Sardi,
Agfes, 1992

-International Securisation, IFR
H. Morrissey, 1992

-Traité de comptabilité bancaire. Doctrine et Pratique, Y. Bernheim,
La Revue Banque Editeur, 2ème trimestre 1993

-Banques, normes et réglementations comptables,
Ed Francis Lefevre, février 1994

-Marchés des capitaux et techniques financières, V. Ferrandier R. Koen,
Economica, septembre 1994

-Le fonds commun de créances, C. Le Hir,
Revue Banque, 4^{ème} trimestre 1994

-Titrisation et remboursements anticipés, A. Frachot / C. Gourieroux,
Economica, 1995

-Le système financier français face à l'investissement innovation, R. Chabbal,
Documentation Française, 1995

-Principe de technique bancaire, L. Bernet Rollande,
Dunod, mars 1995

-La Titrisation : Aspects juridiques et financiers, T. Granier / C. Jaffreux,
Economica janvier 1997

-Gestion actif-passif et tarification des services bancaires, M. Dubernet,
Economica, janvier 1997

-Techniques financières, C. De la Baume / H. Stolowy

Textes de loi :

-J.O., 5 janvier 1993, pages 246 et ss, cf. annexe

-J.O., n°74, 28 mars 1993, page 5233

-Loi n°88-1201 art. 37 et 40

Articles de presse et avis :

-Titrisation FCC, feuillet 46
Dictionnaire Permanent Epargne et Produits financiers, 10 mai 1993

-Titrisation FCC, feuillet 51
Dictionnaire Permanent Epargne et Produits financiers, 15 septembre 1994

-Titrisation FCC, feuillet 53
Dictionnaire Permanent Epargne et Produits financiers, 15 mars 1995

-Titrisation FCC, feuillet 55
Dictionnaire Permanent Epargne et Produits financiers, 1^{er} novembre 1995

-Titrisation FCC, feuillet 57
Dictionnaire Permanent Epargne et Produits financiers, 20 mai 1996

-La titrisation, Centre d'information sur l'épargne et le crédit, n°114, février 1989

- Titrisation, P. Roblique / P. Alter,
Banque Stratégie, n°70, 28 février 1991
- Titrisation : Bercy change la règle du jeu,
La tribune Desfossés, 29 janvier 1993
- Aménagement réglementaire de la titrisation en France,
Agéfi, 30 mars 1993
- La titrisation : de nouvelles mesures propres à la favoriser,
Les petites affiches, n°42, 7 avril 1993
- L'irrésistible développement de la titrisation, R. Weiss,
L'observateur de l'immobilier, n°16, décembre 1993
- Bilan 1993 : la titrisation, Notations, 1^{er} janvier 1994
- La COB assouplit son règlement sur les fonds communs de créances, L. Tovi
Agefi, 28 mars 1994
- La titrisation « banalisée », François Henrot,
Option Finance, N°302, 11 avril 1994
- Titrisation : le marché français,
Crédit Lyonnais marché, n°64, mai juin 1994
- La titrisation, mode d'emploi et repères en France,
Bulletin mensuel du CIEC, n°170-171, juin 1994
- La titrisation des créances commerciales,
Option Finance, n°314, 4 juillet 1994
- La titrisation internationale de créances commerciales : aspects fiscaux (deuxième partie),
E Zeller, Option Finance, n°315, 11 juillet 1994
- L'assurance pour améliorer les ratios prudentiels des banques, G. Monier,
Banque, n°550, juillet août 1994
- Les fonds communs de créances, première partie, M. Quéré,
Option Finance, n°321, 12 septembre 1994,
- Les fonds communs de créances, deuxième partie, M. Quéré,
Option Finance, n°323, 26 septembre 1994,
- Le décollage de la titrisation se fait encore attendre,
Les Echos, 14 novembre 1994
- La titrisation : une technique prometteuse mais à marge de manoeuvre étroite, M. Euvrard,
Banque, décembre 1994
- Titrisation,
L'Observateur de l'immobilier, n°30, février 1995

- Les FCC à rechargement : règles et méthodes, H. Touraine, Banque, n°562, septembre 1995
- La titrisation a t-elle un avenir?, A. Feitz, Option Finance, n°381, 4 décembre 1995
- Titrisation : les avantages de la réémission de parts, Bulletin mensuel du CIEC, n°188, février 1996
- Panorama de la titrisation de cartes de crédit, A. Debuysscher, Banque, n°569, avril 1996
- La technique de la titrisation, X; de Kergommeaux / G. de Saint Marc, Droit et Patrimoine, juin 1996
- Europeans join the asset-backed securities club, C. Middelmann, Financial Times, 9 juillet 1996
- Le Crédit Foncier de France titrise 6,9 milliards de créances sur les collectivités locales, E. Benhamou, Agéfi, 30 août 1996
- Ces sociétés qui sollicitent l'épargne américaine, La tribune desfossés, 17 septembre 1996
- La titrisation comme mode de financement de l'exploitation des entreprises, J. Terray, Banque Stratégie, N°130, septembre 1996
- Gestion de trésorerie, MTF n°83, septembre 1996
- La titrisation, une autre solution pour le financement des comptes clients, MOCI, 26 septembre 1996
- Titrisation : le montage à deux étages du Crédit Foncier de France, A. Sérès, Option Finance, n°422, 14 octobre 1996
- Bulletin d'actualité - Lamy droit du financeemnt, n°69, novembre 1996
- Dossier Titrisation, Les Echos, 18 novembre 1996
- La titrisation des créances commerciales : contraintes et techniques juridiques, H Touraine, Banque et Droit, n°50, novembre-décembre 1996
- Valfond se lance dans la titrisation de créances commerciales, Agefi, 3 décembre 1996
- Le groupe Valfond titrise 1 milliards de francs de créances, La tribune desfossés, 3 décembre 1996
- Valfond titrise ses créances sur le marchés américain, A. Seres, Option Finance, n°434, 13 janvier 1997

-Titrisation : une nouvelle dimension,
Agefi, 14 janvier 1997

- Fort potentiel de croissance pour la titrisation de l'immobilier d'entreprise,
Agefi, 7 février 1997

-La titrisation, l'outil miracle qui accroît la liquidité du marché,
L'Euro, 21 février 1997

-Titrisation le marché démarre,
Banque, n°581, mai 1997