



## Titrisation

Janvier 2011

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

*L'autorité qui veille sur votre épargne*

|                                                                                     |                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| <b>INTRODUCTION .....</b>                                                           | <b>3</b>         |
| <b><i>I-DEFINITION ET ORIGINE DE LA TITRISATION .....</i></b>                       | <b><i>4</i></b>  |
| <b><i>II-CONCEPTION DE LA TITRISATION.....</i></b>                                  | <b><i>5</i></b>  |
| <b><i>2.1 LES INTERVENANT DANS UNE OPERATION DE TITRISATION .....</i></b>           | <b><i>5</i></b>  |
| <b><i>2.2 MECANISME .....</i></b>                                                   | <b><i>6</i></b>  |
| <b><i>2.3 PRINCIPALES CARACTERISTIQUES D'UNE OPERATION DE TITRISATION .....</i></b> | <b><i>8</i></b>  |
| <b><i>2.4 AVANTAGES DE LA TITRISATION .....</i></b>                                 | <b><i>11</i></b> |
| <b><i>2.5 RISQUES LIES AUX OPERATIONS DE TITRISATION .....</i></b>                  | <b><i>13</i></b> |
| <b><i>2.6 TYPES DE CASH FLOWS DANS UNE STRUCTURE DE TITRISATION .....</i></b>       | <b><i>13</i></b> |
| <b><i>2.7 VALORISATION DES ACTIFS ET LEURS NOTATIONS.....</i></b>                   | <b><i>14</i></b> |
| <b><i>III-TITRISATION DANS LE MONDE : .....</i></b>                                 | <b><i>17</i></b> |
| <b><i>3.1 EVOLUTION REGLEMENTAIRE .....</i></b>                                     | <b><i>17</i></b> |
| <b><i>3.2 EUROPE VS ETATS-UNIS.....</i></b>                                         | <b><i>19</i></b> |
| <b><i>3.3 TITRISATION A L'ORIGINE DE TOUS LES MAUX .....</i></b>                    | <b><i>20</i></b> |
| <b><i>IV-LA TITRISATION AU MAROC.....</i></b>                                       | <b><i>25</i></b> |
| <b><i>4.1 EMERGENCE.....</i></b>                                                    | <b><i>25</i></b> |
| <b><i>4.2 REFORME DU CADRE JURIDIQUE .....</i></b>                                  | <b><i>25</i></b> |
| <b><i>4.3 CESSION DES CREANCES.....</i></b>                                         | <b><i>29</i></b> |
| <b><i>4.4 RECOUVREMENT .....</i></b>                                                | <b><i>29</i></b> |
| <b><i>4.5 CONTROLE .....</i></b>                                                    | <b><i>29</i></b> |
| <b><i>4.6 ETATS DES LIEUX .....</i></b>                                             | <b><i>29</i></b> |
| <b><i>4.7 NORMES COMPTABLES APPLICABLES A LA TITRISATION.....</i></b>               | <b><i>30</i></b> |
| <b><i>4.8 FISCALITE .....</i></b>                                                   | <b><i>32</i></b> |
| <b><i>4.9 NOUVELLES OPPORTUNITES .....</i></b>                                      | <b><i>33</i></b> |
| <b><i>V- CONCLUSION .....</i></b>                                                   | <b><i>35</i></b> |

Le système financier international est passé par plusieurs mutations profondes entraînant une révolution dans la sphère financière. Ces nombreux changements ont été principalement déclenchés par les nouvelles technologies et les dérèglementations.

En effet, la financiarisation des actifs financiers, sous l'impulsion des normes comptables (IAS, IFRS,...) ainsi que le développement de l'ingénierie financière, ont incité à la créativité et à la création de nouveaux modèles multipliant ainsi les modes de financement.

La titrisation, phénomène relativement récent, s'inscrit parmi les plus importantes innovations financières connues par les marchés. Elle appartient à la famille des financements structurés permettant aux investisseurs d'obtenir des solutions d'investissement taillées sur-mesure.

La taille et la croissance de ce marché qui dure depuis une trentaine d'années témoignent du succès et de l'utilité de cette technique. Cependant, malgré ses nombreux avantages notamment en termes de liquidité et de distribution de risques, cette technique est devenue le premier bouc émissaire de la crise financière 2007-2008 qui a profondément bouleversé les marchés financiers internationaux provoquant une crise de crédit et de liquidité dont les conséquences étaient massives. Plusieurs études et analyses ont été réalisées afin de donner des explications à ces turbulences financières alors que plusieurs interprétations avaient lancé le blâme de cette crise financière sur la technique de la titrisation.

Cette étude est composée de 4 parties. Les deux premières sont axées sur la définition, conception, mécanisme et utilité de la titrisation. La troisième partie est dédiée à l'évolution réglementaire de la titrisation dans le monde. Ensuite, la quatrième partie de cette étude dresse l'état des lieux de cette technique au Maroc, son cadre réglementaire ainsi que son utilité dans le secteur marocain.

## *I- Définition et origine de la titrisation*

La titrisation est un montage financier qui permet à une entreprise, banque ou institution financière (le cédant) de réorganiser son actif financier en cédant un portefeuille d'actifs relativement illiquide et le transformer en titres négociables sur le marché. Cette technique qui s'inscrit dans le cadre des financements structurés est originaire des Etats-Unis. Elle a débuté dans les années 70 avec la croissance du marché hypothécaire et a connu une forte évolution en Europe depuis la fin des années 90. Elle s'est étendue par la suite à plusieurs types de créances, notamment les crédits à la consommation et les crédits commerciaux.

Avant les années 1970, les banques se limitaient aux tâches d'intermédiation financière. Elles prêtaient à leurs clients et conservaient le portefeuille d'encours parmi leurs actifs financiers jusqu'à leurs échéances ou leurs remboursements, en les finançant par les dépôts et/ou la dette interbancaire. Après la seconde guerre mondiale avec l'envolée du crédit, les banques étaient forcées à trouver de nouvelles sources de financement, d'où le recours à la titrisation.

Les premières opérations de titrisation ont débuté sous la tutelle de trois agences spécialisées disposant de garanties d'Etat<sup>1</sup>. Il s'agit de la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), la Federal Home Loan Mortgage Association (Freddie Mac) et la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)<sup>2</sup>. Ces agences assuraient le marché secondaire des prêts hypothécaires ainsi que le refinancement et la garantie des Mortgage Bankers.

La première opération de titrisation concernait au début les prêts hypothécaires<sup>3</sup> mais rapidement elle est devenue applicable à d'autres types d'actifs: crédits à la consommation, crédits automobiles, prêts étudiants et encours de cartes de crédit. L'innovation en continue dans le domaine de la titrisation a entraîné une complexité croissante des techniques et instruments utilisés.

Avec l'évolution des marchés financiers, la définition de la titrisation a pris un aspect plus technique et plus spécifique. Récemment, ce terme est devenu de plus en plus lié aux financements structurés, qui désigne l'ensemble des activités et produits mis en place afin d'apporter de nouvelles méthodes de financements plus adaptés aux besoins des investisseurs tout en réduisant le risque.

La titrisation pourrait alors être définie comme un montage financier permettant de créer des instruments financiers qui aboutissent à des solutions de financements sur-mesure destinées aux investisseurs. C'est en effet une transaction qui donne la possibilité à une entreprise ou une institution financière de transférer le risque et/ou se financer en sortant de son bilan des actifs et en les vendant sous forme de valeurs mobilières.

---

<sup>1</sup> Government Sponsored Agencies= agences Fédérales

<sup>2</sup> Un an après la crise, ces trois agences fédérales se sont retrouvées au cœur d'une crise de confiance d'une ampleur massive qui a suscité le Trésor Américain à projeter un plan de sauvetage de 25 Md de Dollars. Ces trois agences sont désormais nationalisées

<sup>3</sup> Il s'agit dans ce cas d'un MBS

### 2.1 Les intervenants dans une opération de Titrisation

Une opération de titrisation implique un ensemble d'acteurs dont les rôles sont définis dans les textes réglementaires :

- **L'initiateur** : ou le Cédant, l'établissement qui veut se départir d'un ensemble de créances dans leur totalité ou en partie dans le cadre d'une opération de titrisation. Généralement, les autorités de surveillance établissent une liste des établissements qui sont autorisés à effectuer une opération de titrisation.
- **L'arrangeur** : typiquement une banque d'affaire/d'investissement, ou un spécialiste de titrisation qui va solliciter les cédants potentiels et s'occuper dans la plupart des cas de la syndication ou du placement privé des titres émis.
- **Le FCC** : le fond commun de créances ou SPV (*special purpose vehicle*) dans les places anglo-saxonnes. Une copropriété qui n'a généralement pas de personnalité morale<sup>4</sup> et qui a pour objet exclusif l'acquisition des créances d'un ou de plusieurs initiateurs. Cette acquisition est financée par le moyen d'émission de titres du FCC dans le public.
- **L'établissement gestionnaire** : toute personne morale chargée de la gestion d'un FCC. La société gestionnaire a un rôle de mandataire et d'administrateur. Elle gère le fonds et représente les intérêts des investisseurs.
- **L'établissement dépositaire** : généralement avec la société gestionnaire, le dépositaire est cofondateur du Fonds de titrisation. Cet établissement serait chargé de la garde des actifs du fonds de titrisation<sup>5</sup>, du bordereau de cession et de tout document assurant la validité des actifs.
- **L'agence de notation**: sa mission principale est l'évaluation du risque lié au montage du fonds de créances et celui des titres cédés/émis. La notation est effectuée au moment de l'émission des parts par le FCC. En général, en dehors de la titrisation, une notation reflète la capacité d'une entité à honorer ses engagements. Pour la titrisation, la notation concerne le fonds et non le cédant. Noter un fonds revient à déterminer le niveau de risque final des parts émises par ce fonds et à apprécier si les méthodes de rehaussement de crédit utilisées sont suffisantes pour respecter ses engagements de paiements en fonction de son calendrier contractuel et de réduire son risque final. Il s'agit donc au regard du risque de défaut, d'identifier le montant de garanties à lui faire correspondre<sup>6</sup>.
- **L'investisseur** : peuvent être des institutions financières, des fonds d'investissement, des assurances, des entreprises publiques, des particuliers etc...
- **L'autorité de Marché** : son rôle diffère d'un pays à l'autre mais elle est présente pour surveiller et autoriser ce type de transaction.

<sup>4</sup> Pourrait varier selon les réglementations. En France par exemple, le FCC a le choix d'avoir ou non une personnalité morale

<sup>5</sup> Un établissement chargé de recouvrement pourrait être désigné par l'initiateur et serait chargé de la conservation des créances. Les bordereaux de cession seront, néanmoins, conservés par l'établissement dépositaire.

<sup>6</sup> La titrisation: Principes Généraux, Erwan Keraudy.

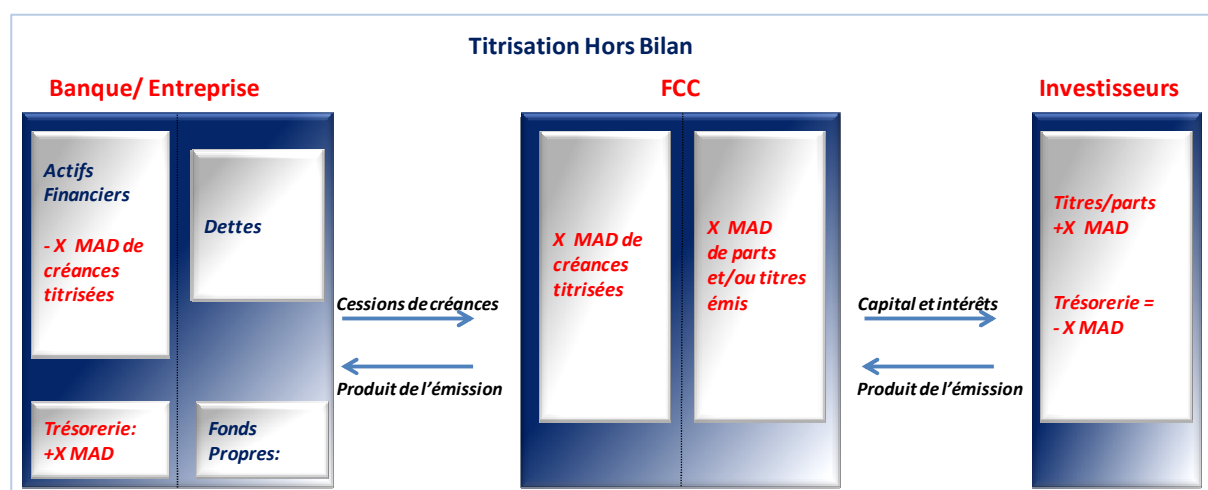
## 2.2 Mécanisme

En pratique, l'initiateur transmet à un véhicule de titrisation un bloc relativement homogène de créances. Ce véhicule, appelé FCC<sup>7</sup>, est une entité juridique ad-hoc gérée par un établissement gestionnaire. Le FCC est comparable à un fonds d'investissement qui finance l'achat des actifs cédés en émettant des titres. Cependant, les titres émis par ce véhicule de titrisation sont adossés aux actifs cédés, et sont généralement dénommés ABS (*Asset-Backed Securities*). Ces titres sont placés par la suite auprès des investisseurs qui seront rémunérés directement par les revenus des créances achetées par le FCC.

Comme tout instrument de financement structuré, la titrisation est élaborée de manière à ce que le risque des actifs sous-jacents soit modifié ou redistribué. Il est important de noter que le risque ne disparaît pas mais il est toutefois diffusé parmi plusieurs classes d'investisseurs selon une structure bien spécifique. Plusieurs types de risques pourraient être liés aux actifs sous-jacents, à titre d'exemple : risque de crédit, risque de taux d'intérêt, risque de liquidité, risque de défaut, etc. La titrisation est principalement concernée par la *monétisation / financiarisation* des actifs financiers, de manière à ce que le risque soit généralement lié directement à leurs remboursements et non à la performance du cédant. Les actifs cédés par l'initiateur pourraient être des actifs existants ou futurs. Concernant cette dernière catégorie d'actifs, on pourrait trouver des créances sur les exportations de pétrole et redevances de gaz, sur les billets d'avions, et les créances sur les recettes fiscales.

On pourrait distinguer deux types de titrisation : La titrisation classique et la titrisation synthétique.

### 2.2.1 La titrisation Classique



<sup>7</sup> Fonds Commun de Créances au Maroc appelé FPCT : fond de Placement Collectif en Titrisation, généralement connu dans le monde anglo-saxon sous le nom SPV

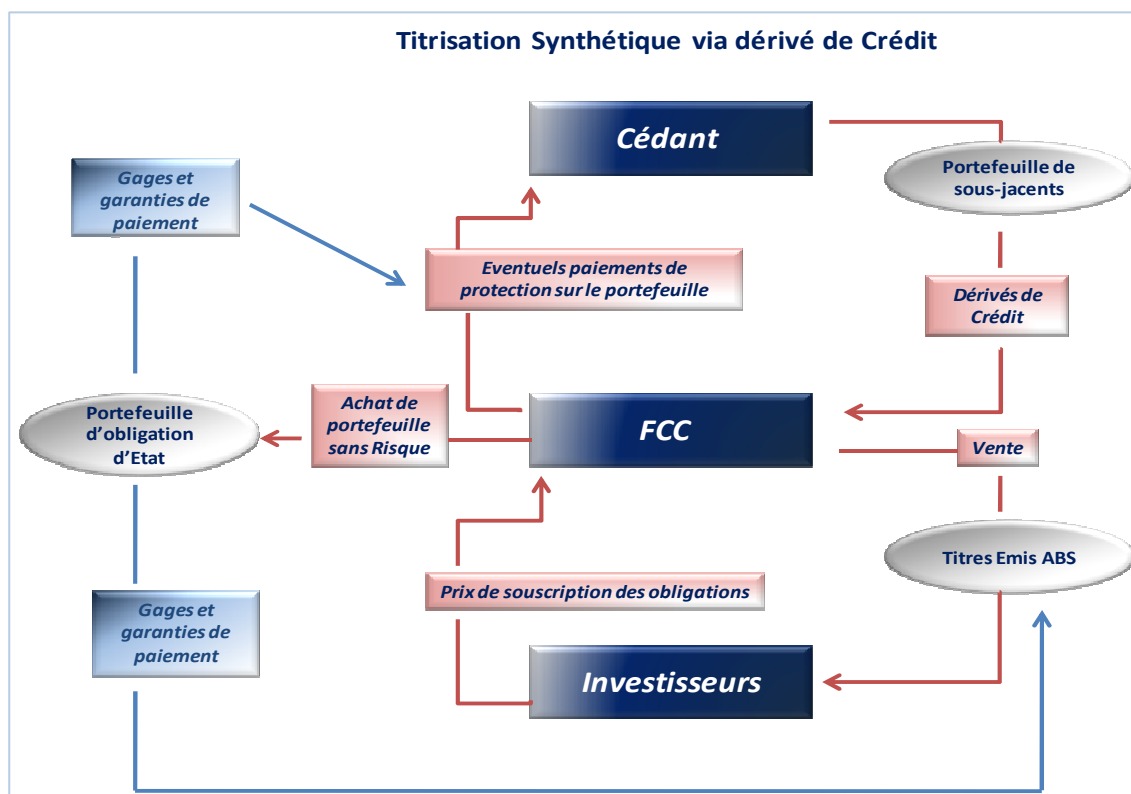
**Hors bilan :** ou (Off-balance-sheet) ; la plus commune des deux, et fonctionne de la manière suivante :

- 1- L'initiateur souhaitant lever des fonds regroupe un lot ou *pool* d'actifs relativement homogènes et procède à une cession de ces derniers au FCC ainsi que tous les droits qui y sont attachés.
- 2- Le FCC classe les actifs cédés dans des tranches bien définies selon le risque associé et émet des obligations et/ou des parts, et les place auprès des investisseurs qui seront rémunérés (intérêts et capital) par les flux financiers des créances cédées.
- 3- Avec le résultat de l'émission des titres, le FCC rembourse le portefeuille de créances acquises.

L'investisseur est immunisé contre le risque attaché à l'initiateur, car juridiquement il n'y a aucun lien entre eux. L'écart d'intérêt qui existe entre ceux dus sur les créances titrisées et ceux qui seront payées suite aux émissions de titres va servir à alimenter progressivement un fond de réserve.

L'intérêt pour l'initiateur est d'alléger son bilan en dégagant une nouvelle capacité de financement et une amélioration de son exploitation tout en transférant le risque lié aux créances cédées.

### 2.2.2 La titrisation synthétique



Aussi appelée *on-balance sheet* (dans le bilan) du fait que les actifs ne quittent pas le bilan de l'établissement initiateur. Elle consiste à transférer le risque lié aux sous-jacents aux investisseurs sans avoir recours à une cession physique de l'actif. Cette technique fait appel aux dérivés de crédit qui sont des instruments de protection (couverture). L'initiateur se couvre contre le risque de défaut

lié aux actifs financiers dans son portefeuille en achetant une protection qui sera vendue par le véhicule de titrisation. Plusieurs formes de complexité variantes pourraient exister pour ce type de montages. Le schéma suivant illustre un exemple simplifié d'une titrisation synthétique :

- L'initiateur achète une protection du FCC en payant une prime.
- Le FCC émet des titres (souvent des obligations) de la valeur du portefeuille sous-jacent (portefeuille couvert)
- Le produit de l'émission des titres est utilisé pour acquérir des titres sans risque à titre d'exemple des obligations d'Etat qui seront placées au nom du FCC pour la durée de l'opération, et elles sont nanties au bénéfice de l'acheteur de protection et des obligations
- Si aucun événement de crédit ne survient pendant la durée de l'opération, les obligations de l'Etat seront vendues et les flux de cette vente transférés aux investisseurs (acheteur des titres du FCC)
- Cependant, si une perte survient dans le portefeuille protégé, une partie des titres sera vendue pour rembourser l'acheteur de protection (l'initiateur) le montant dû.
- Les investisseurs dont le remboursement est subordonné à celui de l'acheteur de protection sont donc exposés au risque de non remboursement qui devient très tangible dans le cas où les pertes sur le portefeuille sous-jacent sont élevées.

Contrairement à la titrisation classique, ce type de montage n'a pas comme objectif la levée de fonds, il ne permet pas le financement de l'initiateur. Les entreprises ou établissements de crédit qui optent pour la titrisation synthétique ont un objectif principal de gestion de risque : s'immuniser donc contre le risque de crédit/contrepartie. Elle offre à son tour plusieurs avantages surtout pour les établissements ou entreprises qui n'ont pas besoin de financement ou dont le portefeuille sous-jacent contient des clauses contractuelles ne permettant pas une cession réelle. De plus, cette opération est moins coûteuse, plus simple à structurer et pourrait être réalisée sur des montants plus élevés. Pour l'investisseur, l'intérêt est d'acquérir, d'une manière synthétique, une fraction du risque lié aux créances permettant une rémunération supérieure aux produits classiques avec une structure de risque plus mutualisée.

## **2.3 Les principales caractéristiques d'une opération de titrisation :**

### **2.3.1 Le sous-jacent :**

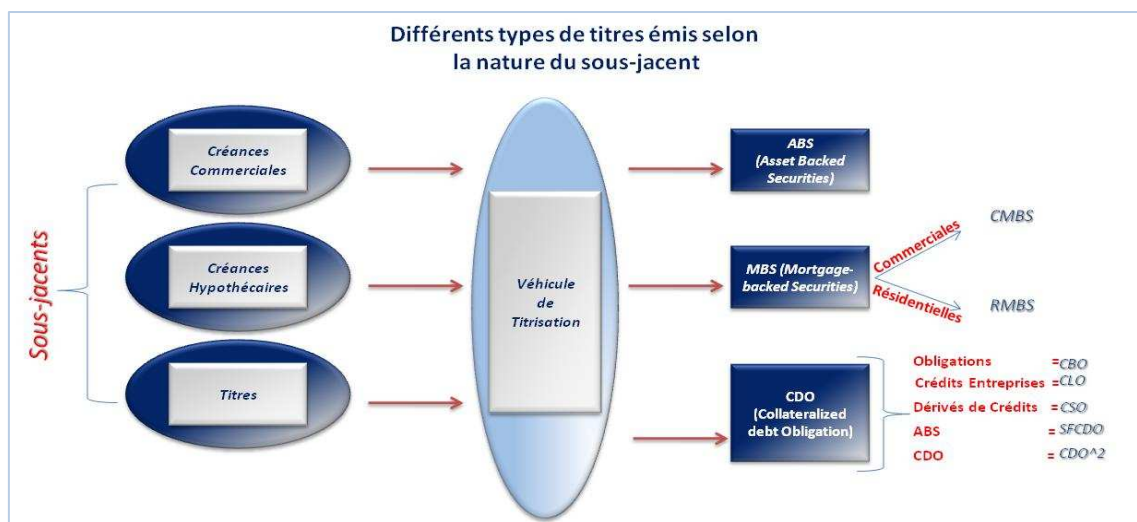
Représente la matière première du montage. Les flux financiers que pourrait générer le sous-jacent ainsi que ses caractéristiques de crédit détermineront la performance des titres qui seront émis par la suite et la structure du FCC. Actuellement, dans les grandes places financières, tout actif pourrait être « titrisé » à condition qu'il génère un flux de trésorerie périodique, prévisible et que son risque soit quantifiable. Il est important aussi que l'actif ait des données historiques qui permettent de calculer sa performance.

En pratique, les actifs sous-jacents les plus fréquemment trouvés sont les prêts immobiliers, les crédits à la consommation, les prêts destinés aux entreprises, les encours de cartes de crédit et les biens d'équipement (financement de trains, avions, etc).

### 2.3.2 Titres émis

Les types de titres émis par le FCC dépendent généralement des actifs sous-jacents. On pourrait toutefois les regrouper sous 4 principales catégories (voir schéma ci-après):

- **ABS** (Asset-Backed Securities) : Ce sont des titres adossés à des actifs financiers hors prêts hypothécaires. (Prêts à la consommation, encours de carte de crédit, etc)
- **MBS** (Mortgage- Backed Securities) : Sont des ABS avec un sous-jacent sous forme de prêt hypothécaire. On distingue alors les RMBS (Residentiel Mortgage-Backed Securities) lorsque le sous-jacent est une hypothèque sur un bien immobilier résidentiel, des CMBS (Commercial MBS) lorsqu'il s'agit d'un bien immobilier d'entreprise (Centre commercial, Bureaux, etc)
- **CDO** (Collateralised Debt Obligation) : Signifie littérairement : « Obligation adossée à des dettes ». Un CDO est un type d'ABS dont le sous-jacent est un portefeuille hétérogène d'instruments financiers (titres : titrisation au second degré). Les principales différences entre un ABS et un CDO est l'hétérogénéité du portefeuille sous-jacent de ce dernier, la taille du sous-jacent qui est souvent massive, ainsi que la nature du sous-jacent : un instrument financier (Titre). On distingue alors entre :
  - **CBO** : Collateralised Bond Obligations : lorsque le sous-jacent est composé d'obligations.
  - **CLO** : Collateralised Loan Obligations : lorsque le sous-jacent est composé de prêts à effet de levier destinés aux entreprises (*leveraged corporate loans*)
  - **CSO** : Collateralised synthetic Obligations : lorsque le sous-jacent est composé de dérivé de crédit
  - **SFCDO** : Structured Finance CDO : lorsque le sous-jacent est composé de produits structurés type ABS



### 2.3.3 Le rehaussement de crédit :

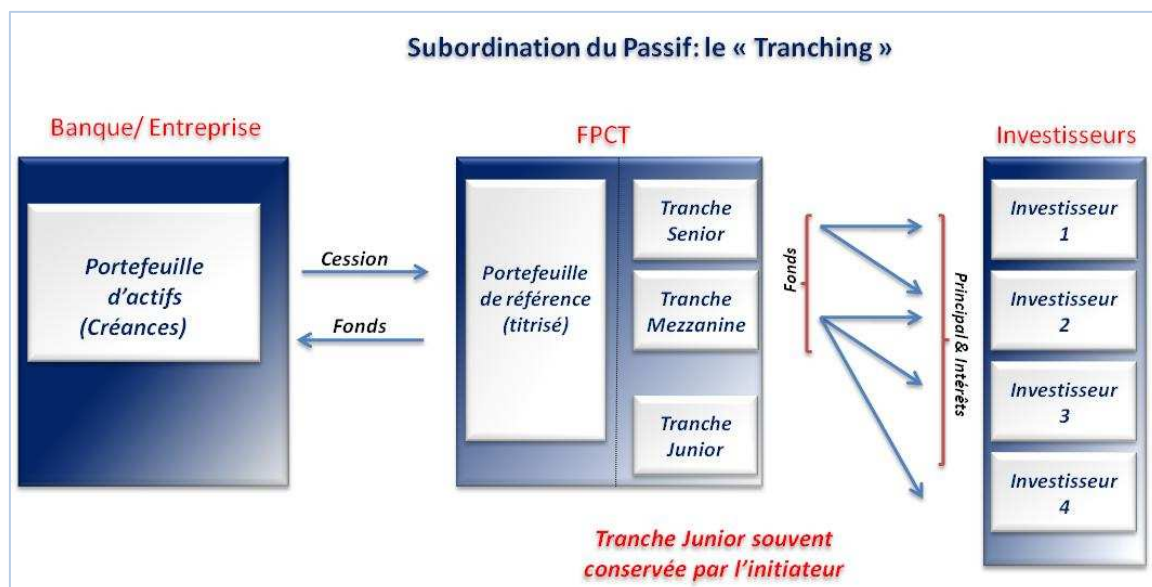
C'est une technique qui est indispensable lors d'un montage type de titrisation. Elle a été initialement développée dans le cadre des opérations de restructuration des dettes souveraines. Cette technique consiste à sécuriser ou à protéger les titres émis par le FCC d'une possible sous-performance du sous-jacent et vise, donc, à les couvrir contre le risque de crédit. Plusieurs manières de rehaussement de crédit permettent de diminuer le risque du sous-jacent :

- **Dépôts de garantie** : l'initiateur dépose une garantie auprès du FCC
- **Excès Spread** : Le taux d'intérêt moyen des créances sous-jacentes est supérieur aux taux d'intérêts des titres émis par le FCC.
- **Garantie Monoline** : Cette garantie est fournie par un assureur monoligne (*Monoline*). Cette activité a été développée aux Etats-Unis. L'assureur effectue une analyse financière du sous-jacent et selon le risque de ce dernier, il détermine le niveau de garantie financière à accorder.
- **Suralimentation** : Il s'agit en effet d'un **surdimensionnement** des fonds de créances afin d'aboutir à une meilleure notation des titres émis. En effet, la valorisation globale des titres émis par le FCC doit être inférieure à la valeur initiale du sous-jacent. Cet écart doit être maintenu à un niveau suffisant (souvent 5% - 15%) pour assurer le degré convenu du rehaussement. Un seuil minimum devrait être déterminé lors du montage et dans le cas où il est franchi, le fournisseur du rehaussement (l'établissement gestionnaire) doit apporter de nouvelles garanties
- **Dérivés de Crédit** : le risque lié au sous-jacent pourrait aussi être couvert en ayant recours aux produits dérivés, notamment les dérivés de crédit (CDS : *Credit Default Swaps*)
- **Subordination** : la plus importante des techniques de rehaussement de crédit et la plus fréquemment utilisée. Elle consiste à différencier les titres émis par le FCC et les répartir en tranches successives et hiérarchiques selon leurs degrés de risque, ou plus précisément leurs qualités de crédit. Les premiers *cash-flows* serviront à honorer les tranches supérieures

et le risque de défaut sera assumé en premier lieu par les tranches subordonnées selon une technique de paiement en cascade (ou *waterfall*). On distingue 3 principaux types de tranches :

- La tranche sénior : généralement la plus sécurisée des tranches, avec un remboursement presque certain. Dans le cas d'un événement de crédit, cette tranche se fait rembourser en premier.
- La tranche Mezzanine : ou intermédiaire, est moins sécurisée que la précédente, et se fait remboursée en deuxième lieu.
- La tranche junior : (Equity ou *First-loss*) est conditionnée aux remboursements des deux autres tranches, et pourrait être considérée comme étant la plus risquée.

On pourrait trouver des tranches au sein de chacune de ces catégories. Naturellement, plus la tranche est *senior* (placée en haut de la structure) plus son remboursement est certain. En pratique, la tranche la plus risquée, Junior, dite Equity, est souvent conservée par l'initiateur et n'est généralement pas placée auprès des investisseurs.



## 2.4 Avantages de la titrisation :

La croissance du marché de la titrisation ne doit pas surprendre en raison des nombreux avantages que présente cette opération. Elle présente des avantages multiples pour l'initiateur et les investisseurs, en termes de financement ; gestion du bilan et diversification.

### 2.4.1 Pour l'initiateur :

La titrisation représente une source de financement additionnelle et est souvent utilisée à la place des financements classiques surtout lorsque ces derniers ne sont pas réalisables pour des raisons diverses, à titre d'exemple : i) le ratio d'endettement de l'initiateur est trop élevé ou sa capacité de financement est faible, ii) le cours de l'action de l'initiateur est bas ; iii) les marchés des capitaux ne

sont pas preneurs et ne sont pas capables de recevoir un appel public à l'épargne de l'initiateur, iv) l'initiateur n'est pas autorisé à lever des fonds, etc.

Les motivations qui pourraient pousser les établissements financiers ou les entreprises à avoir recours à la titrisation pourrait être séparée en trois principales catégories : la gestion du bilan, Refinancement/Rentabilité et le transfert de risque.

- **Gestion du bilan :**

La titrisation représente un outil puissant de gestion du bilan, notamment la gestion d'actifs. Elle permet en effet l'allègement du bilan s'il s'avère gonflé et facilite le respect des règles prudentielles imposées par les régulateurs des marchés bancaires. Le transfert de créances permet au cédant de ne plus avoir à détenir les fonds propres correspondant selon les exigences des banques centrales ou celles du Bâle II, notamment les ratios Cooke ou plus récemment le ratio Mc Donough<sup>8</sup>.

Ceci-permet aux initiateurs d'élargir leurs activités tout en remplaçant les actifs cédés par de la liquidité dont la pondération est nulle selon les normes prudentielles, et d'améliorer leurs ratios de solvabilité et de liquidité.

- **Financement :**

Traditionnellement, le financement se faisait sur les marchés interbancaires ou bien via un appel public à l'épargne (Marché obligataire). Ces opportunités de financements restent néanmoins étroites surtout lorsque les marchés sont peu liquides et sur les places financières où il y a peu d'intervenants. La titrisation a permis d'avoir accès à une large base d'investisseurs sur un marché plus liquide. Si la qualité de crédit des actifs titrisés est meilleure que celle de l'initiateur et grâce aux méthodes de rehaussement de crédit, le cédant pourrait obtenir un financement moins coûteux qu'un financement classique (Prêt ou émission obligataire)

En vendant un portefeuille de créances, l'initiateur pourrait avoir accès à un financement plus rapide et moins coûteux vu qu'il n'y aura pas d'impact sur les fonds propres et que les titres émis par les véhicule de titrisation seront de meilleure qualité de crédit que les créances cédées.

- **Transfert du risque :**

Un des plus importants aspects d'une opération de titrisation est le transfert de risque. Le risque lié aux créances cédées est diffusé et dispersé au sein d'un large éventail d'investisseurs au sein ou en dehors de la sphère bancaire. Ce risque est transmis aux investisseurs, qui seront naturellement rémunérés selon le profil du risque auquel ils avaient souscrit. Les méthodes de rehaussement de crédit, et principalement la subordination des tranches émises permettent une meilleure dilution du risque. Il s'agit du risque de perte sur les créances (risque de défaut) ; risque de taux d'intérêt et risque de liquidité. Néanmoins, il est important de noter que la totalité du risque n'est pas transmise

---

<sup>8</sup> Le ratio MacDonough, ou ratio de solvabilité bancaire, fixe une limite à l'encours pondéré des prêts accordés par un établissement financier en fonction de ses capitaux propres. Le niveau d'engagement des banques est ainsi limité par leur propre solidité financière. Il est plus fin que le ratio Cooke auquel il succède car il prend en compte le risque plus ou moins élevé des différents prêts accordés.

aux investisseurs ; le rang le plus *junior* (tranche *Equity*), étant la tranche la plus risquée, est souvent conservé par l'initiateur.

#### **2.4.2 Pour les investisseurs :**

La titrisation permet aux investisseurs d'avoir accès à une large gamme de nouveaux produits avec des profils de risques, maturités et modes de remboursements diversifiés présentant ainsi des possibilités de diversification multiples.

La titrisation a donné aux investisseurs non bancaires l'accès aux marchés de crédits en leur permettant de surpasser les contraintes du marché obligataire privé notamment les limitations en termes de taille et de diversification, surtout en Europe où l'intermédiation bancaire reste dominante<sup>9</sup>. Avec la titrisation, les investisseurs pourraient avoir le choix d'investir dans des portefeuilles de signatures différentes et avoir la possibilité de s'exposer aux risques de crédit qui étaient auparavant cantonnés dans les bilans.

De plus, les titres émis pourraient être taillés sur-mesure et structurés de manière à satisfaire les différents besoins d'investisseurs et bénéficient généralement d'une meilleure qualité de crédit, et apportent une liquidité additionnelle aux marchés secondaires. La titrisation permet également aux investisseurs de se détacher/dissocier du risque lié aux cédants (risque de faillite, liquidité, etc).

### **2.5 Risques liés à une opération de titrisation**

- ***Remboursement anticipé***

Ce risque est parmi les premiers à être identifié lors de la mise en place des ABS. Tout détenteur de créances est confronté au risque d'un remboursement anticipé. Mais en ce qui concerne la titrisation, cette éventualité pourrait avoir un impact très important sur les profils de remboursements des titres. Ce risque devient plus tangible dans un contexte de baisse de taux en raison de la hausse du coût d'opportunité pour les emprunteurs à taux fixe.

- ***Le risque de défaillance des débiteurs***

Les créances cédées à un fond de titrisation sont soumises à un risque de défaillance qui pourrait être assimilé à un risque de crédit mais il est aussi lié aux conditions changeantes du marché et pourrait être également un risque systémique dans le cas de difficultés majeures sur les marchés.

- ***Le risque de valorisation***

Les produits émis de la titrisation pourraient aller d'un « simple » ABS à un CDO de CDO (CDO<sup>2</sup>). Avec l'innovation dans l'univers des financements structurés, la gamme des produits qui pourraient être créés est très large et est en constante évolution. Il en résulte que les produits émis pourraient être trop complexe à assimiler et à appréhender et cette opacité rend leur valorisation et leur « *pricing* » une tâche trop complexe pour les agences de notation et pour les investisseurs.

---

<sup>9</sup> Source : Banque de France

## 2.6 Types de cash-flows dans une structure de titrisation

Il existe trois types de titrisation en termes de flux financiers :

- **Dette collateralisée** : ou « collateralised debt » est très similaire à un emprunt adossée à des actifs (gagé par un actif). Le propriétaire des actifs financiers (l'initiateur) lève des fonds en émettant des obligations qui seront garantis par un portefeuille d'actifs dans son bilan. Ces actifs sont valorisés selon leur valeur de marché ou bien selon les flux futurs qu'ils pourraient potentiellement générer. L'obligation sécurisée est très semblable à une obligation classique avec une différence fondamentale qui est le recours au pool sous-jacent d'actifs qui couvre l'instrument de dette si l'émetteur devient insolvable.
- **Titrisation Pass-through** : est la manière la plus simple de structurer une titrisation. Les investisseurs acquièrent une participation directe dans le portefeuille d'actifs titrisés et sont donc rémunérés régulièrement et directement des flux générés par le portefeuille. L'initiateur a un simple rôle d'intermédiaire.
- **Titrisation Pay-through** : dans ce dernier cas, l'investisseur n'acquiert pas une participation mais un instrument de dette. Comme le pass through, les investisseurs sont rémunérés par les flux générés de l'actif sous-jacent mais ils n'en sont pas propriétaires, ils n'ont pas de participation directe dans le portefeuille titrisé, ils ont simplement investi dans un instrument de dette adossé à un pool d'actifs. les flux proviennent des actifs sous-jacents au véhicule de titrisation qui les restructure et les distribue aux souscripteurs.

## 2.7 Valorisation des actifs et leurs notations

### 2.7.1 Les agences de notation

Une agence de notation s'occupe principalement de donner un avis sur la qualité de crédit d'un émetteur de dette ou d'un instrument financier. Cet avis qui est sous forme d'une note ou d'un « rating » indique aux investisseurs la capacité de l'émetteur à honorer ses engagements et le niveau du risque associé à l'instrument financier auquel ils souscrivent.

Les notes classent les émetteurs et les produits selon leur profil de risque dans deux catégories principales : Investment Grade (Risque Faible) et Speculative Grade (Risque Elevé).

|                                  |                                        | Moody's | Standard & Poors | Fitch Rating |
|----------------------------------|----------------------------------------|---------|------------------|--------------|
| INVESTMENT GRADE                 | Prime: Sécurité Maximale               | Aaa     | AAA              | AAA          |
|                                  | Investment/High Grade: Qualité Haute   | Aa1     | AA+              | AA+          |
|                                  |                                        | Aa2     | AA               | AA           |
|                                  |                                        | Aa3     | AA-              | AA-          |
|                                  | Upper Medium Grade: Qualité Moyenne    | A1      | A+               | A+           |
|                                  |                                        | A2      | A                | A            |
|                                  |                                        | A3      | A-               | A-           |
|                                  | Lower Medium Grade: Qualité Inférieure | Baa1    | BBB+             | BBB+         |
|                                  |                                        | Baa2    | BBB              | BBB          |
|                                  |                                        | Baa3    | BBB-             | BBB-         |
| NON INVESTMENT/SPECULATIVE GRADE | Non investment Grade                   | Ba1     | BB+              | BB+          |
|                                  |                                        | Ba2     | BB               | BB           |
|                                  |                                        | Ba3     | BB-              | BB-          |
|                                  |                                        | B1      | B+               | B+           |
|                                  |                                        | B2      | B                | B            |
|                                  |                                        | B3      | B-               | B-           |
|                                  |                                        | Caa     | CCC+             | CCC          |
|                                  |                                        | Ca      | CCC              |              |
|                                  |                                        | C       | CCC-             |              |

A leur apparition durant les années 1920, les agences de notations avaient une activité très semblable à celle des analystes et conseillers financiers en investissement. Cependant, suite à la crise de 1929, leur rôle est devenu plus focalisé sur l'analyse de la probabilité de défaut des émetteurs à partir d'une analyse comptable et économique de leurs activités.

La note accordée à un émetteur par une agence de notation n'a jamais été un outil de prévision de défaut mais plutôt sa probabilité. Cette notation évolue avec le temps selon les conditions financières, économiques et macroéconomiques auxquelles sont affrontés les émetteurs. Une baisse de notation est souvent une confirmation d'une information connue par le marché et ne devrait pas surprendre les investisseurs. Cependant dans le cas des perturbations dans les marchés financiers, les agences de notations pourrait surprendre les investisseurs en révisant à la baisse les notations de certains produits ou émetteurs ce qui pourrait provoquer la hausse des marges de crédit (*spread*) de ces derniers, et pourrait donc entraîner un défaut.

La note accordée à un émetteur représente la signature d'un consensus entre analystes sur la probabilité de défaut. Cette notation évolue avec le temps selon les conditions financières de l'émetteur.

### 2.7.2 La notation des produits structurés

Initialement, l'activité des agences de notation était focalisée sur les produits de dette classiques (les obligations), mais cette tendance a changé avec la montée en puissance des émissions de titres issus de la titrisation : les ABS et les CDO.

Les titres issus de la titrisation sont classés dans des tranches de caractéristiques différentes selon leurs profils de risque. Les investisseurs souscrivent dans des parts ou achètent des titres au sein de ces tranches et sont donc exposés à une portion des pertes résultant des défauts dans le portefeuille sous-jacent, et pour compensation reçoivent des coupons. La tranche la plus basse et la plus subordonnée est appelée « *Equity* » en référence à la structure de capital d'une entreprise. Cette tranche est exposée aux premières pertes dans le portefeuille sous-jacent.

Plus la tranche dans laquelle l'investisseur souscrit est basse plus le coupon est élevé pour compenser le risque. L'agence de notation intervient afin que l'investisseur puisse comparer le coupon qu'il reçoit avec celui d'une obligation classique de caractéristiques similaires en attribuant des notes de crédit à chaque tranche dans la structure.

La sophistication des produits structurés rend la réalisation de la notation financière une tâche de plus en plus compliquée. En raison de la diversification du risque et l'effet de levier résultants de la structuration des tranches, la note d'un produit structuré ne pourrait en aucun cas être la simple moyenne des notes de titres du portefeuille sous-jacents.

Les modèles qu'utilisent les agences de notation prennent en compte toutes les caractéristiques de produits et plusieurs étapes d'analyses. La probabilité de défaut de chaque titre dans le portefeuille sous-jacent est prise en compte ainsi que sa corrélation avec les autres titres dans le portefeuille. Un grand nombre de scénarii de défaut est simulé afin d'évaluer la probabilité pour que chaque tranche soit touchée et la moyenne des pertes de la tranche. Une probabilité ou une espérance des pertes est calculée et est ensuite comparée avec celle d'une obligation de même maturité.

La note attribuée est celle d'une obligation qui possède une probabilité de défaut supérieure ou égale à celle de la tranche. Généralement une tranche *senior* située au plus haut de la structure a une note AAA, car elle ne sera impactée par les pertes dans le portefeuille sous-jacent que lorsque toutes les tranches qui lui sont subordonnées s'effacent ce qui reste très improbable.

Cependant la notation ne prend pas en compte tous les types de risques qui pourraient se manifester. En effet, elle ne reflète que l'espérance ou la probabilité de perte sur un instrument financier due à un défaut dans le portefeuille sous-jacent, sauf que les produits structurés sont exposés à d'autres types de risques tels que le risque de liquidité, risque de remboursement anticipé, risque de volatilité.

#### 3.1 Evolution réglementaire

##### • *Etats-Unis*

La titrisation américaine est contrôlée par des lois et des réglementations qui assurent le bon déroulement de ces transactions et qui visent la protection des investisseurs. Les SPV ne doivent exercer aucune autre activité en dehors du périmètre de l'opération de titrisation et doivent être conformes à plusieurs normes. Ils doivent être autopilotés, et exercer leur activité dans le cadre de leur règlement de gestion uniquement. Les actifs titrisés sont légalement isolés et n'appartiennent plus ni au cédant ni à ses créanciers.

##### • *France*

En France la titrisation est apparue suite à la loi du 23 décembre 1988 relative à la création des FCC. Cette loi donne aux banques la possibilité de céder leurs créances à un Fonds Commun de Créances (FCC) dont l'objet est de placer sur le marché les parts créées.

Ces dispositions ont été accompagnées par un règlement par la Commission des Opérations de Bourse (COB) qui détermine les modalités d'agrément et de fonctionnement des FCC ainsi que sa constitution. Ensuite, plusieurs réformes ont été régulièrement apportées pour assouplir le régime légal de la titrisation.

La loi de sécurité financière du 1er août 2003 modifie le régime applicable aux véhicules de titrisations et vise principalement à permettre au FCC d'émettre des titres de créances, à structurer des opérations de titrisations synthétiques et à sécuriser les mécanismes de recouvrement des créances. Les principaux apports de cette loi<sup>10</sup> :

- Emission de titre de créances : obligations et titres de créances négociables
- Titrisation synthétique : possibilité de conclure des contrats à terme en qualité de contrepartie pour couvrir un tiers contre les risques de crédit auxquels il est exposé
- L'élargissement des effets de la cession de créances : élargissement des conditions d'acquisition par le FCC de créances non échues ou déchues de leur terme.
- Le dépositaire : élargissement de la liste des dépositaires de FCC aux succursales en France des établissements de crédit bénéficiant d'un passeport européen. La loi sur la titrisation autorise le cédant ou le recouvreur à conserver à la place du dépositaire du FCC les titres relatifs aux créances.
- Le transfert de propriété des actifs lors de la réalisation des sûretés : La loi précise que le FCC est propriétaire des actifs lorsqu'il y a réalisation des sûretés.

---

<sup>10</sup> Eurotitrisation ; article L 214-48 du Code monétaire et financier.

Après la France, plusieurs pays européens ont opté pour le vote de lois sur la titrisation en particulier la Belgique(1991), l'Espagne(1993), l'Italie(1999), le Portugal(1999) et la Grèce(2003).

- **Japon**

Le démarrage de la titrisation au Japon était relativement tardif malgré l'expérience des investisseurs japonais et la forte demande des actifs types ABS et MBS. Le retard était principalement dû aux craintes sur la suppression de l'intermédiation bancaire, principale caractéristique du système financier japonais. De plus, la loi sur l'échange de titres ne reconnaissait pas les produits types ABS et le code civil exigeait lors d'un transfert d'actifs, que l'emprunteur individuel soit notifié. A partir des années 90, les autorités japonaises avaient entamé la refonte du système légal <sup>11</sup>:

- o 1990 : Permission aux banques de transférer certaines créances
- o 1991-1992 : Les produits émis de titrisation ont été reconnus et la liste des créances éligibles pour une titrisation a été élargie
- o 1993 : Suppression de l'obligation du cédant d'informer les investisseurs
- o 2001 : Réduction du capital minimum pour conduire les opérations de titrisation et assouplissement des règles de fonctionnement des véhicules de titrisation.

- **Pays Emergeants :**

**Chine :** Le lancement de la titrisation en Chine a pris un grand retard par rapport aux autres pays en raison d'une fiscalité inappropriée et l'absence de fournisseurs de prêts hypothécaires. Plusieurs réformes ont été mises en place afin de faciliter le lancement de cette technique.

**Afrique du Sud :** parmi les premiers pays en Afrique à avoir recours à la titrisation. La première opération date de 1989 par la *United Bank of South Africa Limited* avec une émission de MBS à hauteur de 250Millions Rands. La réglementation sud-africaine prévoit la cession parfaite des créances avec tous leurs droits, risques et avantages. Les actifs titrisés doivent être homogènes et toute opération nécessite l'approbation de la SARB « *South African Reserve Bank* ». Les actifs constituant le portefeuille cédé doivent être de même nature et homogènes. <sup>12</sup>

**Tunisie :** La titrisation fera son apparition dans le paysage financier tunisien avec la loi n° 2001-83 du 24 juillet 2001 portant promulgation du code des organismes de placement collectif. De même, une loi sur la titrisation a donné en Algérie un souffle nouveau à l'habitat et a auguré l'augmentation des prêts aux ménages pour l'acquisition de terrains, de logements et l'aménagement de résidence.

---

<sup>11</sup> Legal issues on asset securitization in Japan, 8 novembre 1999.

<sup>12</sup> La réglementation Sud Africaine est résumée dans la Note 153 du 03 janvier 1993 et dans la Note 2172 du 14 décembre 1994

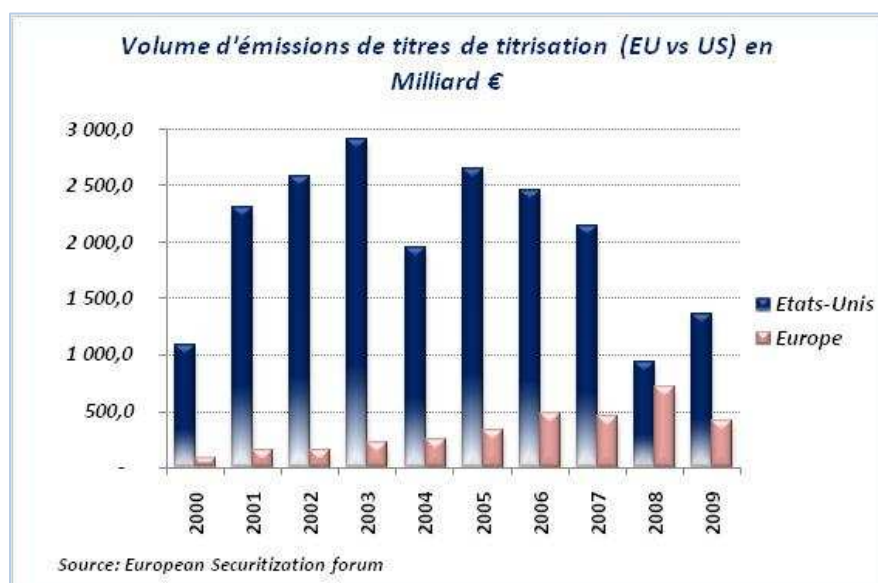
### 3.2 Europe versus USA

La titrisation en Europe a connu une forte évolution durant les dernières années avec un montant global des émissions en 2006 à hauteur de 452Md€ comparé à seulement 78Md€ en 2000.

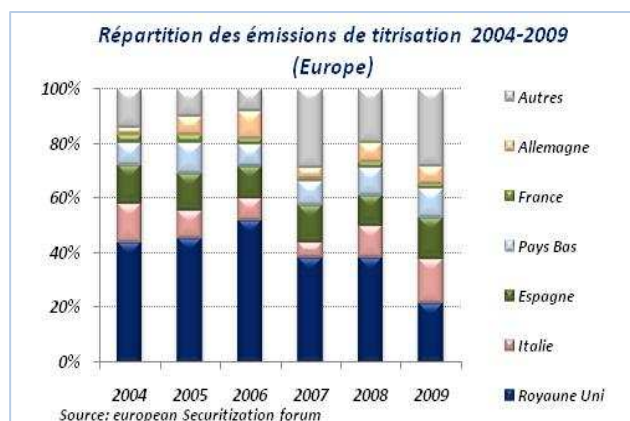
Il existe un contraste important entre les volumes des actifs titrisés en Europe et aux Etats-Unis ainsi que dans les choix des sous-jacents et des produits émis.

En Europe, deux méthodes de titrisation sont présentes : la première, est synthétique (*dans le bilan*) qui est largement répandue en Allemagne et au Danemark. Ces titres, (souvent des *Covered Bonds/ obligations foncières*) ont pour seul objectif l'amélioration de la liquidité du bilan. Les investisseurs sont rémunérés sous forme de coupons et de remboursement final qui proviendront des flux dégagés par les créances. Généralement les titres émis sont séparés en tranche selon leurs niveaux de risque.

La deuxième méthode de titrisation est certes, plus coûteuse, compliquée, mais c'est la plus répandue dans les places financières. Il s'agit de la titrisation hors bilan (titrisation classique). Néanmoins le marché européen est largement en retrait par rapport au marché américain. En 2009, d'après l'European Securitization Forum (ESF), le niveau des émissions de titres de titrisations était à hauteur 414 Milliards d'Euros comparé à 1359 Milliards d'Euros aux Etats-Unis. Cet énorme écart est principalement dû à l'absence de dispositifs semblables à celui des agences gouvernementales américaines ainsi qu'un historique d'abondance de l'épargne bancaire dans le paysage européen.

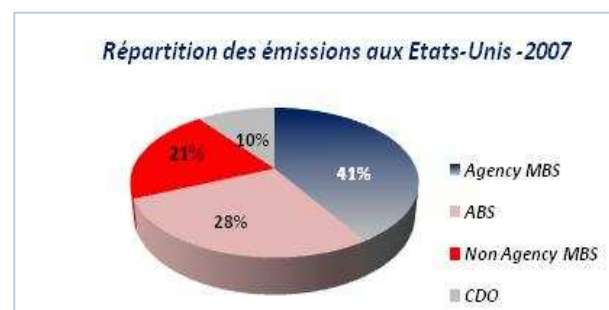
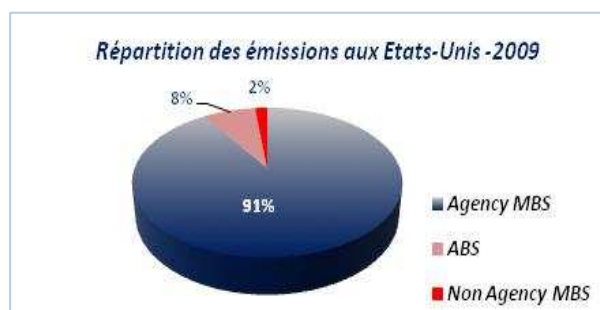


Malgré la forte croissance du marché de titrisation européen, le montant global des émissions reste largement faible par rapport aux Etats-Unis, et ceci jusqu'à ces 3 dernières années, où, du à la crise financière, les opérations de titrisations américaines étaient très ralenties notamment concernant les créances hypothécaires. En 2009, selon l'ESF (*European Securitization Forum*) le marché Européen était dominé par les émissions britanniques qui représentaient 21% de la part du marché suivie de l'Italie au 2<sup>ème</sup> rang puis l'Espagne et les Pays Bas.



La répartition du marché américain de la titrisation a fondamentalement changé suite à la crise financière des *Subprimes*. Selon l'ESF, les MBS émis par les agences fédérales (Fannie Mae, Freddie Mac, et Ginnie Mae) en 2007, représentaient environ 41% du total des émissions alors que les MBS émis par des circuits privés, notamment les banques d'investissement, représentaient 28% de la part du marché, suivi des ABS et des CDO, qui représentaient 21% et 10% respectivement. Cependant, cette tendance a changé suite à la crise, car en 2009, on remarque une absence des CDO, qui ne représentaient plus que 0.1% de part de marché. Ce dernier est devenu largement dominé par les émissions d'MBS par les agences fédérales (91% de part de marché).

Le secteur connaît récemment une relance d'activité progressive, avec plusieurs opérations dues aux besoins de financement et à l'amélioration de la conjoncture économique et également au retour de confiance graduel des investisseurs.



### 3.3 Titrisation à l'origine de tous les maux

La sphère financière a connu récemment une des plus importantes crises financières mondiales. Le désarroi s'est déclenché à partir de 2007 aux Etats-Unis avec un *krach* des prêts hypothécaires à risques appelés « *subprime mortgages* ». Ces prêts visaient initialement à permettre l'accès au logement à une clientèle qui ne pouvait souscrire des crédits classiques ; des clients dont on refuse généralement un crédit à cause de leurs situation financière et leur solvabilité fragile. Les crédits étaient distribués sur la base de ratios montant du prêt/valeur de bien élevés (dépassant 85%)<sup>13</sup> avec des taux souvent révisables après une période initiale de 2 ou 3 ans.

<sup>13</sup> Inside Mortgage Finance

L'essor des prêts *Subprime* tient en premier lieu à leur distribution via les organismes non bancaires non assujettis aux ratios de solvabilité et de liquidité applicables aux banques. Les contraintes d'octroi de crédit étaient largement assouplies du fait que les organismes avaient la possibilité de céder via les véhicules de titrisation une grande partie des créances figurant dans leurs bilan, transférant ainsi les risques liés auxdites créances.

L'effondrement de ce marché dont la taille reste relativement limitée à l'échelle mondiale, a impacté non seulement la majorité des places financières développées et émergentes, mais également plusieurs classes d'actifs même celles qui étaient auparavant que très peu volatiles. La propagation de cette crise qui s'est révélée aussi économique que financière est due principalement au climat d'incertitude qui a régné sur les marchés financiers pendant presque deux années créant, par conséquent, une perte majeure de la confiance des investisseurs impactant directement la volatilité des marchés.

La titrisation a été placée au premier rang des accusés de la crise. Cette pratique a permis la diffusion d'une classe d'actifs toxiques des banques et établissements de crédit américains dans l'ensemble du système financier mondial.

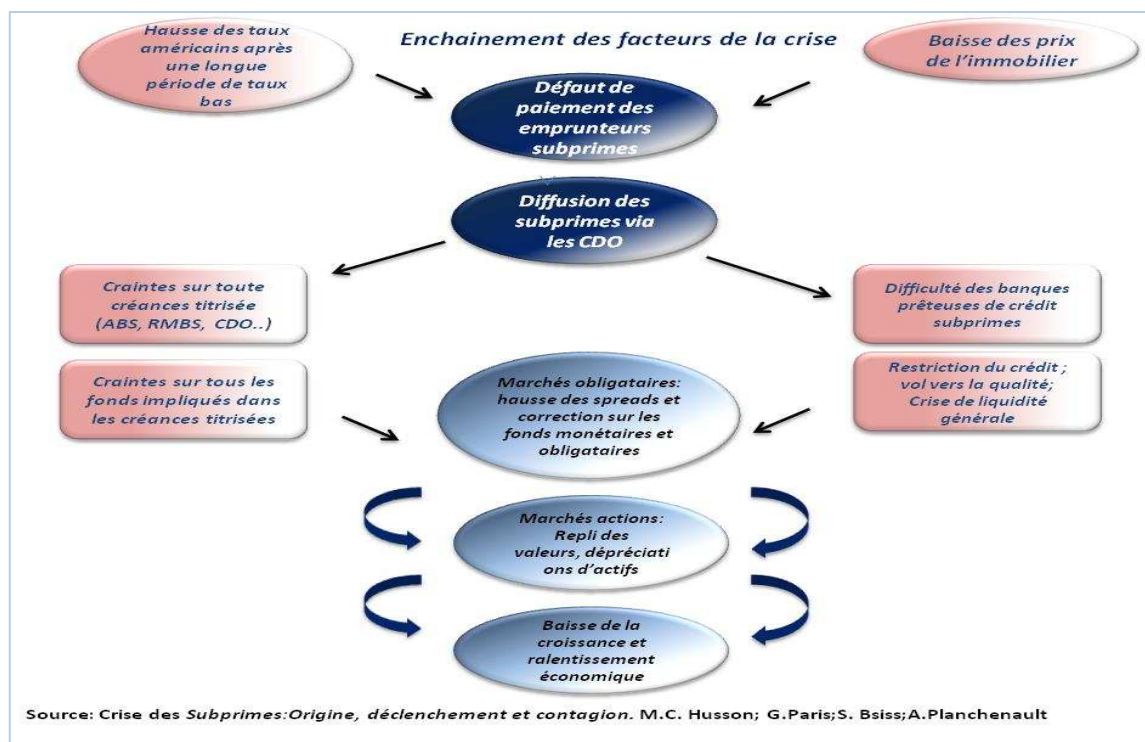
Plusieurs recherches et études ont été réalisées afin de porter un éclairage sur ces récentes turbulences financières et il en ressort que plusieurs facteurs ont contribué aux turbulences connues par les marchés ces dernières années :

- Eclatement de la bulle de l'immobilier américain, dont la formation a été favorisée par un excès de liquidité dans les marchés financiers. Cet excès de liquidité était principalement dû aux taux bancaires historiquement bas. L'éclatement de la bulle a entraîné l'effondrement du secteur de l'immobilier américain et l'augmentation accrue des taux de défaut sur le segment des crédits Subprimes entraînant de larges pertes pour les investisseurs exposés via la titrisation à ce segment de marché.
- La titrisation a joué un rôle d'amplificateur par son utilisation démesurée et non maîtrisée. La possibilité de titriser des créances via des circuits privés, sans avoir recours aux trois agences fédérales (Ginnie Mae, Freddie Mac, et Fannie Mae) qui n'acceptaient que les crédits dit « *prime* » (de bonne qualité) a encouragé les établissements de crédit à baisser leurs exigences et vigilance en termes de la qualité du client. Les fondamentaux même sur lesquelles reposait la titrisation ont été modifiés. On ne titrisait plus pour se refinancer et gérer son bilan mais plutôt pour faire accroître son activité au détriment de la qualité.
- Les agences de notation ont également été critiquées et impliquées dans la crise financière. Le marché de la titrisation dépend totalement de la capacité des agences à donner une note fiable aux titres émis et sur la confiance que donnent les investisseurs aux notations car ils ne disposent pas des ressources nécessaires leur permettant le calcul des performances et des probabilités de défaut sur les portefeuilles sous-jacents. La complexité croissante des

produits structurés, l'effet de levier et leur opacité rendaient leur évaluation quantitative une tâche délicate et volatile. Les critiques se focalisaient principalement sur la manière avec laquelle les produits structurés les plus complexes étaient notés notamment les CDO.

- L'asymétrie d'information et l'aléa moral qui caractérisent classiquement la relation débiteur/emprunteur ont été diffusés sur les marchés créant ainsi une vague d'incertitude et une aversion au risque de plus en plus accrues. Ceci a entraîné très rapidement un désengagement des investisseurs de tout produit lié à la titrisation même ceux à très faible risque et dont la qualité du sous-jacent était irréprochable.
- Dans son rapport du 22 Octobre 2007, le gouverneur de la Banque de France indique l'existence de certaines fragilités du modèle de titrisation actuel des marchés financiers. Il évoque la complexité croissante des instruments qui conjuguent le recours intensif aux produits dérivés, rendant difficile la valorisation et l'évaluation du risque. Il fait référence également à la structure même des fonds de placement hors bilan en indiquant leur fragilité et incapacité à absorber les chocs.

Le diagramme suivant résume les facteurs déclenchant de la crise financière



C'est essentiellement la combinaison de tous ces facteurs hétérogènes ainsi qu'une prise de risque excessive accompagnée des effets de leviers massifs qui ont contribué aux turbulences accrues connues par les marchés financiers ces dernières années. La source de la crise de 2007-2008 n'était pas la titrisation mais plutôt son usage.

Suite à ces turbulences, il s'est avéré que le modèle de *originate and distribute*, sur lequel reposait un grand nombre de banques et d'établissement de crédit américains a montré des faiblesses accrues et a rendu possible le déclenchement de cette crise. Ce modèle, qui consiste pour les initiateurs à céder via la titrisation la majorité de leurs crédits subprimes afin de se refinancer et émettre de nouveau, a certes alimenté la croissance économique mais a également rendu possible le déclenchement de cette crise.

Dans son même discours, le gouverneur de la banque de France a indiqué qu'un système de titrisation efficace devrait remplir deux caractéristiques : 1) la relocalisation permanente du risque entre les opérateurs de marché en fonction de leurs préférences et de leurs anticipation mais aussi de leurs aversion au risque et 2) donner un accès permanent à la liquidité dans l'ensemble du système financier.

Par ailleurs, en dépit des récentes perturbations, le besoin pour la titrisation est toujours réel. En juin 2010, J.M Gonzalez-Paramo, un membre du directoire de la banque centrale européenne dans un discours à Londres, a indiqué que la reprise du marché de la titrisation était cruciale pour soutenir les besoins de refinancement des banques et l'allocation de crédit à l'économie réelle. Il incite au développement des titres transparents moins complexes et mieux contrôlés.

Dans ce même sillage, les recherches et les études se multiplient pour apporter des éclairages sur les moyens les plus efficaces qui permettraient d'éviter une telle crise dans le futur. Plusieurs actions sont possibles :

- Encourager ou même obliger les établissements de crédit à garder la partie la plus risquée de leurs créances dans le bilan
- Eviter l'opacité des produits émis par la titrisation en améliorant la visibilité des investisseurs sur la composition du portefeuille sous-jacent, son risque et l'exposition de l'établissement initiateur.
- Assumer un meilleur encadrement des agences de notations afin d'éviter tout conflit d'intérêt et séparer entre leurs fonctions d'analystes et de commerciales. Plusieurs avis encouragent une échelle de notation différente pour les produits issus de la titrisation. Dans le cas où il n'y a pas recours à la notation externe, les régulateurs ont le droit et l'obligation de veiller, en continu, à ce que les qualités des créances titrisées soient, et demeurent, conformes à ce qui a été préalablement communiqué aux investisseurs.
- Améliorer la communication financière des banques et établissements de crédits. Dans ce sillage, le comité de Bâle après avoir précisé les types de reportings que doivent fournir les banques en termes de leurs engagements hors bilan (2009) a élaboré le Bale III avec un calendrier d'application progressif, s'étalant du 01/01/2013 au 01/01/2019.

- Meilleure régularisation de tous les acteurs de la sphère financière notamment ceux qui échappaient au contrôle auparavant : hedge funds, fonds de *private equity*; SPV et conduits qui avait recours à des effets de leviers massifs et se retrouvaient donc hautement exposés en cas de retournement du marché.

#### **Cas récents de titrisation :**

- Emissions de 519 millions d'euros par Volkswagen leasing GmbH, la filiale de Volkswagen spécialisée dans le leasing de voitures. Le placement était à taux fixe dans le haut de la fourchette proposé ce qui témoigne de la confiance des investisseurs. Ces prêts sont adossés à environ 40000 contrats de crédit-bail d'un montant total unitaire de 12500 euros.
- La banque britannique Royal Bank of Scotland (RBS), détenue à plus de 80% par l'Etat, s'apprête à revenir sur le marché de titrisation où elle va tenter de lever pour plus de 4 milliards de livres en échange de créances immobilières, selon la presse londonienne. Selon le Financial Times et l'agence Dow Jones Newswire, RBS a entamé une série de rencontres avec des investisseurs pour convertir des portefeuilles de crédits immobiliers en titres financiers à hauteur de 4,65 milliards de livres (environ 5,6 milliards d'euros). Cette opération sera la première du genre pour RBS depuis la crise financière qui a failli conduire à sa faillite en 2008 avant son sauvetage par l'Etat.

### 4.1 Emergence au Maroc

La titrisation au Maroc a eu son départ en août 1999 date de la promulgation de la loi 10-98 qui avait pour objectif l'amélioration et le dynamisme du secteur de l'habitat. La mise en application date du mois de janvier 2002 dans un cadre juridique simple fortement similaire à son homologue français (la loi 88, relative à la titrisation des créances en France), avec un champ d'application limité aux créances hypothécaires de 1<sup>er</sup> rang détenues par les établissements de crédit. L'évolution était timide avec deux opérations d'une valeur de 1.5Md MAD, entre 2002 et 2003 suivie par une période de stagnation de 4 ans principalement due à un excès de liquidité au niveau des banques. La conjoncture économique a changé avec un regain d'intérêt concernant ce type de transaction qui s'est concrétisé avec une nouvelle opération en décembre 2008 pour un montant de 1.5Md MAD.

### 4.2 Réforme du cadre juridique :

Le Maroc a introduit en Octobre 2008 la loi 33-06 relative à la titrisation des créances qui modifiait et complétait la loi relative à certains titres de créances négociables et celle relative aux opérations de pension. Cette nouvelle loi, fixe le régime juridique applicable à la titrisation des créances par l'intermédiaire des fonds de placements collectifs en titrisation dénommé FPCT.

Avec la réforme du cadre juridique, la titrisation au Maroc est désormais applicable à un large éventail de type de créances. Le périmètre d'éligibilité a été élargi et comporte maintenant les créances actuelles ou futures détenues par les établissements de crédit, les établissements publics et les filiales de l'état, les entreprises d'assurance et de réassurance ainsi que les délégataires et les bénéficiaires de licences de services publics.

#### 4.2.1 Champs des actifs éligibles à la titrisation :

Dans le cadre d'une opération de titrisation, le FPCT pourrait acquérir en totalité ou en partie tout type de créances quelles soient :

- Hypothécaires,
- Créances des établissements de crédit et organismes assimilés,
- Créances des établissements publics, société d'Etat et filiales publiques,
- Créances des personnes morales délégataires ou titulaires de licences d'exploitation de services publics, sous réserve de l'accord préalable de l'autorité délégante,
- Créances détenues par les entreprises qui sont régies par la loi portant code des assurances.

De plus, la nouvelle loi, a également prévu la possibilité pour un FPCT d'acquérir des titres de créances, dont notamment les titres de créances négociables, à l'exception des titres donnant accès directement ou indirectement au capital d'une société.

#### **4.2.2 Structure et fonctionnement du FPCT :**

Le FPCT est une copropriété qui a pour objet exclusif l'acquisition des créances d'un ou de plusieurs établissements initiateurs au moyen de l'émission de parts et de titres de créances. Le Fonds n'a pas de personnalité morale et est constitué à l'initiative conjointe de l'établissement gestionnaire et l'établissement dépositaire.

Afin d'éviter tout conflit d'intérêt, l'établissement initiateur, ses filiales ou toute société qui y détient une participation ne pourrait détenir plus d'un tiers moins une des actions ou parts sociales de l'établissement gestionnaire. En effet, toute relation ou participation entre l'initiateur et l'établissement gestionnaire devrait impérativement être signalée au règlement de gestion et au document d'information.

Le règlement de gestion du FPCT est établi à l'initiative conjointe de l'établissement gestionnaire et le dépositaire. Cependant avant même la constitution du Fonds, et s'il fait appel public à l'épargne, le projet de son règlement de gestion doit être soumis au CDVM pour agrément. Si le FPCT ne fait pas d'appel public à l'épargne, l'établissement gestionnaire est tenu de soumettre, pour avis, une copie de son projet de règlement de gestion au CDVM.

La nouvelle loi permet au FPCT le rechargement, et donc l'acquisition de nouvelles créances et l'émission par la suite de nouvelles parts et/ou titres de créances à condition que le règlement de gestion du FPCT le prévoit et que ces nouvelles acquisitions n'entraînent pas une dégradation du niveau de la sécurité offert aux porteurs de parts et/ou titres de créances émis précédemment.

Elle permet également les méthodes de rehaussement de crédit, citées à la première section de cette étude notamment le surdimensionnement, les sûretés et garanties, compartimentation du FPCT (la subordination) ainsi que les garanties externes.

Toutefois, la loi interdit au FPCT la cession des créances acquises qui ne sont pas échues ni déchues de leur terme sauf si elles s'avèrent, dès leur acquisition, non conformes au règlement de gestion du fonds. Cependant, une dérogation a été prévue et une cession des créances, en une seule fois et dans leur totalité, serait possible si :

- Le règlement de gestion le prévoit
- La valeur des créances est inférieure à 10% du maximum de la valeur constatée depuis la création du FPCT
- Les parts ne sont détenues que par un seul porteur et à sa demande
- En cas de liquidation du FPCT.

Le passif du FPCT comprend au moins 2 parts. Il résulte de l'un ou plusieurs des éléments suivants :

- Les parts émises par le FPCT
- Les titres de créances émis par le FPCT
- Les emprunts d'espèces qui pourront être utilisés pour financer un besoin temporaire en liquidité dans la limite d'un plafond fixé par voie réglementaire.

Les liquidités du FPCT pourraient être placées dans les valeurs suivantes :

- Les valeurs émises par le Trésor et les titres de créances garanties par l'Etat.
- Les dépôts effectués auprès des établissements de crédits agréés.
- Les titres de créances négociables
- Les parts de FPCT à l'exception de ses propres parts.
- Les parts ou actions d'OPCVM, obligataires ou monétaires.

#### **4.2.3 Obligations du FPCT**

Selon la nouvelle loi, le FPCT a deux principales obligations : des obligations d'information et des obligations comptables

##### ***a) L'information :***

Préalablement à la constitution d'un FPCT et à l'émission de ses parts et de ses titres de créances, tout établissement gestionnaire est tenu de soumettre pour avis au CDVM un document d'information relatif au FPCT conformément au modèle type élaboré par le CDVM. Ce document doit préciser tous les éléments nécessaires à l'information des souscripteurs de parts et des titres de créances notamment les caractéristiques propres au FPCT et celles de parts et titres émis ainsi que leurs méthodes d'évaluation. Le document d'information doit détailler la composition de l'actif ainsi que les modalités et les conditions de souscription. De plus, lorsque le FPCT fait appel public à l'épargne, le document d'information est visé par le CDVM et publié dans un journal d'annonces légales et tenu à la disposition du public.

##### ***b) Obligations comptables :***

La durée des exercices comptables est déterminée par le règlement de gestion du FPCT. Le véhicule de titrisation est soumis à des règles comptables fixées par l'administration sur proposition du conseil national de la comptabilité.

Chaque compartiment du FPCT fait l'objet au sein de la comptabilité du fonds, d'une comptabilité distincte.

##### **a) L'établissement gestionnaire**

Selon la nouvelle loi relative à la titrisation, seules peuvent exercer la fonction d'un établissement gestionnaire de FPCT les sociétés commerciales remplissant les conditions suivantes :

- Avoir un siège social au Maroc
- Etre agréée par l'administration après avis du CDVM
- Avoir pour objet exclusif la réalisation d'opération de titrisation et la gestion d'un ou de plusieurs FPCT.
- Disposer d'un capital social entièrement libéré lors de sa constitution et dont le montant ne peut être inférieur à 1 million de dirhams
- Disposer d'une capacité autonome pour apprécier l'évolution des créances acquises par le FPCT, et mettre en œuvre les garanties accordées au fonds.
- Présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne son organisation, ses moyens techniques et humains et l'expérience professionnelle de ses dirigeants

Cet établissement, agréé par le ministère des Finances, réalise pour le compte du FPCT, entre autres, la cession des créances et prend possession de tout titre ou document représentatif ou constitutif desdites créances. Il se charge de l'émission des parts et/ou des titres de créances et paie à l'initiateur la contrepartie convenue suite à la cession. Il gère le FPCT dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts et des titres de créances (les investisseurs).

De plus, l'établissement gestionnaire est tenu de dresser l'inventaire des actifs détenus par le FPCT, selon un modèle et une périodicité déterminés par le CDVM et qui doit être certifié par l'établissement dépositaire.

##### **b) L'établissement dépositaire**

L'établissement dépositaire a pour fonction la garde des actifs du FPCT<sup>14</sup>. Il assure la conservation de ces actifs, des bordereaux de cessions et de tout autre document assurant la validité desdits actifs. Il tient les comptes de paiements ouverts au nom du FPCT ainsi qu'un relevé chronologique des opérations réalisées<sup>15</sup>.

Seuls les banques agréées, la Caisse de dépôt et de gestion peuvent exercer la fonction d'établissement dépositaire. Les établissements qui ont pour objet le dépôt, le crédit, la garantie, la gestion de fonds ou les opérations d'assurances et de réassurances et ayant leur siège au Maroc peuvent également être dépositaires à condition qu'ils figurent dans une liste arrêtée par l'administration après avis du CDVM.

---

<sup>14</sup> La garde des actifs du FPCT doit être confiée à un établissement dépositaire unique.

<sup>15</sup> L'initiateur pourrait assurer la conservation des créances à condition que le bordereau de cession soit conservé par le dépositaire et que des procédures de conservation documentées soient mises en place. De plus, une convention doit être signée entre l'initiateur ou l'établissement chargé du recouvrement, l'établissement dépositaire et le gestionnaire (la déclaration fait partie de la convention).

### **4.3 La cession des créances**

La Loi marocaine permet la cession parfaite des actifs (titrisation hors bilan) qui s'effectue par la seule remise à l'établissement gestionnaire d'un bordereau qui serait signé par le cédant. Ce bordereau, signé également par le gestionnaire lors de sa remise devrait comporter les dénominations et les adresses de l'établissement initiateur, l'établissement gestionnaire et de l'établissement dépositaire. Il doit également comporter toutes les informations relatives aux créances cédées permettant leur individualisation. De plus, le bordereau de cession est complété par une convention de cession qui prévoit, entre autres, outre les énonciations contenues dans ledit bordereau, la remise à l'établissement dépositaire des documents et titres représentatifs ou constitutifs des créances cédées et de ceux relatifs à leur accessoires tels que sûretés, garanties cautions et gages.

### **4.4 Le recouvrement**

La nouvelle loi stipule que le recouvrement des flux générés par les créances cédées, la mise en jeu, la mainlevée et l'exécution des garanties ou autres sûretés accessoires, continueront d'être assurés par l'initiateur sous contrôle de l'établissement gestionnaire.

Dans le cas où l'initiateur cesse ses fonctions durant la vie du FPCT, l'établissement gestionnaire s'occuperait des recouvrements des flux ou pourrait mandater à cet effet tout autre établissement éligible à être établissement initiateur.

### **4.5 Contrôle**

Les établissements gestionnaires, dépositaires, initiateurs, les FPCT et les établissements teneurs de compte sont soumis au contrôle permanent du CDVM qui est habilité à faire effectuer des enquêtes auprès de ces établissements.

Un commissaire au compte est désigné par l'établissement gestionnaire. Les dispositions de la loi 17-95 relative aux sociétés anonymes concernant les conditions de nomination des commissaires aux comptes sont applicables au FPCT. Le commissaire aux comptes a l'obligation de signaler sans délai aux dirigeants de l'établissement gestionnaire et au CDVM les irrégularités et inexactitudes qu'il relève dans l'accomplissement de ses missions.

### **4.6 Etats des lieux**

Actuellement le bilan de la titrisation au Maroc reste léger en vue de l'historique récent de ce type de transaction dans le paysage marocain. Depuis l'introduction de la titrisation en 1999, trois opérations ont été réalisées par Maghreb titrisation concernant des créances hypothécaires détenues par le groupe CIH. Ces trois opérations avaient pour objectifs la diversification des moyens de financement du CIH et l'amélioration des ratios prudentiels réglementaires (ratio de

liquidité et de solvabilité). La dernière opération qui date du mois de décembre 2008, consistait à créer un fond CREDILOG III à l'initiative conjointe de maghreb titrisation (gestionnaire-dépositaire) et le CIH (initiateur).

|                                                                         | CREDILOG I          | CREDILOG II          | CREDILOG III         |
|-------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Montant de l'émission en MAD</b>                                     | <b>500 000 000</b>  | <b>1 000 000 000</b> | <b>1 500 000 000</b> |
| <b>Spread Moyen FPCT vs Spread moyen marché</b>                         | <b>0,73 VS 0,85</b> | <b>0,55 VS 0,75</b>  | <b>0,58 VS 1</b>     |
| <b>Taux d'impayé des créances</b>                                       | <b>0,63%</b>        | <b>0,95%</b>         | <b>0,0038%</b>       |
| <b>Taux de couverture hypothécaire</b>                                  | <b>500%</b>         | <b>272%</b>          | <b>130%</b>          |
| <b>Taux de couverture financière des parts/obligations prioritaires</b> | <b>50%</b>          | <b>45%</b>           | <b>11%</b>           |
| <b>Taux d'impayé s sur parts/obligations</b>                            | <b>0%</b>           | <b>0%</b>            | <b>0%</b>            |

## 4.7 Normes Comptables applicables à la titrisation des créances

### 4.7.1 Normes comptables applicables au FPCT :

A l'heure actuelle, le traitement comptable des opérations de titrisation résulte de l'arrêté du ministre de l'économie, des finances, de la privatisation et du tourisme n° 351-01 du 9 février 2001. Celui-ci fixe les normes comptables applicables à la titrisation des créances hypothécaires.

L'actif du bilan des FPCT est composé essentiellement des créances titrisées. Celles-ci sont enregistrées à leur valeur nominale. L'écart entre la valeur nominale et le prix d'achat constitue une décote ou une surcote qui est inscrite à l'actif du bilan. Elle fait l'objet d'un étalement selon les modalités fixées par le règlement de gestion du FPCT. La méthode préconisée pour cet étalement est celle du taux actuariel dont la pertinence doit être réexaminée à chaque arrêté comptable en fonction des défaillances constatées. La décote qui résulte du surdimensionnement est enregistrée au passif financier.

Une dépréciation est constatée dès lors que le non recouvrement total ou partiel d'une créance devient probable par la constitution d'une provision pour risques et charges. Cette dépréciation est ajustée à chaque arrêté comptable. Lorsqu'une créance devient irrécouvrable, son montant est porté en charge.

Les parts et obligations émises par le FPCT sont enregistrées à leur valeur nominale et présentées distinctement au passif du bilan. La différence par rapport au prix d'émission figure au bilan au poste « écart d'émission » et les frais d'émission supportés par le FPCT sont inscrits à l'actif au poste « frais préliminaires ». Ces frais sont amortis, de manière linéaire, sur la durée de vie du FPCT.

Les avances faites au FPCT par l'établissement chargé du recouvrement sont comptabilisées en dettes de trésorerie.

Par ailleurs, suite à la récente réforme du cadre juridique de la titrisation, un projet de nouvelles normes comptables applicables à la titrisation est en cours de préparation au sein du Conseil National de la Comptabilité (C.N.C).

Ce projet vise à élargir le cadre comptable actuel afin de tenir compte des nouveautés introduites par la loi n°33-06 relative à la titrisation, plus précisément :

- La possibilité de recourir à l'emprunt ;
- L'élargissement des créances éligibles (créances douteuses, créances de crédit-bail, créances futures,...) ;
- La possibilité de céder des créances sous certaines circonstances;
- La possibilité de constituer des compartiments au sein du fonds.

#### 4.7.2 Règles comptables applicables aux établissements initiateurs :

Sur le plan juridico-comptable, la titrisation s'analyse comme une cession, par conséquent, les créances cédées disparaissent du bilan du cédant dès la remise du bordereau de cession.

Cependant, les normes IFRS proposent une analyse en plusieurs étapes, afin de déterminer si un actif financier doit être décomptabilisé ou non suite à une cession. Les étapes les plus importantes sont :

- Déterminer si la totalité de l'actif a été transférée ;
- Examiner si les droits de recevoir la majorité des flux financiers des actifs transférés et les avantages qui y sont liés ont été transmis avec les actifs cédés ;
- Déterminer si la quasi-totalité des risques qui sont liés aux actifs a également été transférée ;
- Déterminer si le contrôle lié aux actifs a été transféré.

Lorsque ces conditions sont réunies, l'entité cédante pourrait décomptabiliser les actifs transférés.

Sur le plan des règles de consolidation, l'initiateur doit tenir compte de certains critères pour déterminer si le véhicule de titrisation doit être intégré dans son périmètre de consolidation, auquel cas, il verra apparaître dans son bilan consolidé les actifs titrisés.

En effet, la norme IAS 27 et l'interprétation SIC 12 qui s'y rapporte prévoient l'intégration du véhicule de titrisation dans le périmètre de consolidation lorsque la substance de la relation entre l'entreprise consolidante et le FCC montre que ce dernier est contrôlé par le cédant, même s'il ne détient pas la majorité des droits de vote, et que l'influence est exercée par un autre moyen<sup>16</sup>.

L'interprétation SIC 12 spécifie plusieurs facteurs permettant de déterminer si l'initiateur dispose du contrôle sur le véhicule de titrisation et les actifs qui y sont transférés :

- Le cédant pourrait obtenir la majeure partie des bénéfices du véhicule de titrisation et, par conséquent, pourrait être exposé aux risques encourus dans l'activité du véhicule ;

---

<sup>16</sup> [www.iasplus.com/interps/sic012.htm](http://www.iasplus.com/interps/sic012.htm)

- Le cédant détient la majorité des risques résiduels ou inhérents à la propriété relatifs au FCC ou ses actifs, pour pouvoir retirer les bénéfices de son activité ;
- Les activités du FCC sont menées pour le compte du cédant selon ses besoins opérationnels spécifiques de façon à ce que ce dernier obtienne des avantages de l'activité du fonds.
- Le cédant a les pouvoirs de décision pour obtenir la majorité des avantages des activités du FCC.

Généralement, la majorité des véhicules de titrisation sont autopilotés dans le sens où aucune décision opérationnelle n'y est réellement prise car toute leur existence est gérée par un règlement de gestion qui est établie à la création. Pour cette raison, la notion de contrôle lorsqu'il s'agit d'un FCC est déterminée par référence aux détenteurs de risques liés au FCC.

L'analyse des risques et avantages liés à l'existence du FCC doit tenir compte des garanties ou autres mesures de rehaussement de crédit dont bénéficie le FCC<sup>17</sup>.

## **4.8 Fiscalité des FPCT**

Les FPCT sont exonérés de l'impôt sur les sociétés. Cette transparence est instaurée, conformément à l'art.6 du CGI, pour les bénéfices réalisés dans le cadre de leur objet social.

Les actes relatifs à la constitution des FPCT, à l'acquisition d'actifs, à l'émission et à la cession d'obligations et de parts, à la modification des règlements de gestion et aux autres actes relatifs au fonctionnement sont exonérés des droits d'enregistrements (art.129 CGI)

### **4.8.1 Fiscalité des porteurs de parts :**

Les personnes physiques et morales réalisant des opérations d'achat et de ventes de parts des FPCT sont soumises à deux taxes :

- la taxe sur les produits des placements à revenu fixe correspondant aux produits résultant des actifs des FPCT ;
- et la taxe sur les profits (les plus-values).

Sont exonérés d'impôt sur les plus values, les personnes physiques résidentes ou non (art.68. CGI) :

- En cas, de donation entre ascendants et descendants et entre époux, frères et sœurs ;
- Si le profit ou la fraction du profit correspondant aux cessions réalisées au cours de l'exercice n'excédant pas le seuil de 30 000 dirhams.

Les parts et titres de créances émises dans le cadre d'une opération de titrisation sont assimilées à des valeurs mobilières (article 6 du DPL 1-08-95).

<sup>17</sup> Application des normes comptables IAS 32, IAS 39, et IFRS 7, Nouvelle Edition, Cahiers Financiers ; B. Colmant, JF. Hubin, F. Masquelier

Le tableau ci-après détaille les deux axes cités ci-dessus par catégorie de détenteur :

| Personnes morales                                            |                         |                                                                                                          |                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------------------------------------------------|-------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Revenus                                                      |                         |                                                                                                          | Profits                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Retenue à la source                                          |                         |                                                                                                          | (plus-values)                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Résidents soumis à l'IR                                      | Résidents soumis à l'IS | Non-résidents                                                                                            | Résidents                                                                                                                                            | Non-résidents                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 20%                                                          | 20%                     | 10%                                                                                                      |                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Imputable sur la cotisation de l'IR avec droit à restitution | Imputable sur l'IS.     | Sous réserve de l'application des dispositions des conventions internationales de non double imposition. | Imposition, selon le cas, soit à l'IR au taux progressif, soit à l'IS au taux de 30% ou de 37% pour les établissements de crédits et les assurances. | <p>Les sociétés n'ayant pas leur siège au Maroc sont imposables à raison des produits bruts qu'elles perçoivent en contrepartie de travaux qu'elles exécutent ou de services qu'elles rendent au Maroc (art.5)</p> <p>Les sociétés non résidentes sont exonérées au titre des plus-values réalisées sur les cessions de valeurs mobilières cotées à la bourse des valeurs du Maroc.</p> |

| Personnes Physiques                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                          |                                                                                       |                                                                                          |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| Revenus                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                          | Profits                                                                               |                                                                                          |
| Retenue à la source                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                          | (plus-values)                                                                         |                                                                                          |
| Résidents soumis à l'IR                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Non-résidents                                                                                            | Résidents                                                                             | Non-résidents                                                                            |
| 20%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 10%                                                                                                      | 20%                                                                                   |                                                                                          |
| <p>imputable sur la cotisation de l'IR avec droit à restitution pour les personnes physiques soumises à l'IR selon le régime du BNR ou du BNS.</p> <p>30%</p> <p>pour les bénéficiaires personnes physiques qui ne sont pas soumises à l'IR selon le régime du Bénéfice Net Réel (BNR) ou du Bénéfice Net Simplifié (BNS)</p> | sous réserve de l'application des dispositions des conventions internationales de non double imposition. | Les profits résultant des cessions de parts de FPCT sont soumis à l'IR au taux de 20% | Imposition à l'IR à raison de l'ensemble de leurs revenus et profits de source marocaine |

#### 4.9 Nouvelles opportunités et nouvelles classes de sous-jacents

Malgré la jeunesse du marché de la titrisation au Maroc, la souplesse de la loi faciliterait l'émergence de plusieurs nouvelles classes d'actifs qui pourrait être titrisés à titre d'exemple:

- **Titrisation de projets (WBS : Whole Business Securitization)** adossé à des flux d'activités commerciales ou industrielles. Consiste en la cession des actifs liés à un projet.

- **Titrisation de créances commerciales :** l'affacturage par titrisation concerne les entreprises avec des activités d'affacturages. Généralement nécessite un montage synthétique qui permet le refinancement des créances.
- **Titrisation du crédit Revolving :** les crédits revolving ont la particularité d'avoir un encours qui fluctue selon les remboursements et les rechargements.
- **Titrisation des créances futures : cessions des créances ou des droits sur une période future donnée.** Concerne des projets avec un risque très faible. Elle permet un financement important qui sera garantie par des *cash-flows* certains et peu volatiles.

En dehors de ces exemples, l'introduction de la loi de finance pour l'année budgétaire 2011 est axée sur un plan ambitieux en termes des projets d'infrastructures et de développement qui auront pour objectifs principaux le renforcement des investissements et le développement de plusieurs secteurs économiques.

On pourrait alors envisager la création des véhicules de titrisation qui permettront le financement de ces grands projets. En effet, la conjoncture économique actuelle rend plus difficile le financement des très gros contrats à long terme, car les banques demandent une rémunération plus élevée, et prêtent sur des volumes et durées plus limités. De plus, il existe un large échantillon d'investisseurs institutionnels qui sont à la recherche de produits d'investissements sécurisés et attractifs, pour faire face à leurs engagements à très long terme.

De manière simplifiée, le schéma de financement par la société ad hoc qui porte le projet est le suivant :

- La société de projet se rémunère grâce aux loyers qui lui sont versés par l'entité publique.
- A partir du moment où l'infrastructure ou le bâtiment est réalisé, ces loyers sont certains : la société de projet est certaine de les percevoir sur toute la durée du projet, dès lors que le locataire (l'Etat par exemple) est considéré sans risque.
- Pour financer la réalisation du projet, la société ad hoc a dû s'endetter. En guise de garantie, elle cède les créances qu'elle détient sur son locataire (les loyers restant à courir sur toute la durée du contrat) à une banque
- La banque pourra elle-même les céder à des investisseurs institutionnels, qui seront intéressés pour les acquérir dans la mesure où elles sont considérées sans risque.

La titrisation reste un outil indispensable et un élément essentiel pour le financement des banques et établissements de crédit. Elle présente de nombreux avantages en permettant de libérer les capitaux nécessaires afin d'élargir leur base de clientèle et rendre l'octroi de crédit accessible.

Elle ouvre, grâce à la signature multiple, les marchés obligataires moins coûteux que le crédit bancaire à des entreprises qui ne pourraient pas émettre de titres sur leur signature individuelle. Elle permet également la distribution du risque inhérent à toute transaction financière à une large base d'investisseurs qui sont à la recherche continue d'opportunités d'investissement diversifiées.

La titrisation est même la forme la plus aboutie du processus de financement *désintermédié* des actifs. A force d'innovation financière sans utilité économique réelle, la titrisation a été détournée de sa vocation première. Les dérapages connus sur les marchés n'étaient pas causés par la titrisation, qui n'est finalement qu'un véhicule pour transférer les actifs, ce sont plutôt les actifs eux-mêmes qui étaient à l'origine des turbulences, accompagné d'un modèle de distribution des prêts *subprime* basé, non pas sur la capacité de remboursement de l'emprunteur, mais plutôt, sur la spéculation à la hausse concernant le prix du sous-jacent.

La titrisation a un avenir devant elle, et est loin d'être morte. Ses avantages sont d'une nature incontournable et les marchés financiers ne pourraient donc pas s'en passer. Au Maroc, le système bancaire est sain, et dotée d'une régulation assez rigide en termes de ratios prudentiels ; une prise de risque excessive reste donc peu probable.