

**INSTITUT SUPERIEUR DE COMMERCE ET
D'ADMINISTRATION DES ENTREPRISES
CASABLANCA**

**MEMOIRE POUR L'OBTENTION DU DIPLOME
DU CYCLE SUPERIEUR DE GESTION**

**LA TITRISATION AU MAROC :
INNOVATION AU SERVICE DES ACTEURS ECONOMIQUES
ET FINANCIERS**

PAR

MONSIEUR HAFID FARKACHA

DIRECTEUR DE RECHERCHE

MONSIEUR MUSTAPHA EL BAZE

JURY :

- <u>PRESIDENT</u> :	Mustapha EL BAZE	Professeur à l'ISCAE
- <u>SUFFRAGANTS</u> :	Bouzid AZZOUZI	Professeur à l'ISCAE
	Mohammed BOUMESMAR	Expert comptable
	Mohammed Azzedine BENSEGHIR	Professeur à la Faculté de droit
	Hicham KARZAZI	Directeur de Maghreb Titrisation

DAT

E : 04 Mai
2002

L'Institut Supérieur de Commerce et d'Administration des Entreprises n'entend donner ni approbation, ni improbation aux opinions émises dans le cadre de ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à son auteur

REMERCIEMENTS

Mes remerciements sont adressés pour leur soutien et leur précieux concours à l'équipe de Maghreb Titrisation S.A. et à leur tête Monsieur KARZAZI hicham Directeur Général et BENDI Fouad Directeur de Gestion .

Un hommage particulier est rendu au professeur Mustapha El BAZE, pour ses conseils et orientations.

J'exprime ici ma reconnaissance à tous les membres du jury qui se sont penchés sur ce travail ainsi que tous ceux qui ont aidé par leur assistance à sa finalisation .

Parents

A Wafa , A mes

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE 5

**PREMIERE PARTIE :INTERETS DE LA TECHNIQUE ,
MECANISMES ET ECLAIRAGE SURLES EXPERIENCES
ETRANGERES 14**

CHAPITRE I/ SECTEUR DU LOGEMENT ET PROBLEMATIQUE DE SON

FINANCEMENT	15
A/- IMPORTANCE STRATEGIQUE DU SECTEUR	15
B/ LE FINANCEMENT DE L'ACCESSION A LA PROPRIETE	17
C/ LA TITRISATION : NOUVEAU LEVIER DE FINANCEMENT	19
CHAPITRE II : MODALITES ET MONTAGE DES OPERATIONS	20
A/ PRESENTATION DU MECANISME	20
B/ LE MONTAGE D'UNE OPERATION DE TITRISATION	25
C/ LES CONDITIONS D'UNE TITRISATION RENTABLE	33
CHAPITRE III / LES EXPERIENCES ETRANGERES DE REFERENCE	41
A / L'EXPERIENCE AMERICAINE	41
B / L'EXPERIENCE FRANCAISE	50
DEUXIEME PARTIE : LA TITRISATION DES CREANCES AU MAROC	63
CHAPITRE I/- ANALYSE ET INTERPRETATION DE LA LOI 64	
A / LES FONDEMENTS	64
C/ LES REGLES COMPTABLES ET FISCALES	76
CHAPITRE II / PRESENTATION DE LA PREMIERE OPERATION : CREDILOG I	86
A/ DESCRIPTIF	86
B- MONTAGE ET STRUCTURATION DE CREDILOG I	89
C/ FONCTIONNEMENT DU FONDS ⁹²	
D/- APPRECIATION CRITIQUE	98
CHAPITRE III / IMPACTS ET PERSPECTIVES DU DEVELOPPEMENT DE LA TECHNIQUE	100
A - Les facteurs pouvant retarder le décollage de la technique	101
B- L'INSTAURATION D'UN MARCHE HYPOTHECAIRE	105
C- Recommandations pour la réussite du Marché	107
D / TITRISATION ET BANQUES EN DIFFICULTE	113
CONCLUSION	119
ANNEXE I : GLOSSAIRE DES TERMES UTILISES	125
ANNEXE II : BIBLIOGRAPHIE	134
ANNEXE III : LE FONDS DE PLACEMENT COLLECTIF EN TITRISATION	136
LOI 10-98 DU 25/08/1999	136

INTRODUCTION GENERALE

La logique de la libéralisation et de la mondialisation touche aujourd'hui tous les secteurs de l'économie aussi bien sur le plan national qu'international. Des mutations importantes ont changé le paysage économique et politique planétaire.

A l'origine de ces bouleversements, l'éclatement politique des ex-pays de l'Est notamment l'Union Soviétique ouvrant la voie à une hégémonie des Etats Unis sur

l'échiquier international. La logique de confrontation jadis observée sur le plan politique s'est transformée en une confrontation économique où la concurrence internationale est devenue de plus en plus vive.

On est passé alors d'une alliance entre Etats d'obédience politique et idéologique similaire à des groupements privilégiant les intérêts économiques partagés par les Nations.

Le Maroc , adopta une nouvelle politique économique lui permettant d'intégrer le nouvel ordre mondial afin d'asseoir sa croissance économique et sa compétitivité tout en préservant ses équilibres fondamentaux internes. Le processus de réformes fût entamée dès 1983 avec le plan d'ajustement structurel visant une action de libéralisation progressive en harmonie avec des impératifs d'ordre social , les nouvelles mesures se succédèrent sur le plan de la politique budgétaire , de l'échange , de la fiscalité , des privatisations etc.

L'analyse de la tendance fait ressortir une nouvelle vision étatique consistant à mener les réformes qui créent les ingrédients nécessaires pour un rôle de plus en plus régulateur de l'économie.

Ainsi, observons-nous un désengagement progressif de l'Etat des secteurs jugés jadis prioritaires tel le logement, le tourisme, ... en ouvrant la voie au libre jeu du marché.

Le deuxième axe majeur des réformes entreprises concerne le système financier qui s'inscrit également dans la mouvance des politiques menées sur le plan économique.

On ne soulignera jamais assez l'importance des problèmes monétaires et financiers dans le développement des économies , dans leur stabilité macro-économique et leurs perspectives d'avenir .

Au niveau mondial, plusieurs réformes de libéralisation monétaire et financière ont été entreprises. Ces réformes avaient pour objectif d'éliminer la répression financière en libérant les taux d'intérêt et permettre le passage *d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers* .

La politique quantitative a cédé la place à la politique qualitative reposant sur le libre jeu du marché et les mécanismes de contrôle indirect. D'importantes actions ont été entreprises à cet effet : déréglementation, désintermédiation, décloisonnement, désencadrement, libéralisation des taux d'intérêt.

Les innovations financières issues de la libéralisation se sont accrues de manière très rapide grâce à des technologies informatiques très avancées qui ont gagné l'ensemble de la planète.

C'est dans cet environnement que s'inscrit la réforme financière au Maroc teintée par une politique monétaire fondée sur les mécanismes du marché et le contrôle indirect.

La réforme du système financier et bancaire marocain est fortement inspirée des innovations observées au niveau international, elle se veut un moyen au service des réformes entreprises dans le cadre économique, et un facilitateur de l'intégration du pays dans le nouvel ordre mondial.

Cette réforme a été adoptée en tenant compte des réalités économiques marocaines. Elle englobe la politique monétaire, la réforme des établissements de crédit et les marchés des capitaux.

Dés lors la politique de crédit s'avère nécessaire dans la mesure où elle vise la correspondance entre la création monétaire et le niveau de l'offre en biens et services, elle vise également l'approvisionnement de l'activité économique en crédit. Autrement dit les autorités monétaires peuvent mener une politique soit expansive soit restrictive, pour ce faire, elles disposent d'un ensemble de techniques de contrôle.

Dans cette perspective, *la fonction d'intermédiation financière des banques et des établissements spécialisés porteurs d'innovation constitue le recours indispensable.*

Un double objectif domine la fonction d'intermédiation financière : un objectif économique d'abord, visant à une mobilisation active des ressources financières nécessaires au processus de développement ; un objectif social ensuite, cherchant à associer les différents partenaires dans les choix économiques .

Les réformes financières ont gagné plusieurs pays et ont toutes convergé vers un mouvement de déréglementation progressive du système bancaire et financier ; il s'en est suivi une modification des politiques monétaires qui se sont de plus en plus installées dans une logique régulatrice.

Les libéralisations monétaire et financière engagées depuis le début des années 70 aux Etats Unis et en Europe occidentale dans les années 80 ont consisté à dynamiser le processus de

finance directe et ce par des réformes des marchés monétaire et financier qui ont consisté à décloisonner les marchés de capitaux, à créer des nouveaux produits financiers et à augmenter le nombre de participants sur ces marchés à court, moyen et long termes et parallèlement par une déspecialisation des banques.

Afin d'intégrer le Maroc dans ce nouvel ordre mondial, une nouvelle politique monétaire a été tracée en s'inspirant des expériences étrangères tout en prenant en compte quelques spécificités locales.

Eu égard aux éléments ayant entraîné le mouvement de libéralisation sur le plan international, la nouvelle politique monétaire marocaine se veut fondée sur les mécanismes du marché et du contrôle indirect. Elle veut agir pour atteindre les objectifs suivants :

- 1 la stabilité de la monnaie,

- 2 la maîtrise de l'inflation,
- 3 l'atténuation des pressions sur les avoirs extérieurs,
- 4 la comptabilité de la masse monétaire des crédits avec le Produit intérieur brut
- 5 et la protection des déposants et des emprunteurs.

Les autorités ont abandonné l'encadrement du crédit qui consistait à limiter l'extension du volume du crédit bancaire à un taux maximum pendant une durée donnée car pénalisait les banques les plus dynamiques et limitait le financement des entreprises.

Le désencadrement a pour corollaire un auto-contrôle des banques à travers de nouvelles mesures prudentielles instituées par les autorités monétaires et mises en pratique par Bank Al Maghrib ; comme la réserve monétaire et les taux fixés périodiquement pour les avances .

La libéralisation des taux a commencé par les taux créditeurs à partir de 1990 pour être étendue aux taux débiteurs qui demeurent plafonnés par les autorités afin d'éviter une augmentation incontrôlée et importante de leur niveau pouvant freiner le financement des entreprises par leur coût . Ce plafonnement se traduit dans la pratique par la fixation périodique par la banque centrale d'un taux de référence.

Cette libéralisation des taux a stimulé la concurrence et introduit la variabilité des taux débiteurs qui tient compte de la variation du taux de référence et des taux du marché. La variabilité des taux entraîne un nouveau risque aussi bien pour les banques que pour les clients (risque de taux).

L'autre aspect concerne la libéralisation des marchés monétaires et financiers , l'objectif étant de créer une nouvelle dynamique des marchés interbancaire et secondaire en vue de faciliter les flux de liquidités entre les différents opérateurs, établissements de crédit et entreprises.

Ces marchés sont de nature à permettre à l'institut d'émission d'intervenir pour la régulation des liquidités par le retrait ou l'injection de fonds ou par l'achat ou la vente de titres dans le cadre de techniques financières nouvelles à introduire.

Le marché monétaire qui était limité aux avances interbancaires a été étendu aux avances accordées aux banques par Bank Al Maghrib , aux adjudications des bons du trésor aux nouveaux compartiments des titres de créances négociables et récemment au marché hypothécaire ..

Le marché secondaire est né quoique fonctionnant aujourd'hui de manière embryonnaire, le but étant de permettre aux entreprises d'intervenir directement par le biais d'instruments nouveaux dans l'optique de provoquer une dynamique aux flux de liquidités et à la collecte des ressources nécessaires au financement de l'économie.

L'autre composante des réformes financières a trait au marché boursier, celui-ci a connu une série de textes législatifs réglementant et organisant ce compartiment, nous citerons :

- Dahir portant loi 1-93-211 du 21 septembre 1993 relatif à la bourse des valeurs
- Dahir portant loi 1-93-212 du 21 septembre 1993 relatif au conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne.
- Dahir portant 1-93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Les objectifs recherchés par ces textes sont de:

1. Mettre en place des mécanismes garantissant l'efficacité, la transparence et l'intégrité du marché financier
2. Assurer la protection des épargnants et l'information des actionnaires et du public
3. Réorganiser la bourse des valeurs et la moderniser
4. Instaurer de nouveaux instruments de gestion collective des valeurs mobilières
5. Introduire des incitations fiscales à même de dynamiser le marché boursier

Enfin, le système bancaire a connu la promulgation d'une nouvelle loi le 06/07/1993 qui a profondément remanié l'existant, ses principaux apports sont :

- Suppression progressive des mesures de contrôle quantitatif sauf pour certains emplois obligatoires qui sont maintenus provisoirement soit pour encourager certains secteurs prioritaires dont la libéralisation devrait se faire par étapes, soit pour laisser entre les mains des autorités monétaires quelques outils pour agir sur les liquidités bancaires.
- Instauration de nouvelles règles prudentielles rigoureuses, notamment pour assurer aux banques l'augmentation des fonds propres de ces établissements proportionnellement à celle de leurs engagements (ratio de solvabilité) de limiter les concours pris sur un même bénéficiaire (coefficient de division des risques) et d'assurer la couverture des créances impayées (mesures sur le classement et le provisoirement des créances en souffrance)
- L'unification du cadre juridique commun à tous les établissements de crédit, la distinction entre les organismes financiers spécialisés et les banques n'est plus de mise. La notion plus large d'établissement de crédit englobe de ce fait toutes ces institutions en y ajoutant les sociétés de financements.
- Diversification des organes de contrôle et de consultation au niveau du paysage financier au Maroc en y associant le plus d'intervenants possibles en raison des évolutions rapides que connaît le monde de la finance au niveau international et des impératifs propres au pays

Nous avons souligné plus haut le vent de la libéralisation qui a touché aussi bien

l'économique que le financier, nous avons également évoqué le débat actuel relatif à la mondialisation où l'Etat est passé du rôle d'acteur direct et financier principal qui prenaient part à de nombreux projets soit en les finançant soit en les réalisant lui-même, à un rôle de régulateur de l'économie et de législateur.

Depuis le plan d'ajustement structurel, on assiste au retrait progressif de l'Etat au bénéfice du secteur privé. Il y a lieu de souligner également qu'il n'oriente plus directement les crédits vers les secteurs prioritaires comme la pêche, le tourisme, l'agriculture ou le logement.

La compartimentation des crédits qui se faisait par l'obligation faite aux banques de prêter de l'argent à des organismes tels le CIH, LA CNCA et LA BNDE a disparu progressivement. L'Etat n'intervient plus, mais doit néanmoins veiller à ce que l'affectation des ressources financières se fasse de manière efficace pour l'économie et que des activités prioritaires telles l'agriculture ou le logement soient alimentées en ressources nécessaires.

Aussi, au lieu des interventions directes, l'Etat a recours à d'autres mécanismes : les mécanismes de marché qui permettront à ceux qui disposent de capitaux de les prêter directement à ces secteurs voir à attirer des financements internationaux.

C'est dans cette logique que les pouvoirs publics ont décidé de promulguer la loi sur la titrisation du 25/08/1999 conçue comme un des mécanismes visant l'orientation du crédit au logement considéré comme un secteur stratégique pour notre pays.

Cet instrument constitue le dernier maillon de la chaîne des innovations financières introduites dans notre pays depuis le début des réformes financières. Il est destiné à contribuer à la solution

du problème de financement du secteur du logement, la titrisation est encore aujourd'hui à l'état embryonnaire.

Le débat sur l'introduction de la titrisation des créances au Maroc a débuté avec pour ambition première de donner une impulsion au financement du secteur du logement grâce à une technique de refinancement qui a largement fait ses preuves dans plusieurs pays développés.

La promulgation de la loi 10-98 du 25 août 1999 a introduit officiellement la titrisation dans le paysage financier marocain complétant ainsi la batterie des réformes introduites depuis 1993 tant au niveau des banques, du marché des capitaux et des nouveaux instruments financiers.

En introduisant cette technique, les pouvoirs publics veulent apporter une solution originale aux problèmes de financement du secteur de l'Habitat, jugé prioritaire en raison des besoins grandissants en matière de logement de la population.

La titrisation des créances immobilières se veut un outil de refinancement pour les organismes de crédit à l'habitat permettant à terme une détente sur les taux

d'intérêt et une contribution à une meilleure accessibilité au crédit par les ménages. En outre, elle présente un intérêt indéniable relatif à la gestion du Bilan des banques : économies des fonds propres, allègement du bilan des actifs et renflouement de la trésorerie.

Elle peut en outre faciliter le refinancement des établissements de crédit pour faire face aux engagements à prendre par rapport à d'autres secteurs de l'économie.

Ces objectifs non exhaustifs ne pourront être atteints que dans l'hypothèse d'un volume important de créances titrisables conjugué à un engouement pour la technique par la multiplication des opérations.

Une influence positive sur le développement du marché des capitaux pourra également être attendue, ainsi que sur l'émergence d'un marché secondaire des titres adossés à des créances hypothécaires. A terme, la titrisation d'autres catégories de créances pourra être lancée en cas de développement du marché.

Le terme titrisation en français ou *securitization* en anglais est peu connu dans les milieux bancaires et financiers marocains en raison de sa non-vulgarisation puisque la première opération n'a été lancée que le 11/04/2002 soit plus de deux années après la promulgation de la loi. Aussi, excepté une campagne médiatique plutôt discrète et quelques tables rondes, le concept demeure encore méconnu. Lorsqu'il est abordé dans le cadre restreint des financiers, ***il est le plus souvent associé au financement du secteur de l'Habitat, négligeant ainsi plusieurs facettes de cette technique que nous essaierons de mettre en valeur dans le cadre de ce travail.***

Sommairement, la titrisation est une technique de refinancement qui permet à un organisme de crédit de céder des actifs financiers à un fonds qui émet des titres représentant ces actifs à des investisseurs qui y souscrivent en quête d'un niveau de rentabilité attendu. Cette transformation d'actifs non négociables en titres négociables s'opère par le biais d'un véhicule ad hoc qui présente des particularités juridiques.

Cette définition simple, constitue le point de départ d'une technique complexe, qui a quelquefois constitué le principal obstacle à son développement : une longue période de gestation est souvent nécessaire pour l'émergence de ce nouvel outil.

Les Etats-Unis d'Amérique constituent le berceau de cet instrument qui a vu le jour au début des années 70 via les MBS (mortgage Backed Securities) ou créances titrisées adossées à des hypothèques pour connaître un essor important aujourd'hui.

Introduite aux USA, puis en Angleterre en 1985 et en France en 1988, la titrisation a connu un succès indéniable dans les années qui suivirent en raison des avantages que nous développerons plus loin aussi bien pour les établissements financiers que pour le marché des capitaux.

Dans une première phase, elle concernera uniquement les prêts immobiliers, pour s'étendre à d'autres concours. Rapidement, d'autres pays viendront s'ajouter pour

introduire cette innovation en l'aménageant en fonction des spécificités de leur environnement et des objectifs poursuivis.

Afin de cerner l'évolution de la pensée relative à cette nouveauté dans le paysage financier marocain, une présentation chronologique des principaux événements permet de constater une longue période de préparation :

- 1 Réformes financières et Bancaires de 1993
 - 2 Nouveaux débats autour de la problématique du logement au Maroc et études demandées par les autorités à différents consultants internationaux qui ont dégagé les grands axes de la stratégie de financement du logement au Maroc à savoir : Le développement du marché hypothécaire primaire et le réaménagement du système de mobilisation de l'épargne des ménages et des institutionnels ainsi que le marché secondaire de titrisation.
- Loi n° 10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaires B.O n° 4726 du 16/09/99
 - Décret d'application n° 2-99-1054 du 04/05/2000
 - Validation du plan comptable par le Conseil National de Comptabilité le 17/01/2001
 - Constitution de la première société de titrisation le 13/04/2001
 - Lancement de la première opération le 11/04/2002

Depuis la constitution officielle de la société, les analystes considèrent que le lancement de la première opération constitue un indicateur du potentiel de réussite de la technique au Maroc. L'engouement des institutionnels, le montage, les retombées immédiates sur l'établissement cédant, la campagne médiatique et les réactions des milieux financiers sont autant d'éléments qui peuvent faciliter la multiplication de émissions .

Loin de vouloir aborder cette technique sous tous ses aspects, ni d'apporter de solutions universelles applicables à tous les systèmes de structuration des créances possibles au niveau des établissements de crédits nationaux ; le présent travail se veut un moyen d'explorer une nouvelle discipline évolutive, la démystifier en démontrant l'intérêt pour les établissements de crédit, les demandeurs de prêts, les investisseurs et le marché des capitaux nationaux à un moment où les pouvoirs publics sont en phase de redoubler d'efforts pour moderniser notre système financier et le redynamiser.

L'objectif est d'analyser avec précision la répartition des rôles et des responsabilités entre les différents intervenants à la lumière du cadre juridique tel que tracé par la loi sur la titrisation des créances hypothécaires. Cette analyse se fera dans un souci de simplification et de vulgarisation.

Aussi pour appréhender les mécanismes techniques et juridiques de la titrisation avant de se prononcer sur l'opportunité de son introduction pour les différents intervenants ; il sera procédé à :

La présentation de l'intérêt de la technique sous toutes ses facettes et l'approfondissement de l'aspect montage des opérations à la lumière des expériences des pays pionniers en la matière. Le cas marocain est à étudier à

travers les textes de loi en cours d'application en essayant d'apporter des réflexions et des suggestions pour l'essor de cette innovation pour que les objectifs tracés au départ par le législateur soient atteints voire dépassés.

Plus précisément, il s'agira de mettre en relief les buts recherchés à travers :

- 1 La démonstration de l'intérêt de la technique tant pour le secteur du logement que pour d'autres emplois ainsi que sa simplification et vulgarisation s'agissant d'une technique d'origine anglo-saxonne complexe à mettre en place ; afin de la démystifier définitivement dans l'esprit de ceux qui s'intéressent de près ou de loin au marché des capitaux en général et au marché hypothécaire en particulier (première partie).

Cette démonstration se fera en apportant des éclairages sur les modèles de référence .

- Pour montrer l'intérêt de cette technique pour le financement du logement au Maroc et pour la gestion des banques, il sera procédé à la présentation des différents intervenants dans le cadre de la loi marocaine ainsi que la première opération pilote qui constituera certes la référence pour les opérations futures . En outre , il existe des facteurs pouvant retarder le développement de cet instrument qu'il s'agit de contourner bien qu'il faille mettre l'accent sur le potentiel important qu'il recèle (deuxième partie)

Les intérêts et modes d'emplois multiples de cette technique qui seront développés incitent à croire que souvent au Maroc on a tendance à rattacher directement la titrisation aux problèmes du financement d'un secteur stratégique : à savoir le logement.

Nous essaierons de notre part de démontrer que le refinancement des établissements de crédit opérant dans le secteur de l'habitat y trouvera certes, un moyen original de lever les ressources nécessaires à leur activité selon des conditions avantageuses ; mais il faudra dépasser le seul emploi de cette technique qui comporte , par ailleurs , d'autres avantages à rattacher à la gestion des établissements de crédit et à l'efficience du marché des capitaux.

**PREMIERE PARTIE :INTERETS DE LA TECHNIQUE ,
MECANISMES ET ECLAIRAGE SURLES EXPERIENCES
ETRANGERES**

CHAPITRE I / SECTEUR DU LOGEMENT ET PROBLEMATIQUE DE SON FINANCEMENT

A/- IMPORTANCE STRATEGIQUE DU SECTEUR

Le Maroc en tant que pays en développement connaît plusieurs problèmes dans les domaines socio-économiques, leur dépassement est rendu encore plus difficile par la croissance démographique qui bien que jugulée les dernières années est encore à un niveau incompatible avec ses possibilités économiques. Les problèmes ont trait au sous emploi, à l'analphabétisme et à l'habitat.

Le secteur de l'immobilier connaît une activité sans égale à cause de l'urbanisation du pays (croissance urbaine en moyenne de 4.4% par an). IL est incontestablement générateur d'emploi et constitue une source de résolution de nombreux problèmes sociaux ; c'est pourquoi être propriétaire de son logement constitue la première motivation du ménage au Maroc.

La tâche est gigantesque si l'on prend en considération le fait que pour satisfaire les besoins en logements nés de la croissance urbaine, il faille produire en moyenne 150.000 unités supplémentaires par an. La production dépasse à peine la moitié des besoins réels malgré les efforts et encouragements entrepris . Ainsi le total des logements créés en 1999 est de 79943 logements et 81670 en 2000 soit un accroissement annuel de 2.2 % .⁽¹⁾

Pour donner une impulsion à ce secteur, plusieurs mesures ont été prises dont nous citons à titre d'exemple :

1. Mesures fiscales incitatives pour les promoteurs immobiliers réalisant des programmes destinés à la vente, ces mesures touchent également les lotisseurs.
2. Structures d'interventions directes dans le secteur :
 - L'Etat et les collectivités locales peuvent initialiser des projets d'Habitat urbain
 - Création des établissements publics ou semi-publics pour intervenir dans la promotion immobilière à grande échelle (ERAC, SNEC, ANHI, CGI, OLM, CIFM...) ⁽²⁾
 - Lutte contre l'Habitat insalubre et création de l'agence nationale de lutte contre l'habitat insalubre)

(1) SOURCE : MINISTERE DE LA PREVISION ET DU PLAN / DIRECTION DE LA STATISTIQUE

(2) ERAC : établissements régionaux d'aménagement et de construction

SNEC : société nationale d'équipement et de construction

ANHI : agence nationale de lutte contre l'habitat insalubre

CGI : compagnie générale immobilière

OLM : office de logements militaires

3. Financements avantageux pour les ménages principalement pour l'Habitat bon marché ou le logement de moyen standing . Ces mesures d'encouragement sont accompagnées par un désengagement progressif de l'Etat pour laisser place à la réforme financière et à la libéralisation du secteur du financement du logement ; aussi faut-il souligner :

- La suppression de la Garantie de l'Etat et la couverture du risque de change excepté pour le programme des 200.000 logements.
- Possibilités ouvertes pour les autres établissements de crédit pour bénéficier de l'Agrément des programmes immobiliers réalisés par leur client ; laquelle procédure était réservée exclusivement au CIH et au Crédit Populaire du Maroc. L'Agrément donne lieu à une ristourne d'intérêt accordé par l'état aux acquéreurs de ces logements et facilite la commercialisation pour le promoteur.

Pour compléter l'éventail des différentes nouveautés qu'a connu le secteur, les banques commerciales sont devenues de plus en plus actives au niveau du financement par l'intermédiaire des filiales qui offrent de plus en plus de crédits selon de nouvelles conditions telles que le taux variable grâce à la structure de leurs dépôts essentiellement à vue.

Malgré toutes les mesures prévues, le secteur demeure largement déficitaire : en effet les taux de croissance de l'urbanisation et de la démographie croissent de manière plus que proportionnelle par rapport à la production de logements ; ceci est d'autant plus grave que d'autres problèmes viennent se greffer à savoir :

- Le problème du foncier, manque de terrains disponibles pour la construction dans les grandes agglomérations urbaines, disponibilité mais également problèmes liés à l'assainissement juridique et au coût du terrain
- Le renchérissement du coût des matériaux de construction
- L'insuffisance du volume des ressources financières face à un secteur de la construction fortement capitalistique et leur coût élevé se traduisent dans la réalité par des prêts au logement à des taux assez élevés. En effet, mis à part les taux relatifs aux crédits habitats bon marché (HBM) ⁽¹⁾ qui obéissent à des critères précis d'éligibilité, les autres régimes de prêts ne permettent guère des taux intéressants pour les bénéficiaires.

(1) HBM : système d'accession à la propriété largement subventionné par l'Etat sous certaines conditions

1 La spéculation observée chez certains promoteurs immobiliers occasionnels pour qui l'immobilier est devenu un secteur refuge , les dites spéculations concernent aussi bien les terrains que le cadre bâti ce qui influence également les prix observés sur le marché et partant le renchérissement du logement en

général .

La conjugaison de tous ces facteurs font que le logement au MAROC demeure hors de portée pour une large couche de la population.

B/ LE FINANCEMENT DE L'ACCESSION A LA PROPRIETE

Pendant plusieurs années, le CIH fût la principale source de financement du secteur de l'habitat et à titre secondaire vient la Banque populaire et la Caisse Nationale de Crédit Agricole . On constate, actuellement que d'autres banques commerciales s'ouvrent à ce secteur.

L'objet construit est, par nature, un objet spécifique exigeant la mise en place de nombreux moyens de production, faisant appel à un grand nombre d'intervenants et nécessitant un délai de production relativement long. Cette spécificité se traduit par la mobilisation de fonds importants, par une durée d'amortissement assez longue et par l'impossibilité d'une solvabilité complète immédiate.

L'immobilisation du capital pour une longue durée, comparativement aux autres activités, combinée à l'insolvabilité, relative ou absolue, d'une partie de la demande confère à la disponibilité des moyens financiers, un rôle décisif dans la satisfaction des besoins et dans la mise en œuvre d'une production répondant aux normes en vigueur.

Ne disposant que des revenus assez limités, la grande majorité des ménages sont, en effet, dans l'impossibilité d'assurer le financement immédiat des constructions dont ils ont besoin, et s'orientent, par conséquent, vers d'autres sources de financement.

En dépit de la persistance des circuits traditionnels d'épargne et de collecte de fonds (prêts familiaux et relationnels, liquidation de patrimoine etc.) le rôle des organismes financiers dans le soutien à la construction ne cesse de prendre de l'importance avec le temps,

Cette importance ne doit pas masquer les difficultés pour ces organismes de mobiliser les ressources adéquates pour faire face à cette demande de plus en plus croissante, aussi :

Les établissements de crédit octroient des prêts au logement aux ménages en s'appuyant sur une mosaïque de sources de financement : fonds propres, dépôts de la clientèle emprunts obligataires, endettement extérieur. Chaque source de financement pose un problème particulier

Les fonds propres, comme il a été souligné sont soumis dans le cadre des règles prudentielles instituées par Bank al Maghrib à un ratio extrêmement bien surveillé, le ratio Cooke qui limite à 8% le rapport entre les fonds propres et le total des crédits.

Ce ratio se présente en tant qu'indicateur de la solvabilité des établissements de crédit, il est calculé comme suit :

Fonds propres et Assimilés
----- ≥ 8%
Engagements Globaux

Les engagements globaux sont pondérés en fonction des risques qu'ils peuvent comporter.

Les dépôts de la clientèle pour lesquels les établissements de crédits sont en concurrence nécessite le développement d'un réseau d'agences qui est en général coûteux, sans compter que certains dépôts importants d'une catégorie précise de la clientèle s'orientent vers l'épargne investie au lieu de l'épargne en compte

Les Emprunts obligataires, soumis à des règles extrêmement sévères et dont la rentabilité n'est pas toujours évidente pour les investisseurs.

Les emprunts internationaux posent le problème du risque de change pour la banque emprunteuse et pour l'Etat si ce dernier prend en charge ce risque ; ce dernier se désengage de plus en plus de la garantie dont il assortissait ces emprunts pour certains établissements regroupés jadis sous l'appellation Organismes Financiers Spécialisés (OFS).

Les contraintes liées à ces différentes sources de financement ont amené les pouvoirs publics à réfléchir à d'autres alternatives pour le financement du secteur du logement au Maroc. Aussi l'idée de la titrisation des créances hypothécaires faisait son chemin dans les milieux des décideurs pour aboutir les deux dernières années à un véritable chantier sur lequel travaille quelques spécialistes.

C/ LA TITRISATION : NOUVEAU LEVIER DE FINANCEMENT

Nous venons de démontrer que pour le développement du secteur du logement afin d'en faire un facteur de croissance de l'économie et un facteur de cohésion sociale par la promotion de l'accession à la propriété ; des financements abondants et bon marché doivent être mis à la disposition des intervenants et des ménages au niveau du secteur.

Les prêts traditionnels n'apportent dans les faits que des solutions partielles qui ont démontré leur limite. Plusieurs pays, aujourd'hui essaient de trouver des solutions de financement de ce secteur et de refinancement des établissements de crédit qui y interviennent. Les mécanismes ont le plus souvent trait à l'instauration de marchés hypothécaires et à la mise en place de la technique de Titrisation.

Au Maroc, les autorités veulent ajouter cette technique en tant que source supplémentaire de financement où l'établissement de crédit ira chercher des fonds en vendant des crédits antérieurement accordés.

Ce mécanisme est à même de permettre d'augmenter la capacité de financer l'économie en général par les établissements de crédits sans que l'Etat intervienne. Vendre des crédits permettra d'avoir une manne supplémentaire pour faire davantage de crédit.

Le législateur marocain dans la loi sur la titrisation a axé cette technique sur le secteur du logement et donc sur la titrisation des créances hypothécaires. Le champ pourrait en être étendu, en cas de succès des premières émissions, à d'autres types de crédits pour en faire bénéficier l'ensemble de l'économie à l'image de l'expérience de plusieurs pays développés (Etats-Unis, Grande Bretagne, France.)

En quoi consiste alors cette technique ? quels sont les intervenants ? quels avantages chacune des parties peuvent-elles en tirer ? Quels enseignements tirer des expériences étrangères pour le Maroc ?

CHAPITRE II : MODALITES ET MONTAGE DES OPERATIONS

A/ PRESENTATION DU MECANISME

1- Définitions

En raison de la nouveauté du concept au Maroc, nous passerons en revue plusieurs définitions parmi les plus souvent citées.

1-La titrisation de créances consiste à céder des créances à des tiers, c'est à dire à liquider une partie du bilan. (joël bessis) ⁽¹⁾

2-La titrisation d'une créance consiste à donner à cette créance la forme d'un titre incorporant le droit qu'il constate (schmidt) ⁽²⁾

3-La titrisation des créances consiste en une cession des créances, par un établissement de crédit, une entreprise d'assurance ou la caisse de dépôts et consignations, à une entité qui finance leur acquisition par une émission de parts qui sont des valeurs mobilières. Les sommes dues aux porteurs de parts sont

payées par les sommes provenant du recouvrement des créances. L'entité qui acquiert les créances et émet les parts représentatives de ces créances est le fonds commun des créances (christian le hir) ⁽³⁾

4-La titrisation au sens large, désigne la transformation d'actifs non négociables en titres négociables.

Au sens strict, la titrisation définit une opération par laquelle une entité (établissement de crédit, compagnie d'assurance) cède un bloc de créances à une structure ad hoc(trust, fonds commun de créances ...) qui va émettre en contrepartie des titres négociables souscrits par des investisseurs. La titrisation permet donc de libérer des fonds propres immobilisés dans le financement de certaines créances. (Douhane et Rocchi) ⁽⁴⁾

5--La titrisation est l'opération qui consiste à transformer un ensemble homogène de créances en titres financiers via une société ad-hoc (agence de rating moody's) ⁽⁵⁾

6--La titrisation est l'opération financière qui consiste pour un fond de placements collectifs en titrisation (FPCT) à acheter des créances hypothécaires dont le prix est payé par le produit de l'émission de parts représentatives de ces créances, et le cas échéant, par le produit de l'émission d'un emprunt obligataire adossé aux dites créances. ⁽⁶⁾

(1) - J. BESSIS : GESTION DES RISQUES ET GESTION ACTIF PASSIF.EDITION DALLOZ 1995

(2) SCMIDT : REVUE DE JURISPRUDENCE COMMERCIALE N°11

(3) C. LE HIR : LE FOND COMMUN DE CREANCES LOI DU 23/12/1988 (1994) ED . REVUE BANQUE

(4) DOUHANE ET J.M ROCCHI :TECHNIQUES D'INGENIERIE FINANCIERE ED.SEFI (1997)

(5)AGENCE DE NOTATION MOODY'S

(6) LOI N°10-98 BULLETIN OFFICIEL

Il ressort de ces différentes définitions, que :

1- La titrisation est une technique financière par laquelle le financement des prêts à la clientèle n'est plus assuré par le distributeur, un établissement bancaire, mais par le marché des capitaux directement c'est à dire par les investisseurs.

2- La banque cède ses créances à un intermédiaire (fcc, trust, fpct)⁽¹⁾ qui se substitue comme créancier (les crédits sont inscrits à son actif) et émet en contrepartie des titres négociables (au passif)

3- Elle est de manière générale un moyen privilégié de financer les prêts octroyés par les établissements de crédit et un mode de gestion original de leur bilan

Cet instrument de refinancement a trouvé son origine aux Etats unis et tous les pays ayant introduit ce concept sur leur marché financier se sont inspirés d'une manière ou d'une autre du modèle américain. Son succès aux USA et dans les autres pays tient aux multiples avantages pour les établissements utilisateurs comme pour l'ensemble du système financier.

La titrisation est en définitive la constitution d'un véhicule qui fonctionne de manière indépendante du cédant et qui n'importe pas les risques qui sont attachés à ce dernier. Elle contribue à une meilleure gestion des bilans des cédants, à la gestion des risques liés aux ressources et à leur taux, et permet leurs allocations à

long terme aux financements des divers secteurs de l'économie de manière globale.

Si le cédant y trouve des avantages multiples, l'investisseur y trouvera des actifs qui présentent un meilleur couple risque rendement par comparaison aux produits traditionnels existants sur le marché.

Enfin un développement de la technique est de nature à dynamiser les marchés financiers. Les marchés en émergence peuvent y trouver un nouveau souffle et un complément aux compartiments traditionnels.

(1) FCC : fonds commun de créances véhicule de titrisation en France .

SCHEMA GENERAL ⁽¹⁾

STRUCTURE

AD HOC

(Trust, FCC)

Créances

Parts

Cession des créances

Emission de parts

Cédant

Etab.crédit

Emprunt

Investisseurs

Emprunteurs

Le véhicule de titrisation appelé trust ou fond commun émet en une seule fois des parts représentant des créances acquises dans le cadre de la cession. Les flux financiers en capital et intérêts servent à rémunérer les souscripteurs et à rembourser les parts ; le fond est dissout lorsque le capital restant des créances est amorti atteignant selon les cas un pourcentage du montant nominal émis.

Cette définition devra être complétée par le fait que l'émission en une seule fois n'est plus de mise de nos jours, puisque les fonds multicédants sont de plus en plus utilisées dans les pays où la titrisation a atteint son rythme de croisière.

Le montant des flux à verser aux investisseurs est déterminé par la société de gestion qui est une entreprise commerciale qui gère le fond, elle est également l'interlocuteur des porteurs de parts.

2- La cession des parts

Le principe d'une opération de titrisation consiste à céder des créances originelles à des investisseurs et à les rémunérer par les flux que les créances originelles engendrent.

L'établissement qui cède des créances constitue d'abord un pool de créances homogènes ; ces créances engendrent des flux de diverses natures (produits financiers, remboursements contractuels, remboursements anticipés).

 (1) Source : A. DOUHANE & J.M. ROCCHI éd. SEFI 1997

En pratique, les créances ne sont pas échangées, mais des parts sont émises en contrepartie du portefeuille de créances originelles. Ces parts sont achetées par les investisseurs et l'opération est montée à travers un fonds commun de créances, qui détient à l'actif le pool de créances originelles et, au passif, les parts émises en contrepartie aux investisseurs.

Ainsi, le fond commun de créances achète un portefeuille de créances qu'il finance par des émissions de titres qui peuvent être négociés sur le marché des capitaux.

Cette cession est opposable aux tiers et entraîne le transfert de propriété des créances détenues initialement par le cédant. Quant à la relation entre le client débiteur et le cédant, elle demeure totalement inchangée en ce sens que l'établissement cédant continuera à gérer le recouvrement des créances contre une commission généralement fixée au moment de l'émission.

Exemple simplifié

Cédant

Investisseur

Fonds commun

Créance - 300		Créances + 300	Parts + 300	Titres de participation +300	
Trésorerie +300				Trésorerie - 300	

Exemple avec catégories de parts

Cédant

Investisseurs

Fond commun

Créance - 300		Créances + 300	Parts prioritaires + 250	Parts prioritaires + 250	
Trésorerie +250			Parts subordonnées + 50	Trésorerie - 250	
TDS					

Le cédant en titrisant un pool de créances de 300, verra sa trésorerie renflouée par la contrepartie équivalente suite à la souscription par les investisseurs au fond commun de créances. Par ce mécanisme, nous démontrerons plus loin que le cédant peut économiser des fonds propres en se refinançant par la titrisation ; le fond commun émet des parts pour constituer la trésorerie qui sera versé au cédant

Dans le deuxième exemple, le cédant verra sa trésorerie renflouée uniquement de 250 pour le même montant titrisé puisqu'il aura la différence en parts subordonnées. L'investisseur déboursera 250 ; montant des parts prioritaires souscrites qui seront inscrites à son actif et doit faire un effort de trésorerie pour la même somme.

3-La garantie et la couverture des risques

A ce niveau de présentation, nous nous contenterons d'annoncer qu'il existe quelques techniques de base pour réduire le risque de la rémunération servie aux investisseurs dans les parts représentatives des créances titrisées.

Le surdimensionnement consiste en l'émission par le fonds d'un montant de titres inférieur au volume des créances inscrites à son actif ce qui engendre un volume de paiements plus important en vue de la couverture des risques éventuels et de la stabilisation des flux servis aux investisseurs .

La création de parts de natures différentes permet de concentrer les risques sur une catégorie particulière d'investisseurs pour les réduire sur les autres.

L'assurance consiste à assurer une part du risque pour garantir une rentabilité à une fraction des investisseurs.

D'autres mécanismes peuvent être choisis en fonction de l'opération de titrisation, le lecteur pourra s'en référer dans les développements ultérieurs.

4- Les conditions de viabilité financière

Nous avons montré que les créances cédées génèrent des flux de liquidité, une part de ces flux est incertaine en raison des défauts, des retards de règlements, des remboursements anticipés. Mais il est possible d'évaluer tous ces aléas statistiquement avec une fiabilité satisfaisante si les créances sont suffisamment nombreuses ; cette évaluation permet déjà de donner une idée sur la viabilité du montage de l'opération de titrisation.

Pour les investisseurs, la combinaison de rentabilité et de risque des parts doit être cohérente avec les conditions de marché. A priori, les créances originelles ne satisfont pas nécessairement à ces conditions. Elles ont pu être émises à des taux historiques qui n'ont plus

de rapport avec les taux courants, par exemple si elles ont été consenties au départ à des taux avantageux pour des raisons commerciales.

Pour rétablir la parité avec les conditions du marché, il faut moduler les risques des flux promis aux investisseurs et le prix de cession des créances. La modulation du risque requiert un retraitement des flux originels des créances pour reconstruire les flux promis, en sortie aux investisseurs.

L'avantage du montage d'une opération de titrisation est de faire refinancer des encours du bilan par les investisseurs à un coût inférieur à celui des refinancements de l'établissement. Tout dépend du système de couverture des risques des créances titrisées et du prix de cession.

B/ LE MONTAGE D'UNE OPERATION DE TITRISATION

La complexité du montage d'une opération de titrisation appelle la constitution d'une ou des équipes multidisciplinaires. Aussi, des compétences assez variées sont sollicitées (juridiques, statistiques, informatiques, comptables, bancaires etc.).

Les phases du montage sont les suivantes :

- Analyse des créances titrisables : étude statistique du comportement passé du portefeuille du cédant, sélection d'un portefeuille de créances titrisables, simulations, étude du système d'information...
- Mise au point de la documentation juridique
- Modélisation de la structure : choix et dimensionnement de la garantie, évaluation du risque de taux éventuel, simulations de l'impact de la titrisation sur la structure bilantielle de l'établissement cédant
- Formalités engagées avec l'agence de notation et les autorités publiques pour obtenir le rating et les autorisations nécessaires.

1- Analyse des créances titrisables et sélection

La création d'un fonds nécessite une connaissance précise des créances candidates à la titrisation. Il est nécessaire de connaître pour chacune d'elles :

- ses caractéristiques propres : données contractuelles, critères qui ont prévalu lors de l'octroi du prêt etc.

- les différents événements liés à sa vie : paiements réguliers des échéances, défaillances, remboursement par anticipation, ...

A partir de ces données de base fournies par l'établissement cédant, une sélection des créances va s'opérer. Le tri s'effectue par une procédure itérative introduisant l'un après l'autre les différents critères discriminants.

Au-delà de la satisfaction des critères de base, les créances sélectionnées devront être compatibles avec les objectifs plus généraux que se fixe l'établissement cédant en termes de ratio Cooke, de risque de taux, de liquidité. En somme, il s'agit d'évaluer l'impact de l'opération sur le cédant en corrélation avec les avantages à tirer et les coûts engagés.

Les critères de sélection des créances les plus souvent retenues sont :

- La durée résiduelle : des maturités plus longues permettront un meilleur amortissement des frais fixes de montage et d'émission.
- Fréquence des paiements : seront privilégiées les échéances annuelles de paiement qui correspondent le mieux aux habitudes des investisseurs. Des fréquences de paiements semestrielles ou trimestrielles peuvent également être envisagées.
- Dates de paiement : pour faciliter la gestion du fonds, l'on privilégie les créances qui ont un minimum de dispersion des dates de paiements.
- Modes de paiement : la préférence ira plutôt vers les crédits qui font l'objet de prélèvement automatique ou à la source
- Existence ou non d'incidents dans le passé : l'évolution du crédit considéré doit être observée avec intérêt (retards de paiement, pré-contentieux, réaménagement des conditions initiales du prêt,) sont souvent exclus des créances à titriser.
- Référence de taux : des prêts à référence permettent de proposer des parts référencées sur des taux de marché bien acceptés par les investisseurs.
- Profil des débiteurs : l'idéal est d'obtenir une diversification sectorielle des crédits tant sur les plans des secteurs d'activité que sur le plan géographique. Il est également recommandé de ne pas prendre des créances dont les titulaires ont des incidents sur d'autres prêts.

2 – Simulation et transformation financière

Après la définition et l'application de critères pertinents de sélection en fonction des objectifs poursuivis, un portefeuille de créances à titriser va pouvoir enfin être constitué.

Dans la pratique, l'établissement cédant construit avec le concours de l'arrangeur deux ensembles de créances : un lot principal et un lot complémentaire ; ce dernier dimensionné en général à près de 20% de la taille du lot principal sert à fournir les créances de remplacement au cas où certaines créances du lot principal perdraient leur éligibilité (cas des remboursements anticipés ou incidents de paiements) ⁽¹⁾

C'est à partir du lot principal que va être mise en œuvre une série de simulations destinées à modéliser le comportement futur du fonds sous divers scénarios. Ces simulations permettront notamment de choisir et dimensionner le mécanisme de garantie dont le fonds sera doté. Elles aideront également l'agence de rating dans sa tâche d'évaluation .

En pratique une fois que les lots sont constitués, le tri est complété de la manière suivante :

- Tri des montants à titriser : le montant de l'émission sera déterminé en fonction du marché et de la conjoncture notamment en matière de taux et des autres intervenants essentiellement le Trésor.

- Maturité : le choix des maturités des parts s'effectue également en fonction du marché qui selon les périodes peut être demandeur de maturités longues moyennes ou courtes
- Taux : Un calcul du taux moyen des blocs à titriser est établi et sert de référence pour fixer les taux des parts qui est également fonction du taux de référence et des taux des bons du trésor auquel il faut ajouter une marge. Dans la pratique, plus le produit est nouveau plus la marge est importante ; à risque égal cette marge s'amenuise avec le temps

Cette phase de structuration nécessite beaucoup de technicité et de savoir-faire de la part de l'arrangeur, elle dépend entre autres des choix qui sont faits au niveau des autres étapes.

Une fois que le pool de créances aura été définitivement constitué. La simulation sur la base du transfert des créances vers le fond commun se prépare : elle consiste en une transformation des flux et des risques.

La transformation des risques influence le type de structuration à choisir ; diverses solutions sont envisageables :

- Le transfert : les flux sont transférés aux investisseurs sans opérer de changement sur les caractéristiques des créances originelles tant en durée qu'en taux ou encore à leur système d'amortissement ; c'est une reproduction fidèle de la créance telle qu'enregistrée dans le pool.

Les flux sont transférés après prise en compte des coûts et délais de recouvrement des créances. Cette structuration se fait généralement en une seule tranche mais n'optimise pas le prix versé au cédant

- Le découpage séquentiel : Les souscripteurs reçoivent ici plusieurs tranches dont les maturités se suivent, chaque tranche aura une échéance différente. Ce mode offre l'avantage de proposer une offre diversifiée à court moyen et long terme.

(1) Source : Douhane et Rocchi – Techniques d'ingénierie financière page 416 Ed. SEFI 1997

- L'échange : Elle consiste en la distribution de parts donnant droit à des flux de créances ayant connu des modifications par rapport à la nature du taux original, cette transformation s'opère grâce à un swap de taux ou à la compensation des rémunérations de plusieurs tranches.

La modification de la nature des taux trouve son fondement dans l'orientation de la demande anticipant en fonction de la fluctuation des taux.

- Le démembrement : Consiste à prévoir deux tranches au minimum de même échéance mais donnant droit à des proportions différentes de capital et intérêt voir donnant droit au capital ou aux intérêts à titre exclusif.

L'idée est de présenter un produit à coupon d'intérêt important attirant les spéculateurs mais courant un risque de remboursement anticipé par opposition aux titres à faible coupon mais dont ce risque est maîtrisé.

- Le changement de périodicité : Les flux distribués aux souscripteurs sont l'émanation de créances originelles ayant subi des changements quant au mode d'amortissement du capital ou de versement des coupons. L'intérêt de ces changements est d'agir sur les spread à l'émission des différentes tranches ; ainsi les exigences des investisseurs en matière de prime à l'émission varie en fonction des différentes périodicités de versements proposées.

3-Analyse et gestion des risques

Conformément aux exigences des agences de notation, il est indispensable de prévoir la couverture d'un certain nombre de risques principaux :

- _ Le risque de crédit ;
- _ Le risque de remboursement anticipé ;
- _ Le risque de concentration ;
- _ Le risque de dilution ;
- _ Le risque de confusion.

3-1 *Le risque de crédit* :

Il s'agit des retards , défauts de paiements et pertes de créances ; il s'agit alors de se couvrir contre ces risques par les mécanismes de garanties ou de rehaussement tels le surdimensionnement ; les assurances souscrites ou encore dans le cas extrême recourir à un fond de garantie constitué à cet effet.

Une solution originale permet cependant de gérer provisoirement les retards de paiements dans le cadre d'un fonds. C'est l'avance de liquidités qui consiste en des avances de liquidités faites par la banque au fonds pour que celui-ci puisse faire face au règlement à bonne date des sommes dues aux souscripteurs.

Une fois que les débiteurs retardataires auront effectué leurs paiements, les sommes versées pourront être affectées au remboursement de l'avance de liquidités.

La constitution d'un fond de garantie ou de réserve permet également de suppléer à l'insuffisance momentanée des fonds à verser aux porteurs de parts. Ce fond peut être formé au départ par le cédant ou alimenté au fur et à mesure grâce aux différentiels des sommes reçus et ceux effectivement versés.

3-2 *Le risque de remboursement anticipé*

Le remboursement anticipé consiste au paiement en totalité ou en partie par l'emprunteur du capital restant dû de sa créance avant la date de l'échéance. Le fonds peut alors être

amené à réemployer ces fonds à un taux qui peut être inférieur au taux initial, entraînant par-là même une perte financière.

Les raisons de remboursements anticipés par l'emprunteur sont multiples, les plus

importants sont :

- le client peut obtenir un crédit avantageux en terme de taux par rapport à son contrat initial, et procédera à ce moment au rachat de sa dette initiale.
- un changement dans la situation personnelle du débiteur : mobilité professionnelle, divorce, naissance, mobilité géographique.

Ce risque de remboursement anticipé peut être géré de plusieurs manières :

3-2-1-Le choix d'une structure de type Pass-through.

Si les parts émises sont de type Pass-through, le risque de remboursement anticipé est entièrement supporté par l'investisseur.

Dans une telle structure, tous les flux perçus par le fonds sont transférés directement aux détenteurs de titres, qui supportent par conséquent le risque de taux inhérent au réemploi des fonds perçus par anticipation.

En cas de remboursement anticipé, la totalité du capital remboursé est versé aux porteurs de parts. La durée de vie actuarielle du titre s'en trouve affectée, de même que sa rentabilité.

3-2-2-Emission d'une tranche technique :

C'est un mécanisme selon lequel le risque de remboursement anticipé est géré par l'émission d'une tranche technique destinée à absorber toute perte financière induite par le remboursement anticipé, les versements perçus sont conservés dans une trésorerie spéciale affectée à la tranche technique. Ces sommes sont ensuite reversées progressivement à la trésorerie principale du fonds afin de permettre le paiement à bonne date des sommes dues aux porteurs de parts.

3-2-3- Constitution d'un compte de réserve

Les sommes perçus par anticipation sont affectées à ce compte de réserve et reversées progressivement aux investisseurs suivant l'échéancier normal.

3-2-4- La mise en place d'options sur swap

L'achat d'options sur swaps permet de couvrir le risque de taux dû aux flux de remboursements anticipés.

L'option est exercée si le taux de réemploi des flux perçus par anticipation est inférieur au taux de rendement des créances.

L'option achetée a pour caractéristique d'avoir pour taux d'exercice le taux de rendement des créances.

Sinon, les fonds sont réinvestis à un taux supérieur au rendement contractuellement promis aux souscripteurs et le gain actuariel sera partagé par les

porteurs de parts (affectation au boni de liquidation). Cette formule a pour principal inconvénient son coût élevé en raison de la prime de l'option.

3-3 le risque de concentration

L'analyse porte sur le degré de répartition /concentration de la clientèle de débiteurs. Si le cédant ne traite qu'un nombre limité de clients débiteurs, l'effet de diversification du pool ne joue que partiellement .

Il faut tenir compte également de la dépendance du cédant vis-à-vis de certains débiteurs (l'Etat par exemple), en particulier quand ils sont sujets à d'importants retards de paiement.

L'analyse du risque de concentration devra porter aussi sur la répartition de la clientèle par types de produits, par secteurs d'activité ou par secteurs géographiques.

La couverture des risques de crédit, de pertes et de concentration (ainsi que la dilution s'agissant des créances commerciales) est assurée par un mécanisme de rehaussement du crédit. A ce jour, c'est le surdimensionnement qui a été la technique de couverture la plus utilisée. Le procédé consiste à émettre un montant de titres inférieur au volume de créances collatérales détenues par le fonds.

3-4- le risque de confusion

En règle générale le cédant continue d'assurer le *servicing* des créances cédées au véhicule de titrisation. Il collecte les fonds en provenance des débiteurs, les accumule régulièrement avant de les reverser à destination des porteurs de parts.

Dans l'hypothèse de faillite du cédant, il y a risque que l'administration judiciaire ne distingue pas dans la masse des fonds détenus par le cédant ceux qui ne sont détenus que provisoirement pour le compte du véhicule de titrisation et au-delà des souscripteurs finaux.

Ce risque appelé *comingly risk* doit être couvert par un mécanisme spécifique, au moment du montage de l'opération ; en particulier en faisant des simulations sur la base de scénarios catastrophes de faillite du cédant ; et en prévoyant les couvertures idoines.

S'agissant du risque de *commingling*, la structure de titrisation doit pouvoir survivre à la faillite du cédant (notion de *bankruptcy remote*).

Les mécanismes de garantie sont multiples pour gérer les risques précédemment énumérés, ils ne sont pas cumulables et l'arrangeur devra opérer une combinaison judicieuse entre eux en fonction du risque intrinsèque du pool de créances et du choix du type de structuration.

4- L'intervention d'une agence de notation

Selon l'agence de notation Moody's, le montage d'une opération doit être

apprécié sur le plan du risque de crédit et sur la probabilité de la perte et de son montant sur le titre noté, il s'agit d'une opinion prospective sur l'aptitude du cédant à effectuer les paiements en capital et intérêts durant la vie du titre émis. Théoriquement, la perte probable équivaut à la baisse du taux de rendement interne (TRI).

A chaque niveau de notation correspond une baisse maximale de TRI. Pour un titre AAA, la baisse maximale de TRI selon Moody's est de 0.06 points de base à un horizon de 10 ans.

L'agence de notation fixe également sa note en fonction de l'analyse qu'elle aura effectuée exhaustivement sur l'ensemble du pool titrisé sur tous les niveaux quantitatifs et qualitatifs susceptibles d'agir négativement quant au remboursement des titres.

5- La gestion du fonds

On distingue la gestion pure et simple, la prise ferme et la syndication.

5-1 La gestion

La gestion du fonds est de la responsabilité de la société de gestion. Elle se fait à partir des données transmises par l'établissement cédant pour assurer efficacement le recouvrement des créances et la gestion des flux. La société de gestion peut sous-traiter la gestion du fonds à une banque

5-2- la syndication

En aval du processus de mise en œuvre d'une opération de titrisation il y a la recherche d'investisseurs susceptibles de souscrire les parts de fonds proposées à l'émission. D'où la nécessité de constituer un syndicat de placement, d'inviter des banques du marché à participer à la syndication pour en assurer la prise ferme. Souvent la proposition de montage soumise par l'arrangeur est assortie de proposition de prise ferme et de placement.

5-3 La vente

La vente du papier représentatif de parts de fonds de créances est assurée par des équipes spécialisées dans les relations avec les investisseurs institutionnels et dans le placement de titres sur le marché obligataire.

5--4 Le market -making

La liquidité est une exigence majeure des investisseurs, *les acheteurs de papier titrisé considéreront comme argument favorable la constitution d'équipes de market makers (teneurs de marché) fournissant en permanence des fourchettes de prix de bonne qualité sur le marché secondaire* ⁽¹⁾.

(1) source : Techniques d'ingénierie financière éd SEFI.Douhane et Rocchi p.420

C/ LES CONDITIONS D'UNE TITRISATION RENTABLE

L'avantage de la titrisation, dans une perspective de gestion du bilan, est d'être un moyen d'économiser des fonds propres pour faire face aux contraintes réglementaires. Mais liquider des créances pour réaliser des économies de fonds propres n'a qu'un intérêt limité si l'opération implique un sacrifice de rentabilité.

Il faut d'abord vérifier que l'impact de l'opération sur les résultats est favorable. Or, la titrisation a toujours un impact direct sur la rentabilité. Elle n'est pas seulement une source d'économie de fonds propres, mais elle constitue également un outil de gestion de leur rentabilité.

Pour déterminer dans quelles conditions l'économie de fonds propres ne dégrade pas la rentabilité, *il faut effectuer un bilan des coûts et des avantages de l'opération*. La titrisation présente un coût car il est toujours possible de céder des créances en réduisant les prix, si cette opération dégrade la rentabilité en dépit des économies réalisées sur les fonds propres, la titrisation n'offre pas un réel potentiel de gestion de bilan.

Par ailleurs, une question importante consiste à déterminer jusqu'à quel point la titrisation est susceptible d'améliorer la rentabilité des fonds propres.

Si la titrisation est profitable, il est possible d'accroître davantage la rentabilité des fonds propres en accroissant le volume titrisé. La relation entre la rentabilité des fonds propres et le volume titrisé s'obtient en faisant varier le montant titrisé.

Cette relation fait apparaître un effet de levier de la titrisation favorable sur la rentabilité des fonds propres. *Cet effet de levier sur la rentabilité n'est favorable que lorsque le volume des créances titrisées est important.*

IL ressort clairement que le gestionnaire actif-passif dispose de plusieurs outils pour gérer le Bilan, de toute une gamme d'outils, *dont les produits clientèle de la sphère opérationnelle font partie, mais aussi les instruments des marchés financiers telle la titrisation qui permet de couvrir un certain nombre de risques et permet l'équilibre des fonds propres de la banque et l'amélioration de leur rentabilité* ⁽¹⁾.

1/ Incidence sur la rentabilité des fonds propres

Pratiquement, une entreprise non bancaire se refinançant par la titrisation constatera une amélioration du ratio fonds propres/ endettement.

Pour une banque, la titrisation induit une économie ou une diminution de ses besoins en fonds propres qui peut se traduire, en premier lieu, par un meilleur ratio de solvabilité ; en second lieu, par un accroissement du taux de rentabilité des fonds propres si ceux-ci peuvent être réduits pour s'ajuster à un besoin lui-même en baisse à due concurrence des actifs sortis du bilan.

Toutefois, pour atteindre ce second stade des effets induits, la banque doit recourir à la titrisation comme un moyen de financement récurrent pour une fraction significative de son bilan,

Une Banque qui utilise la titrisation comme un moyen récurrent de lever des ressources peut sortir du schéma qui prévaut le plus souvent pour certains établissements bancaires : le développement du crédit est conditionné par un accroissement proportionnel des fonds propres

En diminuant la taille de son actif par la titrisation, le cédant pourra réduire ses fonds propres par les différents moyens à même de diminuer sa base de capital (rachat d'actions, dividendes distribués ...). De ce fait la rentabilité des fonds propres s'améliore théoriquement si les coûts de montage des opérations sont limités par comparaison aux produits classiques tels les obligations.

On peut avancer que ce coût aura tendance à diminuer au fur et à mesure que le marché des titrisations aurait atteint sa taille optimale et au fur et à mesure que les volumes auront atteint leur rythme de croisière.

En outre, la rentabilité est vérifiée lorsque le coût de la dette est supérieur au coût de la titrisation c'est pourquoi le cédant doit toujours calculer le seuil de rentabilité à partir duquel la titrisation devient rentable pour les fonds propres.

Il existe, cependant une exception à cette règle dans le cas où l'on est en présence de titrisation pour une banque en difficulté en raison de l'accroissement de son portefeuille de prêts malade, pour ce cas de figure la dette est toujours plus chère que la structuration d'actifs.

La rentabilité des fonds propres sera dégradée dans le seul cas où celle ci est initialement inférieure au taux de marché, dans lequel cas remplacer des fonds propres moins coûteux par de la dette issue du mécanisme de titrisation

influencera négativement la rentabilité. ⁽¹⁾

La rentabilité des fonds propres est également à étudier sous l'angle de l'actionnaire, en effet, la mise en œuvre de la titrisation ne devrait pas être considérée comme réservée exclusivement aux établissements dont les ratios de solvabilité ou de liquidité sont tondus.

A l'instar des banques commerciales anglo-saxonnes, le véritable enjeu n'est pas seulement la rentabilité en valeur absolue mais la performance qui intéresse l'actionnaire : le taux de rentabilité de son investissement, donc le résultat net rapporté aux fonds propres engagés dans l'activité.

Si l'objectif des banques commerciales est simplement le niveau absolu du résultat, alors la titrisation sera souvent écartée, car son coût financier, auquel s'ajoutent des frais de gestion spécifiques, la rend plus onéreuse qu'un refinancement classique.

La contrepartie de ce surcoût ne peut se trouver que dans une gestion actif/ passif, incluant une diminution des besoins en fonds propres peut se traduire par une amélioration significative de la rentabilité du capital engagé dans l'activité de crédit.

2/ La gestion du refinancement par la titrisation

Outre les autres avantages de la titrisation déjà cités (amélioration des ratios de fonds propres ou d'endettement, cession de risques, gestion de bilan assouplie), elle présente des possibilités indéniables en matière de refinancement puisqu'elle bouleverse les pratiques habituelles de refinancement bancaire et présente un intérêt économique certain.

2-1 Le fond commun comme palliatif au refinancement classique

Réalisée au travers de fonds dont la structure est simple (fonds amortissables), la titrisation présente un intérêt en termes de gestion actif/ passif : considéré isolément, le fonds est parfaitement adossé en liquidité.

La titrisation influence positivement la liquidité de la banque puisque les nouveaux prêts accordés ne seront plus financés par l'établissement directement mais par les investisseurs par les parts acquis à travers le fond. Il s'agit donc d'une diversification des sources de refinancement.

(1) DUBERNET : GESTION ACTIF PASSIF ET TARIFICATION DES SERVICES BANCAIRES P. 252 EDITION ECONOMICA

Néanmoins, la banque cédante ne peut se satisfaire de ce résultat car elle doit intégrer à son analyse la gestion du refinancement initial du portefeuille à son bilan.

Quand une banque produit des crédits, elle les finance essentiellement par des emprunts sur le marché. Au moment où les crédits sont produits, l'établissement

calcule d'ordinaire un profil d'amortissement prévisionnel du porte feuille, et cherche à adosser ce profil en levant un panier de ressources de maturités et de montants adéquats.

La difficulté majeure d'une opération de titrisation tient à la nécessité de substituer un refinancement nouveau à un refinancement initial de bilan depuis plusieurs années. Ce qui signifie qu'il a été très probablement adossé en taux, en liquidité et en devise au moment de sa production.

Après titrisation, le refinancement initial n'a plus d'utilité. Il va falloir soit le rembourser par anticipation, soit trouver un nouvel actif à financer, soit encore replacer sur le marché des excédents de trésorerie.

Cette situation pose plusieurs problèmes et contraintes :

- *Une contrainte de marché* : le cassage d'un passif peut se révéler impossible d'un point de vue pratique, notamment quand la dette est placée dans le public ou, d'un point de vue économique, en raison des coûts qu'il présente ;
- *Une contrainte de taux* : si casser ou replacer des ressources à taux variables peut se faire à un coût modique, il n'en va pas de même pour les ressources à taux fixe : l'opération peut avoir des conséquences négatives en cas de variation des taux postérieure à cette dernière.
- *Une contrainte d'information* : une telle opération nécessite enfin des systèmes d'information performants. En effet, il faut pouvoir identifier le panier de ressources qui financent au bilan un portefeuille de crédits titrés. L'exercice n'est pas facile dans la mesure où un tel portefeuille
- de crédits rassemble généralement plusieurs fractions de différentes générations de production, chacune étant elle-même intégralement financée par un panier de ressources.

2-2 Le coût du refinancement

Le coût des opérations de titrisation sont difficilement comparés aux coûts habituels des refinancements sur le marché pour trois raisons :

- *Le profil d'amortissement des fonds* : s'agissant de fonds amortissables, ils procurent un refinancement dont l'assiette se réduit à mesure que les emprunteurs remboursent du capital. La norme pour les refinancements de marché étant le remboursement intégral à l'échéance de l'instrument, cette différence d'assiette ne facilite pas les comparaisons. *En pratique, on calcule une vie moyenne des parts du fonds. On compare ensuite au coût des parts, le coût de la dette du cédant de maturité égale à la vie moyenne des parts.*
- *L'aléa sur la vitesse d'amortissement du fonds* : La vie moyenne calculée des parts n'est qu'une estimation, car le profil d'amortissement de ce type fonds est aléatoire. Il dépend comme on l'a vu du capital remboursé sur les créances, et

notamment du rythme des remboursements anticipés. Ainsi, quand ces derniers s'intensifient, le fonds s'amortit lui aussi rapidement, et vice versa. Cet aléa conduit à distinguer les fonds dont les parts sont émises à taux fixes de ceux dont les parts sont émises à taux variable.

Pour les premiers, les investisseurs exigent une prime pour faire face à l'aléa de la vitesse d'amortissement qui leur fait supporter un risque de taux. Cela explique le coût apparemment élevé des parts à taux variable.

- *La prise en compte de l'économie de fonds propres* : La dimension la plus délicate à mesurer dans une opération de titrisation est celle de l'économie de fonds propres. Dans une telle opération, le cédant améliore généralement son ratio de fonds propres par réduction du montant de ses actifs au bilan. Nous parlons alors d'économie ou de libération de fonds propres. La valorisation de cette économie n'est pas simple. Elle dépend de plusieurs facteurs : en premier lieu, de l'assiette des fonds propres ; faut-il prendre en compte les fonds propres prudentiels, économiques, ou encore les fonds propres notionnels associés aux actifs titrisés ? Ensuite, concernant le coût auquel ces fonds propres sont facturés au cédant, s'agit-il de la rentabilité des fonds propres ou de leur rentabilité réelle ?

Difficultés de gestion du refinancement initial, comparaison délicate avec des refinancements classiques et primes exigées par les investisseurs sur les fonds à taux fixe sont les trois limites du fonds amortissable.

Pour dépasser ces trois limites, les fonds rechargeables ont été créés ; qui contrairement aux fonds amortissables, présentent un profil d'amortissement déterminé, généralement

similaire à celui d'une obligation remboursable in fine. De ce fait, ils permettent de corriger les trois inconvénients des fonds amortissables.

Le fond rechargeable permet de titriser sans modifier la politique de refinancement mise en place initialement. Concrètement, le cédant peut très bien se dispenser de casser le passif associé aux créances titrisées. Il continue au contraire de les refinancer à son passif, comme si elles étaient toujours au bilan. En contrepartie, il traite les liquidités issues de la titrisation comme une nouvelle ressource, d'autant plus facile à employer qu'elle a le profil d'une émission obligataire.

Conçus pour répondre aux besoins des investisseurs, les fonds rechargeables sont des produits simples à commercialiser. Ils ont généralement un profil d'amortissement in fine, ou du moins un amortissement prédéterminé. Cela supprime quasiment tout aléa sur le rythme d'amortissement de leurs parts, aussi les investisseurs n'exigent pas la même prime sur les parts à taux fixe que lorsqu'ils achètent des parts de fonds amortissables.

Les coûts de refinancement au moyen de ces fonds s'en trouvent réduits pour le cédant, surtout s'il émet à taux fixe.

Par construction, les fonds rechargeables offrent des parts de profil similaire à celui d'une obligation. Cela permet de faciliter la comparaison entre les coûts de refinancement par titrisation et par émission d'obligations. Les problèmes liés au

calcul d'une vie moyenne ou à l'appréciation d'un risque de remboursement anticipé par les investisseurs sont évacués.

Aux coûts intrinsèques évoqués plus haut relatifs aux opérations de titrisation, il faut comparer d'autres frais et commissions pour juger de l'opportunité d'entreprendre le montage d'une opération donnée.

Ces frais et commissions représentent approximativement 1% de taux en France ; le tableau ci-après en retrace les principaux :

Types de frais	% de taux	Base de calcul
<u>Frais de constitution</u>		
-Commission de placement, prise de ferme et direction de l'émission	0.30%	1.70%-2.30% du montant de l'émission sur le long terme
-Commission d'arrangeur	0.10% - 0.20%	0.30%-0.50% du montant de l'émission
-Frais de notation	0.01%	0.025% du montant de l'émission
<u>Frais périodiques</u>		
-Commission société de gestion	0.25%	0.25% du capital non amorti à l'actif
-Commission dépositaire	0.05%	0.05% des flux versés au passif
-Frais de couverture des risques de défaillance, de liquidité, et de taux	0.25%	
-Frais de cotation et COB (*)		
- Divers	0.04%	

Source : C. Ferte et P. Cassette / de la securitization à la titrisation éd. ESKA

 (*) COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE EN FRANCE

2-3 Les taux à proposer aux investisseurs

2-3-1-Règle de base

Le taux théorique qui est proposé aux investisseurs n'est autre que le taux d'intérêt moyen du pool à titriser diminué du coût de l'opération de titrisation.

Dans la réalité ce taux n'est pas affiché car faut-il encore le comparer par rapport aux taux et le niveau de risque des différents instruments de placement existants sur le Marché de manière générale et par rapport aux taux des produits similaires aux parts du fond de titrisation (exemple Bons du Trésor et Obligations)

L'investisseur exige une rémunération en fonction des produits sur le marché et se positionne généralement par rapport aux taux d'emprunts sans risque tels les emprunts du trésor qui constituent généralement la référence. Ce taux sera majoré d'un spread pour juguler les risques éventuels de taux, de remboursement anticipé et de faible liquidité des titres.

La méconnaissance du produit est également de nature à pousser les investisseurs à exiger un spread plus important ; l'état du marché et les opportunités qu'il offre aiguïssent davantage l'appétit des souscripteurs pour cet aspect.

Par ailleurs, en cas de hausse des taux sur le marché, le différentiel taux d'entrée et taux de sortie (taux théorique) diminue ce qui n'est pas de nature à satisfaire le

similaires. Cette baisse de cours peut être illustrée comme suit :

N : nominal du titre

C : cours du titre

n : durée de vie

t : taux nominal

i : taux de rendement actuariel

Le cours est ainsi déterminé :

$$C = \sum_{1 \text{ à } n} (N \times t) / (1+i) + N (1+i)^{-n}$$

Le rendement actuariel du titre i augmente en cas de hausse des taux sur le marché alors que le cours baisse ce qui le rend moins attractif. L'investisseur évitera donc d'acheter le titre dans ce cas de conjoncture surtout si l'échéance du titre approche.

La tendance des taux d'intérêt va modifier aussi bien l'assiette des crédits à taux fixe titrisables que le rendement actuariel du titre émis par un Fond de Titrisation. On voit donc que le comportement des débiteurs et des investisseurs est intimement lié à l'évolution du taux sur le marché, l'évaluation basée sur la base de méthodes actuarielles devient insuffisante et le recours à d'autres modèles d'évaluation peut s'avérer nécessaire.

2-3-2 Modèle Conventionnel ⁽¹⁾

Modèle Anglo- saxon, il essaie de présenter des simulations sur la base d'hypothèses de probabilité d'évolution de taux et de remboursement anticipé ; les autres variables peuvent être neutralisées en les fixant à un niveau constant.

Les simulations sont des projections dans le futur en s'inspirant des tendances passées comme références indicatives. La méthode repose sur une volatilité anticipée des variables choisies, afin d'obtenir le prix conventionnel.

L'observation des valeurs prises par les variables explicatives permet de calculer à chacune des dates de flux et la proportion de remboursement anticipé.

Ensuite, il suffit d'actualiser ce flux en fonction du niveau de taux atteint.

Le prix du pool V_m obtenu par un chemin donné d'évolution est le suivant :

c : date de cession de créances

f : date d'échéances des créances

F_t : flux calculé à la date t

D_t : facteur d'actualisation à la date t

$$V_m = \sum_{T=c}^f F_t \times D_t$$

T=c

Chacune des voies simulées donne une structure particulière de l'échéancier des flux futurs et de la courbe de taux à terme avec les probabilités que les deux

événements se présentent simultanément. Le prix final s'obtient en calculant l'espérance mathématique des prix obtenus selon chaque chemin.

D'autres méthodes théoriques d'évaluation de portefeuille de créances peuvent être utilisées en cas d'existence de base de données fiables et d'outils informatiques puissants pour faire les différents calculs.

(1) voir C.FERTE et P. CASSETTE dans de la securitization à la titrisation page 64

CHAPITRE III / LES EXPERIENCES ETRANGERES DE REFERENCE

Cette partie retrace les expériences américaines et françaises en matière de titrisation des créances. La première question qui nous vient à l'esprit est celle de l'opportunité d'étudier ces expériences alors qu'au Maroc nous vivons dans un environnement fondamentalement différent.

La titrisation américaine reste la référence en la matière sur le plan planétaire ; tous les pays s'en sont inspirés d'une manière ou d'une autre. Le Maroc doit nécessairement s'y référer parce qu'il a opté pour le modèle le plus achevé du refinancement hypothécaire à savoir la Titrisation qui ne représente qu'un aspect du marché hypothécaire.

La titrisation à la française présente, du reste, plusieurs similitudes d'ordre juridique avec le Maroc sans compter le fait que la France soit peut être le pays qui a su adapter le plus les produits de titrisation américains à la réalité propre de son environnement financier.

-

A / L'EXPERIENCE AMERICAINE

La technique de titrisation est née en 1970 aux Etats Unis. Elle procède de la notion de *financements structurés* qui désigne une catégorie particulière de contrats d'emprunts. Le financement structuré, contrairement aux émissions obligataires classiques, consiste à

adosser un actif, généralement financier, à un type d'emprunt. L'émission du titre est assortie d'un transfert d'un droit sur l'actif. Le rendement du placement dépend alors des variations de la rentabilité de l'actif (*ou collatéral*) sur lequel le titre est adossé.

La création de ce montage financier américain témoigne de la crise des systèmes de refinancements traditionnels des établissements de crédit ; elle est issue d'un échec des *savings and loans*. Les caisses d'épargne américaines qui firent faillite au cours des années 80.

1- La production des prêts hypothécaires

La production des prêts hypothécaires aux USA était l'apanage presque exclusif des Caisses d'Épargne Américaines : *les Savings and loans*. L'essor du crédit hypothécaire a suivi le mouvement ascendant du Marché des logements ; rappelons que la majorité des ménages américains sont propriétaires de leur logement.

Les crédits étaient accordés à taux fixe sur de longues durées pouvant aller jusqu'à 30 ans. Les prêts étaient amortis par mensualités constantes, les emprunteurs gardaient la possibilité de se libérer par anticipation à tout moment de la durée de l'engagement sans paiement d'indemnités aux bailleurs de fonds.

Si les savings and loans restait le principal producteur des prêts aux logements, les Banques Commerciales intervenaient parallèlement au niveau de ce marché mais leur poids demeurait fort limité.

La titrisation aux USA s'est développée à partir d'une crise systémique dont les caisses d'épargne américaines constituait l'origine. Privilégiés dans leur refinancement, elles n'étaient pas soumises à la réglementation qui définissant un plafond de taux d'intérêt sur leurs dépôts à terme s'attirant ainsi les dépôts aux dépens des banques commerciales.

Les ressources sont utilisées dans la distribution des crédits hypothécaires (activité première de ces organismes) ; il s'ensuit, donc, que des emplois longs sont systématiquement financés par des ressources courtes ce qui est contraire à l'orthodoxie financière.

En 1968, la réglementation qui a été abrogée, les savings and loans ont de ce fait perdu l'avantage concurrentiel principal de leur activité.

En 1978, le deuxième coup dur pour ces établissements est l'interdiction de rémunérer les dépôts à vue. Les banques commerciales renforçant en plus leur qualité de service contrairement aux savings and loans qui vivaient encore sous le régime des avantages et privilèges, mettent la main sur la clientèle de ces dernières.

En plus des difficultés inhérentes à l'inadéquation de leurs ressources financières par rapport à leurs emplois, s'y ajoute le caractère risqué de leurs actifs qui traduisait des défaillances au niveau de leur évaluation lors de l'octroi des engagements.

Ces établissements de financement du logement aux USA enregistrèrent alors des pertes importantes, 500 caisses deviennent alors insolvables. Les faillites se succédèrent créant une déstabilisation du système financier américain en général et du système de refinancement en particulier.

Comment se refinaient alors les pourvoyeurs de prêts hypothécaires et à titre principal les savings and loans ? Comment le système de refinancement a évolué pour atteindre la forme la plus complète qu'est la titrisation ?

2- Evolution du système de refinancement :

Avec la faillite des caisses d'épargne, Le système de refinancement est entré dans une phase de déstabilisation. Le *FNMA* (*federal national mortgage association*) agence gouvernementale chargée depuis 1938 de réguler le marché hypothécaire, s'avère également dépassée par les événements ; son rôle est pourtant central : elle achète les prêts immobiliers auprès des établissements de crédit en se finançant sur le marché obligataire.

Or, ce système repose sur le faible coût des ressources qui permet d'accorder des prêts au logement à un taux inférieur à celui du marché monétaire.

Ainsi, il fallait trouver une nouvelle manière de refinancer les établissements de crédit, une manière qui permette de passer outre la mauvaise situation financière du demandeur.

Des solutions ont été trouvées progressivement sous l'égide d'un ensemble d'Agences Fédérales :

2-2-1 La création d'une structure intermédiaire (le trust) :

Entre la banque et le marché créé par les pouvoirs publics qui peut être une personne physique ou morale ; gérant certains biens dans l'intérêt d'une ou plusieurs personnes : les bénéficiaires.

Dans la titrisation, le trust n'est pas uniquement l'administrateur des biens, il en est le propriétaire.

2-2-2 La mise en place de critères de qualité :

Dans la cession des créances hypothécaires, des standards de qualité ont été créés ainsi que tout un arsenal de garanties et de système d'assurances. Ainsi nous pouvons citer

quelques-unes des plus importantes que connaît le marché hypothécaire américain depuis sa création :

- La Fennie Mae : créée en 1938, elle anime le marché secondaire en acquérant des crédits hypothécaires répondant à des critères stricts et émet régulièrement des titres classiques, d'échéances variées mais ne bénéficiant pas de la garantie de l'Etat.
- La Gennie Mae : Le Government National Mortgage Association ou Gennie Mae est une institution fédérale, son activité consiste à garantir des programmes d'émissions sous certaines conditions d'éligibilité
- Le Freddie Mac : Il fut institué en 1970, son rôle est d'acheter des crédits hypothécaires, il finance ses opérations soit en émettant des obligations de type classique sans garantie gouvernementale, soit en titrisant une partie des actifs qu'elle achète.

D'autres organismes viennent compléter le paysage des intervenants en matière d'Assurance ou de Garantie :

- Le FHA ou Federal Housing Administration : a pour objectif dès 1934 de rendre le crédit Hypothécaire plus abordable, pour ce faire cette institution offre une assurance qui couvre tout crédit à long terme à taux fixe.
- Le VA ou Veterans Administration : créée en 1944, cette institution garantit les emprunts au logement contractés par les vétérans soldats d'après guerre

L'action de tous ces organismes pour sécuriser les titres émis est à la base du développement de la titrisation aux USA.

Parallèlement au développement du marché secondaire des crédits hypothécaires américain, le marché primaire de distribution des prêts a connu une grande diversification des produits.

Ainsi, à partir de 1982, les prêts hypothécaires à taux variables - AdjustableRateMortgages- (ARMs) ont connu un véritable essor. Les taux des ARMs fait l'objet de révisions par périodes de 6 mois à 5 ans par rapport à un taux de référence de périodicité similaire, les mensualités du prêt évoluent en fonction des ajustements de taux.

Les ARMs ont connu elles mêmes une grande variété en fonction à chaque fois d'un paramètre distinct : par rapport à la fréquence d'ajustement du taux, existence ou non de taux plafond, référence de taux, révision limitée de la mensualité etc.

La variabilité du taux est fixée en fonction d'un taux de référence qui tient le plus souvent comme base les bons du trésor (treasuries) de maturité d'un an.

3-Les mécanismes du refinancement

Les établissements de crédit hypothécaires cèdent leurs crédits pour diverses raisons en ayant recours à la titrisation (securitization). Cette dernière consiste en la cession de la créance à une structure juridique adaptée qui est protégée contre la faillite.

La cession peut être parallèle à l'octroi du crédit. Il s'agit là d'une titrisation dès l'origine.

3-1 Le tri des créances et leur garantie

Les créances sont regroupées en un pool ou ensemble d'actifs qui présentent des caractéristiques semblables, ce pool doit représenter une taille critique pour que l'opération soit rentable et doit être choisie de telle manière à minimiser les risques.

Aux USA, le choix des créances se fait à partir des méthodes d'Analyses des données. Des statistiques très riches ont été regroupées au sein de la *Mortgage Bankers Association* et par les différents organismes cités plus hauts.

Les créances sont la principale garantie vis à vis des Investisseurs, toutefois, elles sont rehaussées grâce à des procédés de garantie et d'assurance :

- Le surdimensionnement des créances par rapport au montant de l'émission (overcollateralization).
- Le recours à une assurance privée
- Une structuration du lot de créances conforme aux conditions requises par les agences fédérales afin de bénéficier d'une garantie gouvernementale ou assimilée.

3-2 *Le transfert au trust*

Le transfert des créances se fait au trust, la qualité de ce transfert est fonction de la structure des titres émis en contrepartie. Le trust est une structure d'accueil de droit anglo-saxon qui est l'émanation d'un acte unilatéral de volonté du constituant qui transfère des biens ou droits au profit des bénéficiaires.

3-3 *L'émission des titres*

Pour financer l'achat des créances, le gérant du trust procède à une émission de titres négociables acceptée dans le cadre d'une agence fédérale. L'émission se fait dans le cadre des différentes familles de structuration.

3-4 *La qualité du titre*

La qualité du crédit attaché aux titres est notée par une agence de Rating qui émet un jugement quant à la probabilité de l'investisseur à recevoir à temps le montant en capital et en intérêts avancés lors de l'émission.

4- Les familles de structuration

Le marché américain de la titrisation (*securitization*) est la référence la plus complète au monde. Il existe une pluralité de formes de fonds dont les grandes familles se présentent comme suit :

4-1 *Le pass through*

- Le prêteur rassemble des créances dans un portefeuille (pool) et émet des titres représentant un droit indivis de propriété de ce pool.
- Les titres bénéficient de l'ensemble des flux en intérêts et capital qu'ils résultent d'un échéancier normal des remboursements. Au point de vue du cédant, c'est une véritable cession de créances qui sortent de son bilan.
- Le cédant reverse l'ensemble des fonds provenant des débiteurs au trust et ce quel que soit le rythme de remboursement, d'où l'impossibilité de proposer un échéancier fixe des revenus aux investisseurs
-
- Le risque de taux est reporté sur le détenteur des titres

Source : Douhane et Rochi / Techniques d'ingénierie financière . éd SEFI . PAGE 395

Les flux financiers , comme le montre le schéma sont répercutés sur les investisseurs sans subir aucune transformation tant en intérêt qu'en capital sans dépasser le montant du coupon qui leur est dû .

4-2 Le pay through

- Les titres émis se rapprochent de l'obligation, ils sont cantonnés par la constitution d'un portefeuille de créances : le collatéral. Les montants et la périodicité de son remboursement sont distincts de ceux des créances, cependant, ils doivent être assez proches pour assurer la bonne fin de la dette.
- Le collatéral reste la propriété de l'émetteur et le pool ne disparaît donc pas du Bilan. Il ne peut être utilisé à d'autres fins que le paiement des obligations émises. Le flux de capital et d'intérêts provenant de ce pool de créances sont directement reversés à l'investisseur sans passer par un trust
- Les flux sont gérés par le fonds qui propose aux investisseurs un échéancier contractuel, le fonds assume lui-même le risque de taux en gérant la trésorerie excédentaire provenant des flux de remboursements anticipés
- Cette famille est plus attrayante que le pass through pour les investisseurs de par son échéancier sans surprises, les inconvénients sont relatifs à la complexité de la gestion par cession d'actifs en termes de fonds propres économisés ou de risque de taux reporté ⁽¹⁾.

(1) Mémoire de DESS de VANGÉEL. 10ans de la titrisation à la française - Université René Descartes 1999

Le pay through permet le montage d'opérations en faisant varier les structures , les flux reçus sont transformés et répercutés sur les investisseurs selon plusieurs formes en fonction du souhait du cédant et des attentes du marché . Citons à titre d'illustration :

- _ les tranches de différentes maturités
- _ les titres à amortissement prédéterminé
- _ les titres à amortissement in fine de type obligataire etc

4-3 LE REMIC

Le REMIC a été lancé sur le marché avec la promulgation de la loi connue sous le nom de Tax Reform Act. C'est une émission segmentée en plusieurs tranches de type pay through sous certaines conditions. Cette structure présente de multiples avantages :

- Des émissions à tranches multiples (CMO ou collateral mortgage obligations) deviennent éligibles à la catégorie des pass through malgré le droit des investisseurs sur le patrimoine de l'émetteur. Les tranches fournissent des intérêts réguliers aux porteurs, correspondant à des doses fixées de capital et d'intérêt, dans des proportions éventuellement différentes.

La tranche résiduelle est unique et il est admis que son intérêt ne soit pas fixé au moment de l'émission. Les REMICS s'apparentent au découpage des tranches des CMOs ou à l'émission des tranches seniors ou subordonnées qui peuvent également être placées auprès du public.

- La cession est pure et parfaite et le pool disparaît du Bilan du cédant.
- Une non imposition de la structure d'accueil.

Cette émission est attrayante, mais pour bénéficier du REMIC, le collatéral doit se composer de créances garanties par une sûreté réelle et présenter la même qualité.

5- Les principaux produits du marché

Le succès des opérations de refinancement des créances hypothécaires résidentielles prévues à cet effet a fait acquérir un grand attrait à la technique de titrisation. Le processus s'est élargi à toutes les créances détenues à l'actif des établissements de crédits, et l'on assista à une accélération des innovations au point que certains titres émis par voie de titrisation ont été également titrisés. les principaux groupes de produit de la titrisation américaine sont résumés comme suit :

5-1- Les MBS : Il s'agit de la *securitization* des crédits alloués à des particuliers afin qu'ils accèdent à la propriété résidentielle. Les titres représentent un droit de copropriété sur l'actif des fonds. Ce marché constitue indéniablement la référence aux USA et la source d'inspiration de plusieurs montages dans le monde.

5-2-Les CMBS : C'est la titrisation des créances hypothécaires commerciales destinées au financement des programmes immobiliers. Le gisement de ces

créances est essentiellement constitué des programmes de construction des logements publics transformés généralement en structuration de type *pass through*. Malgré l'importance du potentiel de ces prêts, ce gisement n'est pas suffisamment exploité.

5-3- *Les ABS* : Représentent la titrisation des crédits à la consommation, la garantie pour l'investisseur est principalement par le revenu des emprunteurs et des gages éventuels. Ce produit connaît un développement très important.

5-4- *Les CMO et les SMBS* : A chaque pool de créances de prêts hypothécaires est adossée une émission de type obligataire après transformation des flux issus de l'actif ou *collateral*.

Le CMO ou *collateralized mortgage obligation* est composé de plusieurs tranches qui assurent aux investisseurs un rendement intéressant, une meilleure qualité ainsi qu'un large éventail de choix des échéances.

Le SMBS ou *stripped mortgage backed security* est composé de deux tranches uniquement qui donnent droit à des différentes proportions d'intérêt et de capital provenant de l'actif.

D'autres produits dérivés des CMO et SMBS sont créés par de judicieux dosages entre les deux donnant ainsi aux investisseurs d'autres opportunités d'arbitrage pour guider leur choix.

Le tableau ci-après reprend tout le panorama des produits en présentant les garanties adossées aux actifs et les titres émis

Origine des actifs	Garantie attachée aux actifs	Principales catégories des titres émis
Crédits au logement privé <i>Residential Single Family</i>	<i>Mortgage</i> Hypothèque	<i>Mortgage Backed Securities</i> MBS
Crédits au logement Public <i>Residential Multi Family</i> Crédits à l'Agriculture <i>Farm</i> Crédits non Résidentiels <i>Bridge , Hotel...</i>	<i>Mortgage</i> Hypothèque	<i>Commercial Mortgage Backed Securities</i> CMBS
Crédits à la Consommation <i>Car Revolving ...</i> Crédits d'équipement <i>Airplane , Computer ...</i>	<i>Collateralization</i> Nantissement	<i>Asset Backed Securities</i> ABS
Titres Divers MBS, SMBS, ABS SMBS, CMO	<i>Collateralization</i> Nantissement <i>Mortgage</i> Hypothèque	<i>Stripped Mortgage Backed Securities</i> SMBS <i>Collateral Mortgage Obligation</i> CMO

- La titrisation s'étend à la majorité des supports de créances. Elle touche la plus grande partie des crédits nouveaux (crédits à la consommation, créances commerciales, trésor public etc.)
- Elle atteint des volumes importants, en moyenne 50 milliards de dollars par an
- L'encouragement des titres émis non adossés à des garanties
- Le SEC (*security exchange commission*)⁽¹⁾ n'a plus à demander des informations détaillées sur les pools de créances hypothécaires, il suffit que ces créances bénéficient d'une notation convenable (notation convenable investment)
- Les investissements informatiques des cédants améliorent peu à peu la connaissance du pool des créances, l'évaluation de son rendement et favorise la baisse des coûts d'émission.
- La titrisation aux USA, malgré son grand volume reste limitée à un nombre restreint de cédants de grande taille, l'effort fourni actuellement est de s'approcher des petits cédants notamment les PME.

B / L'EXPERIENCE FRANCAISE

1- Les fondements

La titrisation française a treize ans d'existence, créée sous l'impulsion de l'Etat par la loi du 23/12/1988 elle a évolué lentement en raison du scepticisme des intervenants, de la complexité de la technique et du coût. Aujourd'hui sans atteindre les sommets ; elle est de plus en plus utilisée suite au desserrement des contraintes réglementaires et l'élargissement du cadre initial.

En France ; cette technique n'est pas née d'une demande de la place financière, elle est le fruit des pouvoirs publics ; visionnaires quant à l'évolution des besoins des agents économiques débiteurs de créances en général, des établissements de crédit en particulier.

L'introduction de la technique est intervenue dans la foulée des réformes financières en France à partir de 1983 avec les célèbres (décloisonner, déréglementer, désintermédiaire) qui étaient les maîtres mots à l'époque et qui ont vu la naissance de profondes réformes tels la réforme de la bourse, l'internationalisation des marchés et la multiplication des nouveaux instruments financiers.

Pour l'Etat français, la titrisation doit contrebalancer les effets négatifs de la désintermédiation pour les banques (baisse des ressources bon marché) et de la mise en place de coûteuses contraintes prudentielles des fonds propres.

Elle doit en outre :

- Etre une alternative pour obtenir des liquidités du marché.
- Faire diminuer les risques supportés par la banque : de liquidité, de taux,...
- Favoriser une meilleure utilisation des financements longs et des fonds propres. Ce dernier point intéresse les pouvoirs publics en raison de la question de la capacité des banques à pouvoir prêter sur le long terme. Les crédits hypothécaires, ont toujours été prioritaires dans le cadre des politiques en faveur du logement.
- Entraîner une baisse du coût du crédit.

- Améliorer la gestion des risques des établissements de crédit.

(1) SEC : équivalent du conseil déontologique des valeurs mobilières au Maroc ou de la COB (commission des opérations de Bourse en France)

- Doter les opérateurs d'un outil simple de gestion avec plusieurs domaines d'intervention.
- Permettre un partage des différents risques entre plusieurs agents alors qu'ils étaient l'apanage des seuls établissements de crédit.

2 – Du marché hypothécaire à la titrisation en France

Parallèlement à la mise en place de la technique de titrisation suite à une volonté des pouvoirs publics et d'un besoin latent de certains établissements de crédit spécialisés dans

l'octroi des prêts au logement qui connaissaient des difficultés structurelles de financement que le marché hypothécaire classique ne pouvait plus satisfaire en matière de coût notamment. Ce système fonctionnait grâce aux refinancements auprès de la Banque de France et de la Caisse de Refinancement hypothécaire.

2-1 *Le marché hypothécaire classique*

La technique de réescompte de créances auprès de la Banque de France prévalait et offrait une solution efficace au financement des crédits à moyen et long terme ; ce système a prévalu jusqu'à la fin des années 60 ; date à laquelle la banque de France a laissé le taux devenir inférieur au taux de réescompte. Les établissements de crédit ont alors eu intérêt à recourir au marché. Ce marché appelé marché hypothécaire devait prendre le relais en effectuant une *simili titrisation* des actifs bancaires :

- C'est un marché d'effets représentatifs de créances, celles-ci ne circulant pas elles-mêmes, contrairement aux fonds commun de créances de la titrisation proprement dite.
- Les institutionnels prêteurs achètent ces titres contre garantis par des créances aux banques en position demandeuse

2-2- *Le refinancement auprès de la CRH*

L'objectif premier du marché hypothécaire classique qui est de rallonger la durée du crédit est rapidement atteint, or celui d'assurer une liquidité convenable de ces effets ne

l'est pas, et les investisseurs se détournent rapidement de ce marché au profit du marché obligataire au rendement très similaire.

Cette forme de titrisation existe toujours en France, elle est assurée par un organisme créé en 1985 appelé La caisse de refinancement hypothécaire (CRH) ;

cette caisse avait pour objectif de revitaliser le marché hypothécaire en perte de vitesse.

La CRH a pour objet de refinancer les prêts au logement assortis d'une hypothèque de premier rang consentis par les banques agréées par elle et qui sont aussi ses actionnaires.

Elle opère concrètement en lançant un emprunt obligataire sur le marché financier à des conditions privilégiées de par sa notoriété et la qualité de son actionnariat, elle prête ensuite l'intégralité du produit de cet emprunt aux établissements demandeurs en acquérant des billets hypothécaires émis par eux et présentant exactement les mêmes caractéristiques que l'emprunt. Ce système s'apparente avec les MBS (mortgage backed securities) qui ont connu un grand succès aux USA.

En France, l'action de la CRH est restée limitée en raison de son dispositif législatif exorbitant :

- Adossement à des créances hypothécaires de premier rang
- Surdimensionnement de 25% c'est à dire pour prêter 100 à un établissement de crédit la CRH demandait le nantissement de 125.
- La non possibilité de déconsolidation des actifs du cédant

Le dispositif a connu une baisse de régime ; mais il n'a pas fallu attendre longtemps puisque la loi sur la titrisation française est apparue en 1988.

3- Schéma de la titrisation française

Le texte de loi de 1988 a essayé de tenir compte des besoins des différents intervenants et particulièrement les banques.

Sans vouloir reproduire exactement le *trust*, la loi a mis en place des mécanismes adaptés au cas français autour du fonds commun de créances FCC.

3-1 *Les intervenants*

La sophistication du procédé en France ainsi que les particularités d'ordre juridique font que les intervenants sont multiples au niveau du processus ; ils sont au nombre de sept selon la loi dans sa présentation de base en 1988 :

3-1-1 L'établissement cédant : *principalement les banques*

3-1-2 L'arrangeur : *qui s'occupe des opérations de*

- Montage et de mise en œuvre de la titrisation
- Conception, couverture de toutes les étapes, émission des parts de FCC auprès des investisseurs, gestion de toutes les relations, et constitution du syndicat de placement.

Généralement, c'est un service spécialisé d'une banque d'affaires, prestataire de services pour le compte du cédant.

3-1-3 La société de gestion : société commerciale qui a pour rôle de :

- Gérer les fonds et représenter le FCC à l'égard des tiers puisque celui-ci n'a pas de personnalité morale.
- Constituer le FCC conjointement avec la société dépositaire
- Gérer la trésorerie, les flux et tenir la comptabilité du Fond
- Liquidier le fonds une fois arrivé à échéance

3-1-4 La société dépositaire : c'est l'établissement de crédit chargé de conserver les actifs du fonds c'est à dire les actifs représentant les créances titrisés et les liquidités en attente de réemploi. Concrètement, le dépositaire détient les bordereaux de cession et les actes relatifs aux sûretés dont les créances sont assorties.

3-1-5 La commission des opérations de bourse (COB) : elle donne son agrément à la constitution et à la liquidation du FCC ; veille à la transparence et à la régularité des informations livrées par la société de gestion tout au long de la vie du FCC

3-1-6 La Banque de France : elle a un rôle consultatif avant d'avoir l'accord du COB pour la création et la liquidation ; reçoit les statistiques et les informations.

3-1-7 L'agence de notation ou de rating : la COB exige un rapport d'une agence de notation avant de donner son accord ; l'agence se prononce sur la qualité du pool de créances, examine les flux de trésorerie, et vérifie la solidité du montage.

Au début de sa mise en place, la titrisation en France a buté sur les contraintes suivantes :

- La titrisation anglo-saxonne est difficilement transposable, puisque le cadre juridique diffère fondamentalement exemple : le droit commercial français n'intègre pas la notion d'aliénation fiduciaire
- La complexité du montage a rebuté plus d'un opérateur.
- Les solutions juridiques adoptées en France se sont caractérisées par leurs hésitations et étroitesse.

En dépit de ces contraintes de départ ; la titrisation a fini par s'imposer en tant que produit financier et moyen de refinancement au fur et à mesure que les textes ont été revus pour une meilleure flexibilité.

3-2- Les mécanismes juridiques

3-2-1 Le fond commun de créances :

Le FCC a le statut de copropriété sans personnalité morale, dont l'objectif exclusif est l'acquisition des créances, ce statut de copropriété est nouveau et ne découle pas de la conception classique de la copropriété puisque les copropriétaires ont droit à la valeur que représentent les créances et n'ont pas droit aux créances elles-mêmes puisqu'ils peuvent ni vendre ces créances ni les nantir, ni les recouvrer. ⁽¹⁾

Or, la copropriété est un droit de propriété en vertu duquel plusieurs personnes exercent ce droit sur une chose chacun selon sa quote part. L'absence de personnalité morale traduit le souci du législateur de sécuriser les opérations et de créer des contrepoids dans tout montage

3-2-2 Mécanisme de cession des créances :

Ce mécanisme est caractérisé par un formalisme très réduit puisque le transfert de propriété s'opère par la simple signature d'un bordereau. En outre la cession titrisation conserve les mêmes effets que ceux du droit commun à l'égard des trois intervenants (établissement cédant, fonds commun de créances et débiteurs) :

- L'établissement cédant garantit l'existence des créances et le fait que rien ne s'oppose à leur cession et maintien du recouvrement.
- Le fonds commun de créances est créancier des débiteurs cédés et exerce de ce fait le droit d'un créancier.
- Le débiteur reste étranger à la cession même s'il est tenu envers le FCC dès remise du bordereau, il reçoit éventuellement une simple lettre d'information relative à la cession ou s'il y a transfert de recouvrement. Aucun formalisme de délai ou d'accusé de réception n'est prévu.

3-2-3 Les garanties :

Les mécanismes de garantie sont variés :

Lettre de crédit :

Pour compléter d'autres garanties, l'établissement cédant qui possède une bonne notation peut en faire bénéficier le FCC ; dans la pratique, elle ne couvre qu'un montant partiel de l'opération.

(1) lire à ce sujet : le FCC éd. Banque éditeur De C. Le Hir page 22 à 23

L'assurance :

Souscrite auprès d'une compagnie, elle a pour but de prendre en charge tout ou une partie du risque de défaillance des débiteurs. La notation de la compagnie d'assurance influe également sur la qualité et sûreté du montage.

Le surdimensionnement :

Le FCC émet un montant de titres inférieurs au volume des créances, celles-ci génèrent un surplus de paiement couvrant les éventuels défauts. Cette technique de rehaussement est coûteuse pour l'organisme cédant.

La subordination :

L'idée est de faire émettre par le FCC deux catégories de parts prioritaires (senior) et subordonnées (subordinated) les parts subordonnées supportent en priorité le risque de défaillance mais sont mieux rémunérées.

4- Bilan et évolution du marché :

4-1- Evolution

Nous pouvons diviser l'évolution du marché de la titrisation en deux phases :

Phase 1 / DE 1988 à 1992 :

Cette période est caractérisée par :

- Une contrainte réglementaire due à la période de démarrage
- Une méconnaissance du produit en raison de la technique anglo-saxonne relevant d'un contexte différent
- Cherté de ce mode refinancement
- Besoins de refinancements assez limités sur le marché
- Blocage des investisseurs préférant des placements plus classiques

En outre, les premières opérations de la Caisse autonome de Refinancement, du crédit lyonnais et de la compagnie bancaire ont porté uniquement sur des créances à taux d'intérêt élevé permettent de les revendre sur le marché après transformation en titres, à un taux moins élevé pour couvrir les frais et risques des variations de taux.

Cette période est marquée par le faible activité du marché s'expliquant par le caractère nouveau du marché et par une réglementation encore hésitante.

Phase 2 /à partir de 1993

Trois textes de loi sont venus apporter d'importantes mesures d'assouplissement pour permettre une dynamisation du marché ; nous en citons les principales :

- Elargissement des créances titrisables (compagnies d'assurance, cartes de crédit, créances de maturité inférieure à deux ans, titrisation off shore.
- Rechargeabilité des fonds, possibilité de recharger les fonds c'est à dire d'acquérir en cours de vie de nouvelles créances de même nature que les créances initiales.
- La simplification de la constitution du FCC ; seules les sociétés de gestion doivent être agréées par le COB. La banque de France n'est plus consultée mais continue à recevoir les informations
- Suppression de l'obligation imposée aux FCC de souscrire à une garantie
- Possibilités d'émission de nouvelles parts à leur actif (possibilité d'acquérir de nouvelles créances rechargeables) et à leur passif (possibilité d'émettre de nouvelles parts en cours de vie)
- Elargissement de la nature des créances titrisables (la titrisation des créances douteuses ou litigieuses n'est plus interdite)

- La notion de devises est introduite en préparation de l'EURO
- Le FCC peut placer les liquidités dont il dispose en attendant leur versement aux investisseurs.
- Les fonds multicédants sont autorisés ; plusieurs cédants peuvent faire une seule cession
- Le FCC peut emprunter
- La titrisation est autorisée pour les entreprises

4-2 Bilan de la titrisation à la française

Les obstacles d'ordre réglementaire ainsi que la méfiance des investisseurs ayant été levés, le marché français y a gagné en confiance quant à cette nouvelle technique. Des résultats encourageants font actuellement du marché français le deuxième en Europe :

- Une demande de papier bien noté : les investisseurs veulent diversifier leurs actifs dans un contexte de baisse des taux d'intérêt sur les autres instruments.
- Des primes de risques réduites au minimum : L'analyse des spreads à l'émission des papiers émis confirme la confiance du marché dans la titrisation ; les émetteurs peuvent désormais placer leurs produits à des prix de plus en plus proche de ceux des émissions obligataires classiques. Titriser devient de moins en moins coûteux, malgré les quelques incertitudes inhérentes au produit.
- Une meilleure liquidité du marché secondaire : les FCC français public sont tous cotés à la bourse de PARIS, mais comme pour les obligations du secteur public, la quasi-totalité des transactions se fait entre professionnels (banques et investisseurs institutionnels).
- L'avenir tel qu'il est vu par les spécialistes en France est orienté vers la titrisation des créances des entreprises et à la titrisation off shore avec l'adoption de la monnaie unique

Les trois premiers cédants en France depuis le lancement de la titrisation en France sont dans l'ordre le Crédit lyonnais qui monopolise environ les trois quarts des émissions en terme de volume, la compagnie bancaire avec 13% et la société générale avec 10%. Il en résulte que les établissements y ayant recours sont restreints et demeurent les plus grands établissements de crédit français.

Le monopole des opérations par le crédit lyonnais sur le marché français s'explique par le fait que ce dernier en a fait un outil important de son plan de redressement après les difficultés que cet établissement a connu et qui ont eu des larges échos tant en France qu'à l'étranger devenant un cas d'école dans la littérature financière : La titrisation défensive s'est avérée une arme efficace en Management Bancaire.

Quant aux sociétés de gestion de FCC, ils sont créés à l'initiative des cédants qui ne peuvent détenir plus du tiers du capital selon le règlement de la commission des opérations de bourse (COB). Les trois premières sociétés de gestion tant en

matières de fonds gérés que des montants émis sont :

- 1 ABC Gestion : groupe crédit lyonnais
- 2 Eurotitrisation : groupe banque nationale de paris
- 3 France Titrisation : groupe compagnie bancaire

A la lecture de ce qui précède, il apparaît que le Crédit Lyonnais est le principal intervenant sur le marché de la titrisation en France tant en qualité de cédant, d'arrangeur et de chef de file. Ses opérations de titrisation ont concerné toute une palette de crédits qui vont des créances hypothécaires, des prêts à la consommation, jusqu'aux cartes de crédit. Ces opérations ont été réalisées pour le compte de cet important établissement et pour le compte d'autres établissements de crédit et banques

Il y a lieu toutefois de noter que malgré la diversification du champ de la titrisation à plusieurs types de crédits ou de recette ; la part du lion reste celle des prêts immobiliers qui ont vu la création de plusieurs fonds.

La plus importante opération de titrisation lancée par le groupe demeure TITRILOG 06-97 qui est également la plus importante d'Europe. Elle a concerné la titrisation de créances immobilières pour un montant 9.500.100.000 de francs français dont nous présentons les principales caractéristiques :

Nombre de parts	Parts A1 43 938	Parts A2 43 938	Parts B 7 125
Montant nominal unitaire	FRF 100 000	FRF 100 000	FRF 100 000
Montant nominal total	FRF 4 393 800	FRF 4 393 800	FRF 712 500

Source : Crédit Lyonnais et ABC Gestion

Les parts A1 et A2 sont des parts ordinaires et ont fait l'objet d'un placement public. Elles sont destinées aux investisseurs et aux OPCVM. Les particuliers et autres investisseurs peuvent néanmoins y souscrire. Ces parts s'amortissent trimestriellement selon un échéancier indéterminé.

Les parts A1 et A2 sont des parts ordinaires et ont fait l'objet d'un placement public. Elles sont destinées aux investisseurs et aux OPCVM. Les particuliers et autres investisseurs peuvent néanmoins y souscrire. Ces parts s'amortissent trimestriellement selon un échéancier indéterminé.

Les parts A1 et A2 s'amortissent sur une base séquentielle mais les parts A2 ne commencent à s'amortir qu'après complet amortissement des parts A1. Les parts B sont des parts subordonnées, elles font l'objet d'un placement privé et ne peuvent être souscrites par des OPCVM ou des personnes physiques, s'amortissent également trimestriellement.

La part Résiduelle est souscrite par le cédant. Elle sera amortie en une seule fois, à la date de clôture de la liquidation du fonds par l'attribution du boni de liquidation éventuel.

Le tableau ci-après présente les caractéristiques et le système d'amortissement des parts

	Parts A1	Parts A2	Parts B
Prix d'émission	Au pair	Au pair	Au pair
Prix de remboursement	Au pair	Au pair	Au pair
Taux facial	PIBOR 3mois + 0.05% l'an	PIBOR 3 mois + 0.15% l'an	PIBOR 3 mois + 0.40% l'an
Taux actuariel à l'émission	3.55 %	3.65 %	3.95%
Rythme de paiement des intérêts	trimestriel	trimestriel	Trimestriel
Rythme d'amortissement	trimestriel	Trimestriel avec franchise après amortissement de A1	Trimestriel
Durée de vie moyenne à l'émission	1.75% ans	6.38% ans	5.35% ans
Note Rating	Aaa	Aaa	A3
Forme des parts	porteur	porteur	porteur

Source : groupe titrisation du crédit lyonnais

Les échéances sont purement indicatives compte tenu des règles d'amortissement applicable à ces parts, dont l'échéancier est indéterminé du fait du type de structuration choisi.

Les parts A et B s'amortissent et les intérêts sur ces parts sont payés trimestriellement, à chaque date de paiement, selon un échéancier indéterminé qui est fonction du rythme d'amortissement contractuel des créances, des remboursements anticipés et des déchéances du terme constatées sur les créances.

L'amortissement des parts B peut toutefois être arrêté en cas de période d'amortissement accéléré où les parts A1 et A2 s'amortissent trimestriellement, à chaque date de paiement, sur une base pari passu au prorata du capital restant dû sur ces parts ; l'amortissement des parts B est suspendu jusqu'à complet amortissement des parts A1 et A2.

peut également perturber l'amortissement normal des parts est le remboursement anticipé qui peut faire dégager une liquidité supplémentaire sans compter le risque de taux que cette situation pourrait engendrer ; lequel risque évolue lui même en fonction du marché.

RESUME DE LA PREMIERE PARTIE

Le point de départ de l'introduction au Maroc de la technique de la titrisation part d'une problématique centrale qui est celle du financement du secteur du logement . Ce secteur nécessite des volumes importants de fonds en raison du besoin croissant en matière de logements que les seules ressources traditionnelles ne peuvent combler d'autant plus qu'une faible partie des ressources institutionnelles uniquement est canalisée vers ce secteur .

La titrisation des créances hypothécaires se présente alors comme un nouveau levier de financement de l'habitat en permettant aux établissements de crédit de se procurer de nouveaux moyens de financement et de liquidités tout en assurant une meilleure gestion de leur bilan .

Elle devrait en outre donner une impulsion au marché monétaire en y introduisant un nouveau compartiment venant compléter la batterie des réformes financières .

Elle consiste sommairement à céder un portefeuille de créances à une structure appelée fonds commun créée par un ou plusieurs établissements , cette structure émet en contrepartie des créances des parts souscrites par les investisseurs .

La longue préparation inhérente au déclenchement du processus nécessite un dispositif juridique et une vulgarisation des modalités et des techniques de montage relatifs aux opérations .

L'avantage pour l'établissement cédant se situe au niveau de l'amélioration de la structure de son Bilan en raison de la déconsolidation des actifs , son accession de manière optimale au marché financier et par là diversifier ses sources de financement .

Pour l'investisseur , elle lui permet de sortir des instruments de marché traditionnels et accéder à des valeurs mobilières présentant un meilleur couple rendement –risque .

Quant aux montages des opérations , elles nécessitent une expertise et une constitution d'équipes multidisciplinaires . Le montage passe par plusieurs étapes :

- 1 Analyse des créances titrisables
- 2 Confection de la documentation juridique
- 3 Modélisation et simulation d'une structure
- 4 Accomplissement des formalités entre le cédant et la société gestionnaire du fonds ainsi que vis à vis des autres intervenants .

Une fois les étapes précédentes accomplies , il faut vérifier une seconde fois par des tests l'aspect rentabilité pour le cédant eu égard aux différents coûts à supporter et de l'état du marché financier . Il s'agit d'un deuxième niveau de calcul de l'opportunité pour lancer les opérations . A défaut , il faudrait attendre que le marché soit favorable .

Côté investisseurs , l'opportunité de souscription est à déterminer en fonction de la comparaison par rapport aux autres instruments du marché sur le plan de la rentabilité , du risque et de la liquidité .

La lecture des expériences étrangères apportent un éclairage important à plus d'un titre car elles constituent :

- 1 Un cadre opportun pour comprendre les mécanismes , les différents types

de structuration et produits ; c'est le cas pour l'expérience américaine qui est à l'origine de l'innovation . L'expérience française apporte des similitudes par rapport au cas marocain .

- 2 Un enseignement quant aux opérations à venir .

DEUXIEME PARTIE :LA TITRISATION DES CREANCES AU MAROC

CHAPITRE I /- ANALYSE ET INTERPRETATION DE LA LOI

A / LES FONDEMENTS

1- Le contexte de promulgation

Les pouvoirs publics au Maroc ont décidé d'une loi cadre permettant de servir de point de départ pour la titrisation dans le seul compartiment des créances hypothécaires.

Les débats ayant présidé à la promulgation de cette loi trouvent leurs origines dans les problèmes de financement du logement et de refinancement des établissements qui opèrent activement dans ce secteur.

La loi n° 10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaires du 25/08/1999, complétée par le décret de mars 2001 ont été publiés après une longue période d'attente ; d'où le caractère très récent de l'apparition du concept dans le paysage financier marocain quoique l'opportunité de l'introduction de cette technique ait fait l'objet de longs débats à travers des commissions spécialisées.

Le retard pris dans l'élaboration de cette loi est dû à plusieurs facteurs :

- Caractère émergent du marché financier marocain qui n'a pas encore pris toutes ses marques suite aux différentes réformes qu'il a connues.
- Complexité du mécanisme de titrisation où l'expertise en la matière fait encore

largement défaut.

- L'étude relative à l'importance éventuelle du gisement titrisable au niveau des établissements de crédit.
- Les chances de développement du marché face à des investisseurs qui ignorent encore le produit.
- Nécessité d'une large communication auprès des intervenants avant l'élaboration de la loi et des différents décrets d'application.
- Difficultés pour adapter une technique anglo-saxonne au Maroc dans un contexte largement différent de celui où elle a vu le jour ; étant entendu que même certains pays développés comme la France ont connu de longues périodes de rodage avant que le mécanisme ne s'affirme et se développe.

Avant le lancement de la première opération, d'autres textes d'application ont été adoptés pour régir les aspects les plus importants et tracer les principaux jalons du fonctionnement futur du marché.

L'objet de la loi 10-98 tel que défini dans son article premier est de fixer le régime juridique applicable à la titrisation de créances hypothécaires par l'intermédiaire de fonds de placements collectifs en titrisation (FPCT)

La première lecture de la loi laisse apparaître certaines similitudes par rapport au système français dans sa mouture initiale, néanmoins il se démarque nettement en matière des intervenants, des mécanismes de garantie, et des dispositions fiscales.

2-la titrisation dans la loi marocaine

La titrisation est l'opération financière qui consiste pour un FPCT à acheter des créances hypothécaires dont le prix est payé par le produit de l'émission de parts représentatives de ces créances, et le cas échéant, par le produit de l'émission d'un emprunt obligataire adossé aux dites créances. ⁽¹⁾

La loi marocaine adopte le même concept universellement connu relatif à la cession des créances hypothécaires mais limite pour le moment la titrisation aux seules créances adossées à des hypothèques. Cela traduit le souci du législateur marocain d'encourager le financement du secteur du logement mais également d'ouvrir cette technique aux banques qui bien que n'intervenant pas massivement dans le financement du logement pourront pour ce faire mobiliser des ressources à maturité longue. Elles peuvent en outre mobiliser ces ressources pour d'autres types de crédits en exploitant le gisement des hypothèques dont elles sont en possession.

Le choix porté sur les créances adossées à des hypothèques à titre exclusif est motivé par la volonté d'apporter plus de sécurité aux opérations de titrisation à initier ; avant d'élargir le champ aux autres créances non hypothécaires. Cela dépendra du succès éventuel que connaîtrait ce marché.

En outre, la loi fait référence aux parts obligataires qui peuvent être substitués aux

parts émises dans le cadre de l'opération de titrisation à condition d'être également adossés aux créances hypothécaires.

Probablement, la loi veut- elle laisser ce lien pour que les investisseurs acceptent la titrisation dès les premières opérations et en comprennent aisément les mécanismes apparentés à la gestion obligataire.

(1) BO 4726 du 16/09/99 titre I article 2

Nous pensons que les émissions obligataires n'auront pas lieu du fait qu'il s'agirait d'une contradiction par rapport à la loi qui veut que le FPCT ne peut pas emprunter. Aussi, faut-il s'attendre à un amendement de cette loi pour trancher définitivement sur cet aspect.

3-Le fonds de placements collectif en titrisation (FPCT)

Dans l'article 3, le FPCT est une copropriété qui a pour objet exclusif d'acquérir des créances hypothécaires détenues par les établissements de crédit agréés et dont le prix est payé au moyen du produit de l'émission de parts représentatives de ces créances et, le cas échéant d'un emploi obligataire adossé à ces créances.

A l'instar de la France, le Maroc a doté le FPCT du statut de copropriété. Cette copropriété n'est pas dotée de la personnalité morale sans capital exonérée des impôts et taxes. Les parts seront émises en une seule fois, en attendant une évolution possible vers une émission en fonds multicédants ou rechargeables .

Le FPCT est à l'abri de la faillite du cédant c'est à dire qu'il fonctionne et vit indépendamment de la signature de ce dernier sauf pour la gestion du recouvrement des créances bien que rien n'empêche sur le plan légal de confier cette tâche à un autre établissement .

4- Les actifs d'un FPCT

Ces actifs sont constitués par :

4-1 Les créances hypothécaires :

représentent les créances saines destinées à l'acquisition, construction ou extension de logements individuels et garanties par des hypothèques de premier rang.

La loi ne cite que les crédits octroyés dans le cadre du logement et couverts par des hypothèques de premier rang. Cette limitation réduit considérablement le champ d'intervention de la titrisation au départ de son introduction au Maroc car les créances garanties par des hypothèques de rang supérieur au premier rang ne peuvent être prises comme base de titrisation.

Par ailleurs, les établissements ayant accordé d'autres types de crédits autres que le crédit au logement sur la base d'hypothèques de premier rang voient leurs créances exclus du champ d'application de la loi.

Nous pensons que cette restriction sera vite levée si les premières opérations se

déroulent de manière satisfaisante ; car les établissements de crédit peuvent rechercher à mobiliser des ressources longues pour d'autres types de concours à

apporter à l'économie nationale notamment aux crédits d'investissement industriel et commercial.

4-2 Les liquidités :

Essentiellement les flux nés de l'amortissement des créances titrisées en capital et intérêt, les remboursements anticipés,

4-3 Le produit des indemnités d'assurance :

IL s'agit des versements des indemnités versées par les compagnies suite aux décès des emprunteurs ou en cas d'incendit ayant touché le gage .

4-4 Le produit de la réalisation des hypothèques :

en cas de défaillance des débiteurs.

5- Les titres émis par le FPCT

En vue de financer l'acquisition des créances, un FPCT émet en une seule fois des parts ou des obligations.

5-1 Les parts :

Les parts sont des titres représentatifs des droits de copropriété sur la totalité ou une partie des actifs du FPCT.

5-2 Les obligations :

Les obligations sont des titres de créances dont le remboursement est assuré par les flux financiers générés par une partie des actifs du FPCT, et auxquels les dites obligations sont adossées.

Les obligations sont émises avec ou sans coupon, à intérêts précomptés ou post comptés. Rappelons que la probabilité de voir une émission obligataire dans le cadre d'un FPCT est quasi-nulle pour les raisons précitées bien que la loi y fait référence.

5-3 Caractéristiques communes :

Les parts et les obligations sont émises sous forme nominative, globale ou individuelle, en une seule fois. Elles sont souscrites par des organismes habilités par la loi et ne peuvent faire l'objet d'un rachat.

Les parts et les obligations sont assimilées aux valeurs mobilières et sont négociables uniquement entre les établissements souscripteurs.

Les caractéristiques de ces titres sont définies par le règlement de gestion et la convention de souscription.

Les parts et les obligations sont inscrites en comptes auprès de l'établissement gestionnaire dépositaire au nom de leurs titulaires et sont transmissibles par virement.

Le FPCT peut émettre des parts ou des obligations spécifiques supportant le risque de défaillance de débiteurs

B / LES INTERVENANTS :

Le législateur marocain a réduit le nombre d'intervenants au titre des opérations ; compte tenu de l'étroitesse du marché financier d'une part et de sa volonté de simplification du processus d'autre part

Le schéma suivant montre les intervenants au départ de la première expérience de titrisation au Maroc :

Les intervenants au niveau du marché sont :

1- L'établissement cédant ou établissement initiateur :

« Tout établissement de crédit agréé conformément à la législation qui le régit possédant des créances hypothécaires dont il veut se départir en tout ou partie dans le cadre d'une opération de titrisation» ⁽¹⁾

Ainsi, seuls les établissements de crédit peuvent avoir accès à ce marché dans le sens de la loi bancaire de 1993. Cette dernière définit l'établissement de crédit dans son acceptation la plus large englobant aussi bien les banques commerciales privées, les banques publiques et les sociétés de financement.

La loi sur la titrisation permet donc à tous ces établissements de recourir au marché hypothécaire. Dans la réalité, seules les banques interviendront sur ce marché puisque les autres établissements de crédit n'ont généralement pas de gisement d'hypothèques.

Les sociétés de financement n'ont pas de besoins de ressources longues car elles

interviennent essentiellement sur le court terme ; bien que théoriquement rien ne les empêche de recourir au marché hypothécaire si le marché monétaire est en période de surchauffe de taux.

L'établissement cédant détient au niveau de l'actif de son bilan les prêts octroyés à ses clients qui paient normalement leurs échéances ; dans le cadre de l'opération de titrisation, il cède un portefeuille de créances à un FPCT qu'il constitue avec l'établissement gestionnaire dépositaire après avoir obtenu les autorisations et agréments nécessaires auprès du Ministère des Finances.

Le FPCT, finance l'acquisition du portefeuille de créances par l'émission des valeurs mobilières ou parts représentatives de ces créances auprès des investisseurs institutionnels seuls autorisés à souscrire selon la loi marocaine.

Ainsi, la cession par l'établissement cédant, entraîne le transfert de propriété des créances (cash-flows, sûretés, accessoires et privilèges) au FPCT suite au paiement.

Le cédant conserve la gestion des prêts titrisés , cette disposition permet d'assurer la continuité au niveau de la gestion du recouvrement par l'établissement de crédit quoique sur le plan légal rien n'empêche une gestion confiée à d'autres organismes autre que le cédant . Dans la plupart des cas , on préfère laisser le cédant continuer à prendre en charge le recouvrement des échéances des prêts ; pour cela , il perçoit une commission de gestion . Ainsi l'expérience du cédant est mise à profit pour le compte du FPCT .

(1) BO 4726 LOI 10-98 Titre 1 art 2

Si l'établissement cédant venait à cesser son activité d'établissement de crédit , la gestion du recouvrement des créances pourra être assurée par la société gestionnaire du fonds , la caisse de dépôt et de gestion ou par tout établissement de crédit désigné .

En qualité de recouvreur l'établissement cédant , doit gérer le portefeuille des créances titrisés de la même manière que le portefeuille des créances détenues à son actif , il est habilité à négocier tout protocole d'accord visant à réduire ou augmenter la durée de prêt sans que ce dernier dépasse 06 mois au maximum . Cette restriction ne laisse pas une marge de manœuvre pour la banque cédante ; ceci est imputable au souci de ne pas remettre en cause ne serait ce que partiellement le type de structuration choisie .

Pour toute modification éventuelle d'une autre condition des prêts , elle doit être préalablement agréée par l'établissement gestionnaire .

2- L'établissement gestionnaire dépositaire

Seuls peuvent exercer la fonction d'établissement gestionnaire dépositaire :

- Les banques agréées conformément à la législation qui les régit ;
- La caisse de dépôt et de gestion

- Les établissements ayant pour objet le crédit, le dépôt, la garantie, la gestion de fonds ou les opérations d'assurance et de réassurance, figurant sur une liste fixée par voie réglementaire

A la lecture des expériences étrangères, on constate que l'établissement gestionnaire est indépendant du dépositaire. Toujours dans un esprit de simplification, la loi limite les intervenants et a jugé que les deux fonctions de gestion du FPCT peuvent être valablement réunies dans une seule entité.

Notons que le FPCT est constitué sur l'initiative de l'établissement gestionnaire dépositaire et de l'établissement initiateur .

L'établissement gestionnaire dépositaire gère le fonds commun et garde les actifs.

Globalement, cet établissement a pour objet en vertu de la loi :

- Réaliser pour le compte de et au nom du dit FPCT, l'achat des créances hypothécaires ainsi que tout surdimensionnement éventuel.
- Prendre possession de tout titre ou document représentatif ou constitutif des dites créances.
- Emettre pour le compte du FPCT des parts, des obligations et paie à l'établissement initiateur la contrepartie convenue pour l'achat des créances.
- IL est mandataire des porteurs de parts et d'obligations et gère donc le FPCT dans l'intérêt de ces derniers

La gestion du FPCT est confiée à cet établissement qui demeure indépendant de l'établissement initiateur. La société gestionnaire doit demeurer autonome par rapport au cédant qui ne peut dépasser le tiers dans le capital de la dite société.

Il y a lieu de mentionner, toutefois que l'influence pourrait exister du fait de la participation au capital de la société de gestion par l'établissement cédant de manière indirecte par le biais de filiales ou de sociétés dont il est majoritaire. Dans tous les cas de figure s'il s'avère que cette hypothèse est vérifiée ; il faut le mentionner dans le règlement intérieur ou dans la notice d'information. Au Maroc, la première société spécialisée est Maghreb Titrisation dont le tour de table est constitué comme suit :

- Caisse de Dépôt et de Gestion : 33%
- Crédit Immobilier et Hôtelier : 33%
- Proparco ⁽¹⁾ : 10 %
- Crédit Immobilier de France : 10%
- Upline International : 7%
- Maroc Service Intermédiation : 7%

Maghreb Titrisation est société gestionnaire dépositaire , en plus de sa qualité d'établissement arrangeur de par ses statuts.

C'est une société anonyme au capital de 5.000.000 dh agréée officiellement par arrêté du Ministre de l'économie , des finances , de la privatisation et du tourisme n°11-02 .

La sélection du tour de table s'est faite en fonction de l'apport de chaque actionnaire au développement de cette technique de manière particulière et de l'émergence d'un marché hypothécaire marocain. Il demeure entendu que ce tour de table peut connaître un élargissement dès le démarrage du nouveau compartiment.

Aussi, La CDG peut être la plaque tournante du lancement des premières opérations en tant qu'investisseur et animateur du marché secondaire ; Le CIH en tant que principal cédant et détenteur du gisement le plus significatif des créances hypothécaires sur le plan national.

Proparco apporte sa garantie de rehaussement des parts de FPCT.

(1) Société de promotion et de participation pour la coopération économique

Le Crédit Immobilier de France en tant que détenteur d'une expérience importante en tant qu'établissement de crédit au logement et un des principaux «titriseurs» de la place française.

Upline et MSIN joueront leur rôle dans le réseau de placement des parts tant au niveau de l'émission (marché primaire) qu'au niveau des transactions sur le marché secondaire.

Enfin, il n'est pas exclu que d'autres sociétés gestionnaires voient le jour selon le développement de ce nouvel instrument des marchés financiers.

La société gestionnaire aura comme autres prérogatives :

- Tenir la comptabilité du fonds
- Dépositaire des documents constitutifs du fonds et représentatifs de son actif et de son passif
- Gérer la trésorerie du fonds, principalement les fonds en instance de distribution aux investisseurs qui peuvent être placés en bons du trésor.
- Etablir les documents nécessaires à l'information des porteurs de parts et des tiers

En cas de cessation d'activité de la société , les porteurs de parts doivent rapidement désigner un nouvel établissement gestionnaire par la majorité de 51% en nombre de porteurs de parts et en valeur des titres émis .

3-Les Autorités monétaires

Hormis les formalités d'information des autorités monétaires, il n'est pas prévu d'autorisation spéciale pour la constitution d'un FPCT. La décision est comme il a

été indiqué du ressort de la seule volonté de l'établissement cédant et de l'établissement gestionnaire dépositaire.

Durant toute la vie du FPCT, l'établissement gestionnaire dépositaire doit communiquer périodiquement à Bank Al Maghrib les statistiques nécessaires pour le suivi de son activité.

Il faut cependant signaler que la société gestionnaire dépositaire peut être valablement constituée, mais le lancement d'une opération de titrisation ne sera possible qu'après agrément du ministère des finances.

La notice d'information, lors de la constitution du fonds n'est pas visée par le conseil déontologique des valeurs mobilières puisqu'il n'est pas fait appel public à l'épargne.

4- Les investisseurs

Selon l'article 7 de la loi, sont considérés comme investisseurs ou souscripteurs :

- Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)
- Les compagnies financières ou établissements de crédit
- Les entreprises d'assurances et de réassurance agréées
- La caisse de dépôt et de gestion
- Les organismes de retraite et de pension
- Tout organisme désigné par liste fixée par voie réglementaire

Nous constatons, que les investisseurs sont composés par les Institutionnels qui opèrent déjà sur le marché financier et monétaire marocain depuis plusieurs années.

En outre, nous relevons que le marché hypothécaire marocain est celui des spécialistes ; il n'y aura pas dans le court terme une place pour les particuliers et les entreprises sauf indirectement par le biais des OPCVM.

Les investisseurs sont les copropriétaires du FPCT, ils sont remboursés périodiquement en capital et intérêts suivant des droits éventuellement différents entre plusieurs classes de porteurs de parts.

5- La conservation foncière

L'intention de l'établissement initiateur de céder par remise d'un bordereau est prénotée sur les titres fonciers grevés d'hypothèques sur déclaration signée, légalisée et déposée par l'établissement gestionnaire dépositaire à la conservation foncière du lieu de l'immeuble concerné. Cette simplification du mécanisme de cession dénote du souci du législateur d'éviter le formalisme coûteux du droit commun et la lourdeur inhérente à la cession d'une masse importante de prêts titrisés à chaque opération.

Cette prénotation demeure valable jusqu'à la date d'inscription du transfert des hypothèques sur les livres fonciers. Cette inscription se fait à la demande de l'établissement gestionnaire dépositaire.

Tant que l'inscription n'a pas lieu, l'établissement initiateur exerce tous les droits afférents aux créances hypothécaires cédées pour le compte exclusif du FPCT et selon les instructions de l'établissement gestionnaire dépositaire.

L'inscription n'exige pas la production du duplicata du titre foncier et du certificat d'inscription de l'hypothèque concerné.

Un extrait du bordereau de cession doit être déposé à la conservation foncière dans les trente jours à compter de la date de sa signature pour permettre au conservateur de la propriété foncière de procéder à l'inscription du transfert au FPCT des hypothèques mentionnées dans cet extrait.

6- Les Garanties :

Les fondateurs du FPCT peuvent prévoir toutes les garanties pour couvrir les porteurs de parts contre les risques de défaillance des débiteurs de créances.

A ce niveau, la loi marocaine ne prévoit pas de limites pour la sécurisation des parts ; ainsi en plus des mécanismes de rehaussement déjà présentés ; liberté est laissée pour ajouter toute mesure de nature à fiabiliser les opérations.

Soulignons, néanmoins, que la loi ne prévoit à aucune étape de la vie du FPCT, l'intervention d'une agence de notation nécessaire dans d'autres pays.

Sans doute a-t-on jugé que les institutionnels sont bien outillés techniquement pour apprécier le risque inhérent aux différentes opérations de montage financier possibles, sans oublier que plus le nombre des intervenants est réduit mieux serait maîtrisé le coût global de lancement des opérations.

D'autre part, il n'y a pas d'agence de notation implantée au Maroc et recourir à une agence internationale rendrait très onéreuse une opération de titrisation. Aussi, il faille se contenter pour le moment d'audits qui permettront de se prononcer sur la fiabilité du montage des opérations avant leur lancement.

7- La cession des créances

La cession par l'établissement initiateur au FPCT des créances hypothécaires s'effectue par la seule remise à l'établissement gestionnaire dépositaire d'un bordereau signé par l'établissement cédant, celui-ci doit contresigner le bordereau et le dater.

La loi met l'accent sur un formalisme très poussé quant à la cession, en effet, plusieurs mentions doivent être remplies soigneusement sous peine de nullités ou de sanctions

contre les intervenants ceci est d'autant plus important que les bordereaux matérialisent en réalité la garantie essentielle du mécanisme de la titrisation.

La loi prévoit l'inscription des bordereaux à la conservation foncière, toutefois plusieurs problèmes demeurent encore en suspens régissant la relation avec la

Conservation Foncière tant sur le plan des tarifs à appliquer éventuellement que de l'application des délais prévus.

C/ LES REGLES COMPTABLES ET FISCALES

Après avis et validation du Conseil National de la Comptabilité (CNC) ; les règles comptables ont été publiées par arrêté ministériel. L'arrêté ministériel apporte les précisions relatives :

- Aux établissements pouvant exercer la fonction de dépositaire gestionnaire
- Aux établissements ou organismes pouvant souscrire aux titres émis par les FPCT
- Aux règles comptables auxquelles seront soumis les FPCT

Les règles comptables telles que validées obéissent aux mêmes principes du Code Général de Normalisation Comptable (CGNC) et sont fortement inspirées des règles comptables appliquées aux opérations de titrisation en France issue du règlement n° 93-06 du 21 décembre 1993.

Les principes comptables sont à situer à quatre niveaux :

- La comptabilité du cédant
- La comptabilité prudentielle
- La comptabilité du FPCT
- L'information comptable

1- La comptabilité du cédant

La titrisation aura pour incidences sur l'établissement cédant ; la sortie des créances cédées de son bilan même dans le cas où il garantit les actifs cédés et la comptabilisation de la différence entre le prix de cession et la valeur comptable des créances cédées au niveau de son compte de résultat.

Trois cas sont envisagés :

- Le prix de cession est égal ou supérieur au montant nominal des créances ; la plus value est comptabilisée dans le résultat de l'exercice au cours duquel la cession a été opérée.

- Le prix de cession est inférieur au nominal des créances ; dans ce cas la perte est enregistrée selon le même principe évoqué dans le premier cas.
- Cession avec surdimensionnement, le cédant inscrit à son actif, parmi les crédits distribués, une créance dont la valeur comptable est égale à la différence entre la valeur comptable des créances cédées et le produit de l'émission des parts payé au cédant par le FPCT. Cette créance peut être évaluée en valeur actualisée. Si la valeur actualisée est inférieure à sa valeur comptable, la différence fait l'objet d'une provision.

Les frais et commissions occasionnés par la cession des parts et par la constitution du FPCT sont enregistrés par le cédant au niveau des charges de son compte de résultats avec la possibilité de les répartir sur plusieurs exercices selon la durée de vie des parts

2- Comptabilité prudentielle

Elle concerne les méthodes de comptabilisation des garanties accordées par le cédant en vue de protéger les porteurs de parts contre le risque de défaillance des débiteurs. Rappelons les garanties qui peuvent être retenues dans ce cadre

Le surdimensionnement : cession de créances supérieure aux parts émises
 Emissions de parts spécifiques : qui subissent en premier lieu les défaillances des débiteurs, elles sont subordonnées au remboursement des parts prioritaire
 Garantie financière éventuelle en cas de sinistre
 Constitution d'un dépôt de garantie

Pour ces garanties, le cédant est appelé à provisionner pour les montants pouvant rester le cas échéant à sa charge. L'appréciation du risque éventuel peut se faire en observant

l'historique des défaillances et en fonction des projections liées aux opérations de titrisation antérieures. Dans le cas où le cédant devrait être servi sur le boni de liquidation au moment de l'amortissement du fonds, ce dernier déduit la valeur actualisée de cette marge du montant de la provision relative au risque encouru.

Sur un plan prudentiel, le cédant applique une pondération en fonds propres selon les garanties qu'il a accordées ; ainsi des pondérations usuelles sont appliquées dans le cas français selon le type d'engagement donné par le cédant. Au Maroc, la phase de démarrage a imposé une pondération à 100% quelle que soit la garantie donnée.

3- Comptabilité du FPCT

Les règles comptables qui régissent les FPCT sont assimilées à celles des institutions financières ; en effet les règles comptables s'apparentent à celles des Banques. La différence majeure tient au traitement des créances et des parts ainsi qu'au fait que le FPCT est exonéré de certains impôts et taxes.

L'organisation des écritures est identique à celle préconisée par le CGNC, les états de synthèses se composent de :

- Bilan
- Compte de produits et charges
- Etat des soldes de gestion
- Etat des informations complémentaires

Au Bilan, figurent les créances titrisées présentées en trois postes :

- La valeur nominale de la créance
- Le poste des créances rattachées
- Le poste des créances rattachées

3-1 Le traitement des créances

Les créances font l'objet d'une décote ou d'une surcote de marché selon qu'elles sont acquises au pair ou non. La créance est cependant inscrite à l'actif du fonds à sa valeur nominale ou à sa valeur de remboursement lorsque celle ci est différente.

L'écart entre la valeur nominale ou valeur de remboursement et le prix d'achat (décote ou surcote) est inscrite dans un compte correcteur figurant à l'actif du bilan sur une ligne distincte

Le compte correcteur est valorisé par la méthode du taux actuariel d'origine TAO avec nécessité de réviser le taux retenu à chaque arrêté comptable eu égard des événements qui peuvent intervenir durant la période tels les remboursements anticipés. L'objectif étant d'évaluer les créances restantes dans le fonds aux mêmes conditions qu'au moment de leur achat.

Chaque année la différence constatée entre la date de début et de fin d'un exercice est reprise au niveau du compte de résultat.

La formule d'actualisation est :

Σ
C
F
t
-
-
-
-
-
-
-
-
-

(
1
+
r
)
(
t
)

CF : cash flow (principal+intérêts+remboursements anticipés)
r : taux de rendement actuariel d'origine
t : rang de l'échéance

Cette formule permet ainsi d'équilibrer entre le prix d'achat et la créance et les flux futurs qu'elle va engendrer pendant la durée de vie du fonds. Elle est recommandée lorsque les moyens existants permettent de suivre individuellement les créances, à défaut d'autres méthodes peuvent être usitées tel la méthode du prorata du capital remboursé.

La seconde méthode consiste en l'application du taux correspondant au prorata du capital remboursé. Chaque remboursement permet de calculer un taux d'amortissement lui-même

applicable à l'écart issu de l'acquisition de la créance. La même ventilation est retenue pour le passif du bilan à travers les comptes «parts et obligations spécifiques » ou ordinaires.

3-2 Le traitement des parts

Les parts sont des valeurs mobilières apparentées aux obligations, aussi le marché devrait fonctionner de manière similaire à celui des obligations en suivant les mêmes caractéristiques quant à leur liquidité.

Le fonds ne sera créé que si l'intégralité des parts aura été souscrite par les investisseurs. Si tel est le cas cela reviendra à réduire l'émission aux souscriptions effectives ce qui est contraire à l'information relative au montage de l'opération qui annonce la masse des créances titrisées ; réduire ces dernières n'étant alors plus possible dans ce cas de figure.

Rappelons que les parts émises peuvent être diversifiées dans le sens qu'elles rapportent à leur titulaire des droits différents sur les cash générés.

L'inscription des parts se fait à leur valeur nominale, un compte correcteur au passif enregistre la prime d'émission c'est à dire l'écart entre la valeur nominale et le prix d'émission, qu'il soit au-dessus ou au-dessous du pair. Les modalités de remise en résultat de ce compte correcteur des créances sont identiques à celles fixées par le fonds pour la régularisation du compte correcteur des créances.

La partie des frais d'émission pouvant être à la charge du fonds est comptabilisée à l'actif dans un compte de charges à répartir sur la vie du fonds.

La rémunération des parts ordinaires et spécifiques est enregistrée dans les charges

financières. Le résultat du fonds est le reliquat constaté après la rémunération du fonds.

3-3 Le fonctionnement du FPCT

Le résultat formé au bout de chaque exercice constituera le jour de la liquidation du fonds le Boni de Liquidation qui sera réparti entre les porteurs de parts et certains intervenants spécifiés lors de la constitution du fonds.

Le Boni de Liquidation est ainsi formé de :

Résultats cumulés
Résultats de l'exercice affecté à la reprise des provisions pour risques et charges
Fonds de garantie

Lorsqu'il y a insuffisance de flux en raison de défaillance des débiteurs initiaux, le fonds peut recevoir des avances de l'établissement cédant ; il s'agit alors d'une dette comptabilisée en avances de trésorerie. Il s'agit de la seule exception permise quant à l'endettement du fonds auprès des tiers par la loi.

Pour se prémunir contre la défaillance des débiteurs, les mécanismes de garantie prévus lors de la constitution du fonds font que les créances contentieuses ne sont pas inscrites dans le bilan mais en annexe.

La comptabilisation du risque de défaillance varie selon les formes de garanties retenues. Ainsi :

- Lors de la mise en jeu de la garantie externe en cas de subrogation, la créance envers le débiteur est remplacée par une créance envers le garant externe
- Lors de la mise en jeu d'une garantie interne (émission de parts spécifiques, surdimensionnement), les montants enregistrés en créances contentieuses correspondants sont pris en considération pour évaluer le risque couru sur l'ensemble du portefeuille, y compris les intérêts en cours. Le chiffre qui résulte de cette évaluation est comparé au montant des garanties existantes.
- est constatée au niveau des charges financières, le montant de la créance lorsqu'elle devient irrécouvrable surdimensionnement et les parts spécifiques étant réduits à due concurrence ce qui engendre une inscription symétrique d'un produit financier.

Conformément aux principes d'orthodoxie comptable, dès qu'il y a insuffisance de couverture des risques de défaillance des débiteurs par rapport à la réalité, y compris le risque relatif au portefeuille sain, une provision pour risques doit être

constituée.

4- L'information comptable

L'assimilation de la comptabilité à celui d'une Banque peut impliquer des déclarations à faire auprès des autorités de contrôle des banques notamment auprès de l'Institut d'Emission.

Les documents de synthèse sont le bilan, le compte de résultat et l'annexe dont l'objectif est de donner une image claire de l'activité du fonds aux porteurs de parts

SCHEMA SIMPLIFIE D'UN BILAN DE FPCT

<i>ACTIF</i>	<i>PASSIF</i>
Créances hypothécaires Surdimensionnement Produits de placement des liquidités Produit de la réalisation des hypothèques Produits des indemnités d'assurance Montant des cautions Pénalités de retard	Emission de parts Emission d'obligations (Absence de dettes)
Liquidités	

Excepté les avances éventuelles de l'établissement cédant, le FPCT n'a pas le droit de contracter des dettes, ses seuls moyens de financement sont les émissions de parts ou d'obligations.

De manière plus détaillée, et compte tenu des modifications apportées par les arrêtés ministériels, les documents comptables se présentent désormais comme suit :

I/ BILAN

Actif	Exercice N		Exercice N-1	
	Brut	Amort. Et provisions	Net	Net

Passif	Exercice N		Exercice N-1	
	Total x		Totaux	
- Résultats cumulés			X	X
- Résultats de l'exercice		X		X
- Fonds de garanties		X		X
- Provisions pour risque et charges		X		X
- Parts spécifiques		X		X
•1 Valeurs nominales *	X	X	X	
•2 Compte correcteur	X		X	
•3 Dettes rattachées	X		X	
Parts ordinaires (par tranche de parts émises)				
•1 Valeurs nominales		X		X
•4 Compte correcteur	X			
•2 Dettes rattachées	X		X	
- Autres dettes		X	X	X
			X	
TOTAL				
		X		X

-
 (*) Dont montant portant rémunération non affecté par le risque de défaillance :X

La lecture des rubriques du bilan fait apparaître :

A l'ACTIF

- Les créances titrisées qui constituent les immobilisations les plus importantes du fonds, elles sont inscrites pour leur valeur nominale ou leur valeur de remboursement lorsque celle ci est différente, le compte correcteur apparaît en plus ou en moins, les intérêts courus non échus étant comptabilisés en créances rattachées.

AU PASSIF

- A l'emplacement traditionnel des fonds propres, sont inscrits les éléments qui constituent le boni de liquidation (résultats cumulés, résultats de l'exercice, fonds de garantie, provisions pour risques et charges)

- Les parts sont classées avant les autres dettes, les porteurs sont assimilés à des copropriétaires percevant une rémunération. Comme les créances, les parts sont enregistrées à leur valeur nominale, le compte correcteur apparaissant distinctement en plus ou en moins, les intérêts courus non échus étant comptabilisés en dettes rattachées.

- Les parts spécifiques et les parts ordinaires qui peuvent sont analysées par tranches émises font l'objet de rubriques distinctes.

II/ COMPTE DE RESULTAT

DEBIT	Exercice N		Exercice N-1	
-Charges financières				
•3 Sur parts spécifiques				

plus importante de l'activité du fonds, ils sont analysés sur plusieurs postes

- Les autres charges et les autres produits sont regroupés dans les postes respectifs autres charges et autres produits

- les frais de gestion et les commissions sont détaillés en annexe

De manière explicite l'annexe comporte l'ensemble des informations permettant aux porteurs des parts d'apprécier la situation financière du fonds et l'évaluation des risques courus au cours de l'exercice.

L'évaluation des risques est rappelons le comparée au montant des garanties existantes, cette comparaison se fait en tenant compte des éléments ci-après :

- Montant total des créances qui présentent des risques, créances inscrites dans la rubrique créances contentieuses, montant du risque d'irrecouvrabilité estimé, ainsi que la nature et le montant des garanties existantes ;
- Contenu et variation du poste Fonds de Garantie
- Contenu et variation du poste provisions pour risques

5- Les dispositions fiscales

Les produits résultant des actifs des FPCT sont pour les souscripteurs des revenus de placement à revenu fixe et sont en conséquence soumis à la taxe sur les produits des placements à revenu fixe.

Pour le fonds, il bénéficie au terme de la loi de l'exonération des droits et impôts suivants :

- Droits d'enregistrements et de timbres exigibles sur les actes relatifs à leur constitution, acquisition d'actifs, émissions - cessions d'obligations et de parts et sur les autres actes relatifs au fonctionnement du FPCT ⁽¹⁾
- L'impôt des patentes
 - L'impôt sur les sociétés et la PSN ⁽²⁾ pour les bénéfices réalisés dans le cadre de leur objet légal.

Il s'ensuit qu'il n'est pas prévu de dispositions particulières pour encourager les porteurs de parts sur le plan fiscal ; les avantages à mettre en avant resteront celles liées au produit lui-même ainsi que ceux inhérents à la fiscalité lors du fonctionnement du fonds de placement collectif en titrisation.

De ce fait, le FPCT bénéficie d'un régime fiscal de faveur, puisque l'ensemble des résultats est exonéré de l'impôt sur les sociétés. Le fonds bénéficie de la transparence fiscale et les produits qu'il distribue sont imposés entre les mains du porteur.

(1) titre 9.art 76 et 77 de la loi sur la titrisation des créances

(2) PSN : participation à la solidarité nationale

CHAPITRE II / PRESENTATION DE LA PREMIERE OPERATION :CREDILOG I

A/ DESCRIPTIF

Le lancement de la première opération a eu lieu le 11/04/2002. La société de titrisation a constitué le fond (FPCT) qui est véhicule d'acquisition des créances titrisées qui avoisinent le montant de 500.000.000 dh ce qui constitue un démarrage en force pour une première opération.

L'opération a été intitulée **CREDILOG I** créé à l'initiative de la banque cédante (CIH) et la société gestionnaire (Maghreb Titrisation). Le fonds qui est une copropriété comme souligné dans les chapitres précédants est effectivement constitué dès la date d'acquisition par celui-ci des créances constituant son actif initial. Ainsi , si la constitution du fonds a eu lieu le 11/04/2002 , l'acquisition des créances hypothécaires constituant le fonds ne s'est faite que le 22/04/2002 .

La liquidation anticipée du fonds peut intervenir par cession des créances restant à son actif dès que le montant résiduel du FPCT est inférieur à 10% du montant de l'émission de départ. Dans le cas contraire, il faudra attendre l'extinction de la dernière créance portée à son actif.

Des parts sont émises et souscrites par les investisseurs institutionnels ; rappelons que la loi ne prévoit pas d'autres catégories de souscripteurs : ils participent indirectement par le biais des OPCVM.

Le fonds est assuré contre le risque de défaillance des débiteurs par :

- Les garanties intrinsèques des prêts (hypothèques , assurances vie , caution etc)
- La constitution d'un fonds de réserve de manière progressive
- L'émission d'une part résiduelle qui supporte en priorité le risque de défaillance

- Les avances techniques de l'établissement cédant

Les parts émises par le fond sont réparties en parts prioritaires P1 et P2, en parts subordonnés S et en parts résiduelles R ⁽¹⁾. Le risque est supporté par les parts dans le même ordre .

1- Le gisement traité

Afin d'assurer le maximum de sécurité et les meilleures garanties de couverture contre le risque de non-remboursement indépendamment des autres mécanismes de rehaussement prévus ; le portefeuille à titriser a été choisi parmi les crédits présentant les caractéristiques suivantes :

(1) La Part résiduelle est souscrite par le cédant, supporte en priorité le risque de défaillance

- Lots de créances immobilières accordées à des particuliers amorties à taux fixes par des mensualités constantes et garanties par des hypothèques de premier rang.
- Les prêts sont tous assurés au moment de leur octroi par des assurances vie et incendie
- Les échéances sont payées mensuellement par prélèvement automatique à partir des émoluments des débiteurs tous fonctionnaires de la fonction publique dont le prélèvement de l'échéance est possible à partir de la DRPP ⁽¹⁾
- Les créances ne sont ni douteuses ni contentieuses au moment de leur cession.

Il apparaît clairement que pour assurer une sécurité maximale et une bonne protection des épargnants les critères de sélection des crédits éligibles ont été déterminés en privilégiant l'aspect sécurité; en effet l'opération pilote devra être un modèle et une référence pour les investisseurs et pour les émissions futures.

IL y a lieu de souligner que les créances cédées continueront à être gérées par le cédant, mais peuvent être transférées à une autre entité conformément à la loi. Le contrat de gestion est formalisé par une convention de remboursement signée entre la société de titrisation et la banque cédante.

Le Fonds peut effectuer des placements de tout ou partie de la trésorerie générée par les créances et en particulier le fonds de réserve qui ne sont pas encore distribués aux porteurs de parts.

En outre, le fonds ne peut acquérir de nouvelles créances après la constitution du fonds, cette disposition rappelons-le n'est pas encore prévue par la loi. L'exception à cette règle demeure la possibilité de remplacer les créances initialement acquises du fait de leur non-conformité aux critères de sélection arrêtés.

2- Les garanties complémentaires

- Un taux d'intérêt attractif par rapport au marché
- Le fond de réserve de 5% montant du nominal des créances au moment de la cession

- La garantie de PROPARCO
- L'émission des parts subordonnés pour les seuls porteurs des parts prioritaires et de la part résiduelle pour les parts subordonnés et prioritaires.

 (1) Direction des rémunérations prélèvements et pensions

3- Organisation de CREDILOG I et les intervenants

Comme nous l'avons avancé à l'occasion de l'analyse de la loi, la première expérience ne doit pas connaître une multiplication du nombre d'intervenants en raison de la taille du nouveau marché, du coût et du souci de simplification à réserver à cette opération pilote.

Aussi le premier établissement cédant est le Crédit Immobilier et Hôtelier en tant que détenteur du principal gisement de créances hypothécaires qui avec Maghreb Titrisation ont procédé à la création du premier fonds. Le CIH continuera à gérer les créances en tant que recouvreur en vertu d'une convention signée.

Maghreb Titrisation, joue son rôle d'établissement gestionnaire dépositaire et d'arrangeur aussi bien pour ce premier fonds que pour les fonds à créer avec d'autres établissements cédants qui en exprimeraient le besoin.

Plus précisément, la société de titrisation assure les fonctions suivantes :

- Gestion du fonds
- Etablissement du règlement du Fonds avec l'établissement cédant
- Représente le fonds à l'égard des tiers
- Etablit les comptes
- Assure l'information des porteurs des parts
- Désigne le commissaire aux comptes
- Détient en tant que dépositaire les actifs du fonds et sa trésorerie

Dans la pratique les services assurés par la société gestionnaire dépositaire sont rémunérés par des commissions de la part du FPCT, excepté pour la commission d'arrangement qui est payée par l'établissement cédant généralement en fonction du pool de créances à titriser.

Les autres intervenants sont :

- Le commissaire aux comptes : Deloitte & Touche , qui certifie les comptes du fonds et signale toute irrégularité à la société gestionnaire constatée .
- L'établissement garant : Proparco qui apporte sa caution au fonds pour le paiement des arriérés d'amortissement et de coupons sur les parts subordonnés .
- Le syndicat de placement : Caisse de dépôt et de gestion chef de

file

Le schéma suivant retrace l'ensemble des intervenants

Maghreb titrisation

recouvrement

gestion du fonds

cession des créances

trésorerie du fonds

sommes dues

Emission

De parts

Information

Les autorités monétaires interviennent pour l'octroi de l'agrément en faveur de la société gestionnaire dépositaire (par arrêté du ministre des finances) ; mais n'interviennent pas directement au moment du lancement de l'opération. Le conseil déontologique des valeurs mobilières reçoit la note d'information pour consultation et information, son visa n'est toutefois pas requis puisque l'on ne s'inscrit pas dans une opération d'appel public à l'épargne. Bank Al Maghrib recevra des informations périodiques d'ordre comptable relatives au fonds.

B- MONTAGE ET STRUCTURATION DE CREDILOG I

1- Sélection du pool :

Le pool est choisi avant la période de souscription des parts, les critères de sélection opérés sont :

- Nature : Prêts au logement
- Bénéficiaire : Particuliers
- Objet : acquisition et construction portant sur des logements individuels
- Situation des prêts : Non défaillants ou impayés à la date de la titrisation

- Etablissement cédant : Crédit Immobilier et Hôtelier
- Echéances : Constantes (intérêts +capital)
- Périodicité : Mensuelle
- Garanties : hypothèque de premier rang

2 Caractéristiques du pool

- Montant du portefeuille (CRD total) = 509.076.737 dh
- Nombre de prêts = 4.773
- Capital moyen restant du = 106.657dh
- Capital minimum restant du = 6.932 dh
- Capital maximum restant du = 407.382 dh
- Durée moyenne du portefeuille = 170 mois
- Durée moyenne pondérée du portefeuille = 176 mois
- Durée minimale du prêt = 04 ans
- Durée maximale = 20 ans
- Taux moyen du portefeuille = 12.19%
- Taux moyen pondéré du portefeuille = 12.10%
- Durée résiduelle moyenne = 82 mois
- Durée résiduelle moyenne pondérée =104 mois
- Date d'engagement minimale =01/09/87
- Date d'engagement maximale = 01/05/01
- Date d'échéance la plus tardive = 31/04/2021

CAPITAL RESTANT DU PAR TAUX STATUTAIRE

	NOMBRE	CRD (DH)	PART NBR	PART MT
11%	926	136 106 094	19%	27%
12%	1344	79 403 329	28%	16%
13%	2025	259 072 618	42%	51%
14%	420	29 681 942	9%	6%
15%	58	4 812 754	1%	1%
TOTAL	4773	509 076 737	100%	100%

Le portefeuille titrisé se trouve parmi les crédits qui affichent des taux historiques essentiellement compris entre 11 % et 13 % , soit parmi le portefeuille le plus rentable en terme de taux appliqués à la sortie . Evidemment , ce raisonnement simple est à relativiser par rapport aux coûts moyens historiques des ressources de l'époque de l'octroi de ces crédits . Cette information n'est pas disponible .

CAPITAL RESTANT DU PAR DUREE RESIDUELLE

	NOMBRE	CRD (DH)	PART NBR	PART MT
--	---------------	-----------------	-----------------	----------------

Jusqu'à 7 ans	2 714	189 245 160	57%	37%
Plus de 7 ans à 10 ans	932	128 485 461	20%	25%
Plus de 10 ans à 12 ans	543	93 702 924	11%	18%
Plus de 12 ans à 15 ans	343	58 207 030	7%	11%
Plus de 15 ans à 20 ans	241	39 436 162	5%	8%
TOTAL	4773	509 076 737	100%	100%

Le tableau montre que le pool a été focalisé sur les crédits à maturité courte soit 67 % en nombre de prêts et 72% en montant .

3 Structuration choisie

Deux types de parts sont choisis Parts prioritaires et Parts secondaires. Les premières sont réparties en deux tranches P1 et P2 ; la tranche P2 ne s'amortit que lorsque la tranche P1 est remboursée.

Les parts secondaires sont scindées en deux : Parts Subordonnées S et Part Résiduelle R.

Signalons que les parts subordonnées supportent en priorité le risque de défaillance des débiteurs , mais sont garanties par la caution de Proparco .

La structuration présente ses propres spécificités notamment pour la part subordonnée , nous pouvons néanmoins avancer qu'il s'agit d'une émission à tranches multiples type CMO (voir expérience américaine) de nature obligataire : les tranches donnent droit à des intérêts et capitaux réguliers à des doses fixées au préalable .

C/ FONCTIONNEMENT DU FONDS

1- Les caractéristiques des parts

- Montant total de l'émission : 500.000.000 dhs
- Parts prioritaires :
 - Parts P1 : 365.000.000 dhs
 - Vie moyenne : 3,15 ans, Maturité finale juin 2006
 - Parts P2 : 108.000.000 dhs
 - Vie moyenne : 9,89 ans, Maturité finale 31 juillet 2020
- Parts subordonnées S : 25.000.000 dhs
- Vie moyenne : 5,26 ans, Maturité finale 31 juillet 2020
- Parts résiduelles R : 2.000.000 dhs

Remboursée in fine par attribution du boni de liquidation

La cession des parts quelque soit leur catégorie par le fonds se fait en une seule fois à condition qu'elles soient entièrement libérées .

Les parts sont des valeurs mobilières au sens de l'article 6 de la loi , revêtant une forme nominative ; elles sont inscrites en compte au nom du titulaire .

2-Le système d'amortissement

Pour les parts prioritaires P1 et P2

- Amortissement trimestrielle selon un échéancier indéterminé
- Amortissement séquentielle de P1 et P2 en cas d'amortissement accéléré
- P2 commencent à s'amortir après amortissement complet des parts P1

Pour les parts subordonnées

- Amortissement trimestrielle , supportant en priorité les risques après la part résiduelle ; mais totalement garanties par Proparco

Pour la part résiduelle

- Souscrite par le cédant , elle est amortie après amortissement des autres catégories de parts . A chaque date de distribution le porteur de cette part reçoit le montant résiduel inscrit au compte d'accueil après règlement des avances , commissions et virement du montant fixé pour le compte de réserve .
- A la liquidation du fonds , cette part sera remboursée par attribution du boni de liquidation s'il y a lieu .

Le cas particulier de l'amortissement accéléré

Le fonds rentre dans une phase d'amortissement accéléré dans les cas suivants :

- Le ratio de perte nette⁽¹⁾ est supérieur à 5% la première année , 5.50% la deuxième ; 6% la troisième , 7 % pour les dates survenant après la quatrième année .
- Le ratio d'impayés ⁽²⁾ est supérieur ou égal à 5% pendant deux trimestres consécutifs et le taux de réduction du compte de réserve est supérieur à 40% du seuil de réserve .
- En cas de manquement grave du cédant par rapport aux obligations consignées dans la convention de cession ou de recouvrement .
- En cas de faillite , redressement judiciaire ou retrait d'agrément aussi bien à l'encontre du cédant ou de l'établissement gestionnaire dépositaire .

En cette période , les parts P1 et P2 s'amortissent trimestriellement en pari- passu en fonction du capital restant dû sur ces parts . Les intérêts sont versés

trimestriellement pour les parts P et S .
 Les parts de type S voient leur amortissement suspendu jusqu'à l'amortissement définitif des parts P1 et P2 . Tout paiement à la part résiduelle est subordonné .

3- L'échéancier

L'échéancier indiqué dans le tableau ci-après est donné à titre purement indicatif pour les différentes parts puisque les échéanciers prévisionnels peuvent varier en fonction des événements possibles suivants :

- Les débiteurs ont la possibilité de se libérer par anticipation d'une partie ou de toute leur créance ; ces remboursements auront tendance à accélérer l'amortissement des parts P1 et de P2 après complet amortissement de P1.
- L'amortissement de P1, P2 , et S et le service des intérêts y afférent se font plus rapidement dans le cas d'un Amortissement accéléré .

L'échéancier proposé dans titrilog I tient compte d'un taux de remboursement anticipé de 3% et d'un taux de déchéance annuel de 2% ; hypothèse pessimiste qui est de nature à rassurer amplement les Investisseurs . Cette prudence maximale conjuguée à la nature du portefeuille titrisé font des parts des valeurs mobilières sûres .

En outre , les taux avancés de remboursements anticipés et de déchéance ont été retenus sur la base de l'observation de données statistiques d'un échantillon de créances assimilés au pool titrisé .

Dans tous les cas où il y a variation du collateral , Maghreb Titrisation procède à l'établissement d'un échéancier actualisé prévisionnel relatif aux différentes parts sur la base des observations du semestre précédant la publication du nouvel échéancier .

Tableau descriptif des parts

	Part P1	Part P2	Part S	Part résiduelle
Nombre de parts	3650	1080	250	1
Montant nominal unitaire	100 000	100 000	100 000	-
Nominal initial total (dh)	365 000 000	108 000 000	25 000 000	2 007 144.53
Prix d'émission	100%	100%	100%	100%
Prix de remboursement	100%	100%	100%	indéterminé Boni de liquidation
Durée de vie moyenne (an) (*)	2.97	9.39	4.97	-
Date de maturité	janvier 2009	janvier 2018	janvier 2018	-
Coupon **	TZR + 55 PB (6.22%)	TZR+55 PB (7.32%)	TZR+25 PB (6.29%)	-
Rythme de paiement	trimestriel	trimestriel	trimestriel	indéterminé
Forme de parts à l'émission	nominative	nominative	nominative	nominative

* Prévisionnelle (2% déchéance , 3% remboursement anticipé)

** TZR taux zéro risque évalué sur la base d'un échéancier théorique (0% déchéance , 0% remboursement anticipé)

Source : Maghreb Titrisation

La durée de vie moyenne n'est donnée qu'à titre indicatif car elle ne devient effective qu'en fonction des remboursements anticipés des créances ou de l'usage

de la liquidation par anticipation du fonds .

Pour les coupons , il ne sera pas versé d'intérêts aux porteurs de parts en cas d'arriéré de coupon .

L'allocation des flux en capital et intérêts se fait par ordre de priorité de paiement de la manière suivante :

- 1 Commissions
- 2 Coupons à verser aux porteurs de parts
- 3 Parts d'amortissement à verser aux porteurs de parts
- 4 Allocation en compte de réserve
- 5 Paiement de la part résiduelle à l'établissement cédant

Concrètement , le recouvrement des créances s'opère par l'ouverture par le cédant dans ses livres d'un compte spécifique qu'il alimente au fur et à mesure du recouvrement des sommes reçues en principal , intérêts et accessoires .

A chaque date de versement suivant la date d'arrêté d'un mois de référence , la Banque communique à la société de gestion par support informatique le fichier reporting ainsi que l'arrêté du compte spécifique .

A la date de versement , le recouvreur crédite le compte d'accueil par le débit du compte spécifique pour le montant global inscrit ainsi que des bonifications prévues dans la convention de cession .

A la réception de l'envoi de l'établissement cédant , la société gestionnaire tire un solde entre les montants effectivement reçus via le compte d'accueil et les sommes devant être reçues selon le fichier reporting . En cas de solde positif , le montant sera restitué à l'établissement cédant à la date de régularisation , dans le cas contraire , le cédant verse la différence au crédit du compte d'accueil à la même date .

4- Règles de calcul et allocation des flux

1 Quotes parts prioritaire et subordonnée

La quote part prioritaire à l'issue de chaque date de paiement trimestrielle , est égale au taux de réduction du nominal appliqué aux parts prioritaires .

La quote part subordonnée à l'issue de chaque date de paiement trimestrielle , est égale au taux de réduction du nominal applicable aux parts subordonnées .

2 Base trimestrielle d'amortissement des parts prioritaires

Cette base est égale à la somme :

- 1 de la quote part prioritaire du principal constaté à la date d'arrêté du trimestre de référence , augmenté du montant total de principal remboursé par anticipation au cours de ce trimestre de référence ;
- 2 de la quote part prioritaire , constaté à la date d'arrêté du trimestre , du CRD des créances qui ont été déchués de leur terme au cours de ce trimestre de référence .

- Base trimestrielle d'amortissement des parts subordonnées

Cette base est égale à la somme :

- 1 de la quote part subordonnée du principal constatée à la date d'arrêt du trimestre de référence augmentée , si les parts P étaient totalement amorties à l'issue de la précédente date de paiement trimestrielle , du montant total de principal remboursé par anticipation au cours de ce trimestre de référence ;
- 2 de la quote part subordonnée , constaté à la date d'arrêt du trimestre de référence , du CRD des créances qui ont été déchues de leur terme au cours de ce trimestre de référence .

4-1 Coupons

A chaque trimestre , les parts prioritaires et subordonnées donnent droit à un coupon trimestriel égal au quart du taux facial et du CRD de la part . Le montant du coupon dû au titre de la première période d'intérêt sera calculé prorata temporis .

4-2 Circuits des flux

Les paiements relatifs à ces allocations de flux sont effectués à la date de paiement correspondante à cette date de versement , soit 6 jours ouvrés après la dite date de versement .

A chaque fois qu'il s'agit de débiter un compte du fonds , ce débit doit s'effectuer en fonction du solde créditeur disponible sur le compte de telle manière qu'aucun compte n'enregistre de solde débiteur .

- 5 **Le compte d'accueil** : est crédité des sommes versées par le recouvreur mensuellement par le débit du compte spécifique , des bonifications et des produits financiers constatés sur le compte d'accueil et sur le compte de réserve à cette date de versement . Il est débité et crédité en fonction des régularisations opérées par la société gestionnaire dépositaire .
- 6 **Avances techniques** : si les avances présentent un encors non nul , la société gestionnaire ordonne pour que le cédant soit remboursé à la date de paiement correspondante du montant par le débit du compte d'accueil ou par le débit du compte de réserve en cas d'insuffisance du solde créditeur du compte d'accueil .
- 7 **Arriérés de commissions, de coupon ou d'amortissement** : Elles seront puisées d'abord du compte d'accueil , si le solde n'est pas suffisant du compte des avances techniques et le cas échéant par le débit du compte de réserve pour le parts P1 et P2 . Pour le parts S , même en cas d'insuffisance sur le compte de réserve comme dernier recours , il existe la possibilité de mise en jeu de la garantie de Proparco .

5-Negociabilité

Quelques assurances sont données par le syndicat de placement pour assurer un minimum de liquidité des parts sur le marché secondaire ; mais rien ne montre une évolution favorable dans ce sens pour le moment . Plus encore , le rachat de parts n'est pas prévu pour les porteurs de parts .

La négociabilité de ce fait ne peut avoir lieu qu'entre les investisseurs eux mêmes , les parts feront l'objet d'une négociabilité restreinte et les supports adéquats seront arrêtés entre les membres du syndicat de placement . Il n'y aura pas de cotation à la Bourse .

Les parts sont inscrites auprès de Maroclear (dépositaire central) , les frais de cette inscription sont à la charge du fonds

6- Mécanismes de couverture des risques

Pour couvrir les risques de taux , de crédit , et de liquidité que pourrait subir les porteurs de parts ; il y a lieu de relever que ces couvertures sont soit inhérentes au portefeuille lui même avant sa titrisation d'une part ainsi que des mécanismes de rehaussement prévus à l'occasion du montage de l'opération Credilog I :

- 1 Différentiel d'intérêts entre le montant des intérêts dûs par les débiteurs et la somme des intérêts payables aux porteurs de parts et des commissions dues par le fonds .
- 2 Avances techniques : effectuées par le cédant en cas d'insuffisance de reversements ; ces montants ne sont pas rémunérés au profit du cédant . Au cas où le plafond de réserve est atteint (6% Des CRD dans titrilog I) le cédant ne sera plus tenu d'effectuer des avances .
- 3 Fonds de réserve : Les produits financiers nés des placements des sommes contenues dans ce compte de réserve sont reversés au compte d'accueil . Si le seuil de réserve est atteint , aucune distribution en deça de ce seuil ne sera possible pour le compte du porteur de la part résiduelle . Le seuil est de 5% en période d'amortissement normal et de 8% en période accélérée .
- 4 Emission de parts prioritaires et subordonnées : voir supra
- 5 Caution de Proparco : qui garantit les parts de type S .
- 6 Garanties liées aux prêts titrisés : hypothèques , assurances ,

7- Frais & commissions

Les commissions supportés par le fonds sont :

commissions	Date de versement	Base de calcul
Commission de recouvrement due à l'établissement initiateur	trimestrielle	0.5% L'an du CRD des créances vivantes en début période de calcul
Commission de gestion due à la société gestionnaire	trimestrielle	0.3% l'an du CRD des créances vivantes en début période de calcul
Commission due à la société gestionnaire en tant que dépositaire	trimestrielle	0.05 % L'an du CRD des créances vivantes en début période de calcul

A ces commissions , il faut ajouter d'autres frais supplémentaires tels les frais de commissariat aux comptes , de tenue de comptabilité et d'inscription auprès de Maroclear .

Le cédant prend en charge les frais de constitution du fonds , de prénotation , d'inscriptions hypothécaires , d'émission , d'impression et de diffusion de tout document et de placement des parts .

Il faut souligner le surcoût engendré par les frais de la conservation foncière

dont les droits exigés pour chaque bordereau est de 150 dh aussi bien au titre de la première phase de prénotation que pour la deuxième phase de mutation ou de cession effective . Notons au passage que le délai séparant les deux phases ne dépasse guère une semaine . Une solution à négocier avec les autorités est à prévoir lors des prochaines émissions pour alléger ce coût et prévoir un montant unique par bordereau .

L'établissement gestionnaire dépositaire supportera les frais de fonctionnement normal du fonds qui ne sont pas supportés par un autre intervenant .

D/ - APPRECIATION CRITIQUE

L'analyse de la première opération laisse apparaître une solidité du montage tant au niveau du choix du pool de créances titrisées qui présentent une faible probabilité de non-paiement des échéances à leur dates qu'au niveau des mécanismes de garantie et de rehaussement prévus. Par ailleurs, le temps de préparation assez important de cette opération a laissé aux fondateurs du Fonds la latitude pour anticiper sur plusieurs événements possibles pouvant influencer négativement sur le bon déroulement de cette opération : en effet, il est de la plus haute importance de réussir CREDILOG I car toute la crédibilité future de ce nouveau compartiment en dépend.

Il y a néanmoins un sentiment de non exhaustivité en raison d'un aspect particulier de cette opération qui est la notation ; cela bien entendu n'enlève rien à la qualité de l'émission auprès de certains investisseurs institutionnels ; la notation ou Rating aurait certainement apporté un plus à cette émission ; rappelons que la notation est un outil de mesure de risque de crédit très indicatif chez les investisseurs qui de surcroît est obligatoire dans toutes les opérations de titrisation au niveau international. La loi marocaine ne cite pas cette technique, mais rien n'empêche que lors d'émissions futures il soit fait appel au rating et un amendement de la loi n'est pas nécessaire puisqu'il laisse la porte ouverte aux fondateurs de FPCT la latitude de prévoir tout mécanisme supplémentaire de garantie ou de rehaussement.

Néanmoins nous pouvons poser quelques interrogations et incertitudes par rapport aux émissions futures que nous pouvons résumer en l'insuffisance de liquidités des parts, en effet ce point est une condition importante pour l'engouement futur des investisseurs et pour

l'émergence d'un marché secondaire permettant la mobilisation accrue de l'épargne en faveur du logement et peut être même pour d'autres secteurs de l'économie .

Deuxième constat , l'opération présente tous les ingrédients de sécurité et de rentabilité des parts ce qui en constitue une opération pilote et la première référence sur le marché marocain , rien n'a été laissé au hasard pour séréniser l'investisseur : surdimensionnement

adéquat , pool de créances hypothécaires trié sur le volet et à très faible taux de chute , rentabilité attrayante par rapport au marché etc . A la lumière de ces

éléments , ne rend –on pas plus difficile les émissions futures qui peuvent ne pas réunir les mêmes ingrédients.

En terme de garantie et rehaussement , pour la première fois en comparaison à d'autres émissions à l'étranger , les parts subordonnées qui d'habitude garantissent les parts prioritaires et supportent en priorité le risque de défaillance des débiteurs sont elles mêmes garanties par un organisme externe Proparco sans compter bien sûr les autres formes de garanties prévues ,. Cela démontre encore une fois l'aspect sécurité qui est amplement privilégié

A contrario , les parts subordonnées sont d'habitude rémunérées au taux le plus fort avec un spread à l'émission plus important car supportent en premier le risque ; dans titrilog I on leur applique un taux bas car couvertes par une garantie spécifique .

Côté cédant , il faut noter à l'évidence que le refinancement à un taux facial moyen de 6.40% est intéressant au vu du coût moyen élevé de ses ressources , mais surtout grâce à la facilité avec laquelle ces fonds sont levés sur le marché ce qui certainement n'aurait pas été le cas dans le cadre d'un refinancement classique de type obligataire .

Le succès en matière de souscription dénote d'une réceptivité certaine de la part des investisseurs face à un produit dont l'acculturation n'est certes qu'au début de son parcours . Ce succès résulte d'avantages évidents pour l'investisseur , de la solidité du montage , des garanties apportés et en fin de l'effet nouveauté .

CHAPITRE III / IMPACTS ET PERSPECTIVES DU DEVELOPPEMENT DE LA TECHNIQUE

Nous l'avons souligné en première partie, le marché de l'immobilier est fortement capitalistique. De ce fait, le nombre d'intervenants est limité et le marché peut être sujet à des crises de liquidité. Cette situation est vécue au Maroc de manière conjoncturelle et implique donc un marché sujet à de fortes fluctuations.

Les expériences étrangères notamment aux Etats unis et en France montrent que la titrisation s'est propagée en premier lieu aux actifs immobiliers avant de s'attaquer à d'autres actifs. Elle représente aujourd'hui une forme éprouvée de Financement

de l'immobilier.

Il est admis que pour réussir les premières opérations de titrisation au Maroc, des efforts doivent être focalisés sur un certain nombre de points qui nous semblent essentiels pour faciliter l'aspect refinancement des banques pour qu'elles interviennent régulièrement et massivement dans le secteur de l'habitat

Par ailleurs, tous les établissements de crédit ne ressentent pas de la même manière la nécessité de recourir à cette technique car si l'on exclut les ex OFS, les banques abstraction faite des ex OFS sont favorisées par le faible coût de leur ressources. Aussi, un recours éventuel à cet instrument relèverait d'une titrisation offensive faite dans le souci de mieux gérer la banque sur le plan de l'ALM, pour mieux appréhender la gestion du risque futur ou tout simplement pour pallier à des retournements de conjoncture ou fluctuations des marchés des capitaux.

Le cas est différent pour les Banques en difficulté qui ont le plus souvent besoin de capitaux importants pour intervenir dans des secteurs prioritaires encouragés par les pouvoirs publics et nécessitant des fonds que les seules ressources propres ne peuvent satisfaire. Aussi vivent-elles structurellement des problèmes de refinancement quasi- permanents.

Par ailleurs, intervenant dans des secteurs fortement capitalistiques et hautement risqués, la titrisation peut s'avérer une des solutions pour améliorer la gestion des bilans de ces organismes. On s'inscrit alors à ce niveau dans le cadre d'une titrisation défensive.

A - Les facteurs pouvant retarder le décollage de la technique

1- facteurs liés aux cédants

- *Le caractère relativement coûteux de ce mode de refinancement :*

Le montage d'une opération peut s'avérer onéreux en raison de l'apprentissage tels la formation et le recrutement de personnel qualifié, la mise en place d'un système informatique adapté et les coûts administratifs entre autres.

S'il est vrai que les premières opérations seront probablement coûteuses au Maroc, en raison du démarrage d'une technique nouvelle, il n'en demeure pas moins que la réduction voulue par le législateur du nombre d'intervenants sur les opérations est de nature à contribuer d'avantage à la réduction des charges inhérentes aux différents montages envisagés. En cas de succès des opérations, entraîneraient à coup sûr d'autres économies en raison de l'apprentissage et de l'amortissement progressif des charges fixes.

La limitation de la titrisation au Maroc dans une première phase aux seules créances hypothécaires faciliterait davantage les choses puisque les créances sont gérées initialement par des banques cédantes qui bénéficient de la capacité technique pour gérer juridiquement,

administrativement, comptablement les créances. Ce savoir-faire pourra être capitalisé par la société gestionnaire mais affiné davantage dans le cadre de la structuration des pools de créances.

1 *Les mécanismes de couverture et de garantie du risque de défaillance :*

Le choix d'un mécanisme de garantie peut décourager les cédants en raison du coût supplémentaire que cela implique. Il faudra néanmoins nuancer cette crainte puisque les créances portent en elles-mêmes des garanties le plus souvent suffisantes prises lors de l'octroi des crédits :

- les assurances vies et incendies ;
- plusieurs clients voient leurs échéances de prêts prélevées à la source (par l'employeur)
- L'hypothèque

La garantie hypothécaire peut néanmoins dans certain cas se présenter en tant que garantie insuffisante en raison d'une quotité de financement trop importante à l'origine ou d'une dépréciation subite de la valeur du gage .

2 *Les primes à l'émission ou spread :*

Elles sont certainement un facteur de surcoût en raison de la méconnaissance du produit par les investisseurs. Les cédants doivent s'acheminer à des niveaux de spread proche de l'émission des obligations afin de diminuer leurs coûts. Il faut néanmoins prévoir que dès que la confiance aura été installée au niveau du marché la régulation des spread se fera automatiquement, de même que les fonds à échéance aléatoire n'ont pas un risque identique que les fonds dont l'échéancier est fixe.

- *Le niveau des marges et des taux sur le marché global des capitaux :*

Il peut dans certains cas retarder l'émission de parts de FPCT. Les banques commerciales accordent de plus en plus de crédit à taux très modéré en se basant sur un coût moyen de leur ressource à vue inférieure à celui du marché financier. Or ce n'est pas idéalement la conjoncture propice pour un recours massif à la titrisation car rappelons-le ; elle ne devient intéressante pour le cédant qu'en cas de renchérissement du coût moyen de ses ressources ou en cas de difficulté à lever des fonds sur le marché sous sa propre signature.

De ce fait les principaux bénéficiaires de cette technique sont en premier lieu les banques publiques marocaines qui vivent toutes de la même manière un

coût des ressources très élevé conjugué au problème de trouver des fonds à maturité longue et moyenne pour financer de façon adéquate des emplois de maturités similaires.

- *Le caractère limité du gisement hypothécaire :*

Le gisement exclusif pour la titrisation dans le contexte marocain ; du moins dans sa phase de démarrage, est le gisement des créances hypothécaires. Or, il se trouve que les deux

seules banques disposant d'un gisement important sont le Crédit Immobilier et Hôtelier et le Crédit Populaire du Maroc.

Il en résulte que le champ d'action s'en trouve fortement réduit en raison du faible intérêt des autres établissements de crédit pour le financement du secteur de l'Habitat ; bien qu'il faille nuancer dans le sens où certaines banques ont créé des filiales spécialisées pour cette activité.

Cet engouement récent pour le secteur est de nature à élargir le gisement des créances hypothécaires sur le moyen et long terme, mais ne permet pas encore d'affirmer au vu de la structure actuelle des taux et du coût moyen des dépôts à vue des banques que la titrisation présente de réelles opportunités pour l'ensemble du secteur bancaire.

Il apparaît clairement que le Crédit Immobilier et Hôtelier sera le principal bénéficiaire de cette technique dans l'immédiat eu égard au coût élevé de ses ressources. Cette technique est une contribution à l'amélioration de sa gestion active passive dans le contexte actuel caractérisé par un effort important entrepris en matière de redressement de cet important établissement public.

- Excepté le CIH et dans une certaine mesure les ex OFS, le besoin de refinancement ne se refait pas sentir avec acuité en raison du volume important de dépôts non rémunérés des banques commerciales traditionnelles.

Nous pouvons en conclure qu'il y a aujourd'hui un nombre limité de banques qui auront recours à cette technique dans une première étape soit parce qu'elles vivent des difficultés passagères en matière de trésorerie ou parce qu'elles ont une signature dégradée qui ne leur permet pas de lever des fonds de manière facile.

2- facteurs liés aux investisseurs

- *Difficulté d'appréhender le couple risque rendement :*

Face à ce produit d'apparence complexe ; les investisseurs institutionnels peuvent dans une première étape montrer quelques hésitations. En effet, ces prêteurs traditionnels sont les seuls autorisés par le texte de loi à souscrire lors des premières opérations.

Rappelons que ces institutions sont les compagnies d'assurance, les mutuelles les caisses de retraite, les OPCVM et les établissements de crédit.

Cette incompréhension peut amener ces institutions à réclamer une prime de risque élevée (spread) qui peut remettre parfois en cause l'opportunité pour le cédant de se dessaisir de ses actifs.

Cette attitude trouve son fondement dans l'incertitude des investisseurs à mesurer réellement la rentabilité des parts de FPCT et les risques éventuels encourus.

- *Le risque de remboursement anticipé :*

Ce risque quoique gérable, peut également rebuter les investisseurs qui demanderont des compensations supplémentaires en spread. IL est vrai que les références en matières de comparaison des parts de FPCT sont les obligations et les bons du trésor. Aussi, l'avantage comparatif doit être suffisamment clair pour que l'investisseur puisse pencher vers ce nouveau placement d'autant plus que les obligations et les bons du trésor présentent des avantages en terme de sécurité et de négociabilité.

Il y a lieu, toutefois de nuancer ces affirmations puisque le lancement d'opérations de titrisation peut ne pas coïncider avec des périodes où l'offre en produits classiques est suffisante sur le marché.

Le problème majeur réside donc dans la latitude à quantifier ou valoriser le risque de remboursement anticipé des créances adossées aux parts, cette quantification doit être une partie intégrante du prix de cession.

La difficulté est d'autant plus grande qu'il est ardu de s'attaquer à ce problème au moment de la souscription lors du lancement des opérations car ce risque dépend de la fluctuation et changement de plusieurs variables de l'environnement bancaire et financier dont la principale est bien sûr le taux d'intérêt.

En cas de baisse de taux, les emprunteurs auront tendance à rembourser par anticipation leurs crédits ou de procéder aux rachats. En effet, les stades de remboursement du capital et les coûts de swap de la créance inhérents aux formalismes juridiques et aux différentes commissions sont autant d'éléments dissuasifs.

A contrario, certains emprunteurs trouveront un avantage à racheter leurs créances et constitueront de ce fait un risque potentiel pour les détenteurs des parts de FPCT qui verraient leur investissement diminuer de rentabilité.

- Le risque de liquidité

Enfin, il ne faut pas perdre de vue le manque de liquidité des produits de titrisation. L'investisseur, même s'il a un rendement intéressant recherche toujours une bonne négociabilité.

Nous savons, que la loi actuelle sur le fpct ne prévoit pas à l'image des OPCVM de possibilité de rachat des parts. En Europe et aux Etats Unis ce problème de liquidité est contrecarré par la possibilité offerte de coter ces parts au niveau du

Marché Secondaire et par une familiarisation accrue avec ces produits.

Cette négociabilité est prévue par le texte de loi au Maroc, mais elle reste limitée à une liste d'investisseurs connus.

3 Le déficit de communication

Tant à l'égard du public que des investisseurs, l'information sur cette technique a été insuffisante avant le lancement de la première opération.

Le temps relativement long de gestation aurait pu être mis à profit pour réaliser un véritable travail de sensibilisation pour espérer une bonne réaction du marché lors des premières opérations de titrisation.

Cet effort n'est pas l'apanage d'un seul intervenant, mais d'un effort conjugué de l'ensemble des intervenants, promoteurs de la technique et autorités qui comptent énormément sur le marché hypothécaire pour résoudre du moins partiellement le problème de financement du logement.

Il y a lieu néanmoins de souligner le travail de proximité réalisé auprès des investisseurs institutionnels pour leur présenter aussi bien la technique que le produit et ce en guise de préparation du lancement de la première opération.

La communication devrait surtout être canalisée vers les investisseurs lors des premières opérations avec toute de fond un principe sacro-saint en matière de titrisation qui veut que les parts de FPCT soient à dissocier de l'image du cédant ; que ces parts sont des valeurs sûres en raison de toutes les assurances prévues par la loi et par les émetteurs : le risque d'impayé est appréhendé à l'origine et il est couvert.

En cas de faillite éventuelle du cédant, les clients emprunteurs pourront continuer à payer auprès du FPCT ou auprès de tout agent recouvreur (banque ou Autre).

Quant à la rentabilité proprement dite des parts, elle dépendra du marché ; en réalité ce serait le taux de référence des bons du trésor (benchmarking) plus une marge qui peut selon les cas rendre les parts attractives.

Ce sont là quelques éléments importants à mettre en avant pour véhiculer une information simple et concise pour les investisseurs.

B- L'INSTAURATION D'UN MARCHE HYPOTHECAIRE

1-Les conditions nécessaires

Tant que le Marché Secondaire des FPCT n'aura démarré et tant que le champ des investisseurs n'aura pas été élargi à d'autres épargnants que les institutionnels ; nous ne pouvons pas prédire le développement du marché hypothécaire Marocain. La cotation des parts est un élément fondamental pour assurer la liquidité de ces

instruments et leur développement. Acheter le papier à l'émission pourra s'avérer insuffisant pour créer un réel marché hypothécaire encore faut-il en assurer son échange au niveau d'un marché secondaire dans les meilleures conditions.

Pour dynamiser le marché secondaire, il est indéniable que les sociétés de Bourse pourront jouer un rôle prépondérant en matière de placement. La Caisse de dépôt et de gestion en tant que premier établissement financier du pays aura un double rôle en tant qu'investisseur sur le marché primaire et animateur de premier plan au niveau du Marché Secondaire.

Coté cédant, il faudra s'attendre à un rôle très actif du Crédit Immobilier et Hôtelier en tant que représentant de l'essentiel du gisement des créances hypothécaires du pays. A Terme le rôle des Banques sera de plus en plus important.

2 La titrisation, outil de développement du marché

De fait, la titrisation gagnera du terrain s'agissant d'une tendance naturelle pour compléter le champ de couverture du marché des capitaux marocain, cette présence sera d'autant plus affirmée que les textes réglementaires connaîtront un assouplissement qui devrait toucher aussi bien les intervenants que le champ global d'application de la technique.

Les pouvoirs publics avaient au départ pour objectif l'institution d'un réel marché hypothécaire permettant la levée des fonds nécessaires pour le financement du logement. La promulgation du texte de loi a montré que ce dernier s'est surtout attaché à livrer tous les éléments relatifs à l'introduction de la technique de la Titrisation dans le paysage financier marocain qui n'est qu'un aspect du marché hypothécaire au sens large.

Ainsi, nous déduisons-nous que le marché hypothécaire qui voit le jour fonctionnera de manière unidimensionnelle car usant d'une seule technique qui trouve son application sous d'autres cieux aussi bien pour les créances hypothécaires que pour toute autre créance.

Eu égard à ce qui vient d'être expliqué, il faudrait faire une distinction très nette entre la titrisation qui est une technique qui peut couvrir toute recette possible ; et le mécanisme de refinancement de créances hypothécaires grâce à des agences ou intermédiaires financiers tels la CRH en France ou les agences fédérales telles qu'elles ont fonctionné aux Etats Unis.

Il s'agit ici d'une titrisation d'ordre individuel qui constitue la forme la plus achevée et c'est celle qu'a choisi le Maroc pour développer le refinancement du crédit hypothécaire. Ce choix nécessite plus de technicité au niveau de sa mise en place.

Qu'il s'agisse de promouvoir une technique nouvelle ou de créer un cadre organisé de refinancement des crédits hypothécaires pour l'ensemble des établissements prêteurs pour le logement ; le but recherché est le même : permettre un financement aux meilleures conditions possibles en faveur du logement et par ricochet une contribution au développement du marché de capitaux. Ainsi donc,

pour les autorités l'objectif reste le même consistant à promouvoir une

technique en tant que moyen et l'émergence d'un marché hypothécaire au sens large comme conséquence.

C- Recommandations pour la réussite du Marché

1-L'impératif de l'amélioration de l'information disponible

A ce propos, il y a lieu de souligner l'importance de la qualité de l'information disponible et de sa nature pour les montages à préparer.

En termes généraux, il n'est pas surprenant que le refinancement de l'immobilier par les marchés de capitaux requiert une transparence et un niveau d'information en continu plus important que lorsque ce financement avait vocation à rester dans un bilan bancaire jusqu'à amortissement complet. La liquidité apportée par les marchés suppose que des décisions d'achat et de vente puissent être prises à tout moment et à bon escient, c'est à dire sur la base d'informations à jour.

L'analyse effectuée sur un portefeuille de prêts immobiliers étant directement liée à la qualité de l'immobilier sous jacent ; il paraît illogique de maintenir une surveillance continue sur le portefeuille immobilier financé (statut d'occupation, degré de maintenance, etc....) mais un certain nombre de vérifications s'imposent au moment du montage des opérations de titrisation :

- Vérification du titre foncier :

Des vérifications sont souvent nécessaires pour s'assurer de l'authenticité du titre foncier objet de l'hypothèque, en effet, des tronquages peuvent exister dans les cas de grands ensembles immobiliers réalisés par les promoteurs publics en raison du temps qui peut s'écouler entre les dates de réservations de logements, le temps de création des titres fonciers parcellaires, des régularisations auprès de la conservation foncière et la date de mise en place des prêts auprès des établissements de crédit.

- Couverture en matière d'assurances :

Au moment de l'analyse du paquet à titriser, la couverture par les assurances vie et incendie doivent être vérifiées avec vigilance car la signature par les emprunteurs des bulletins d'adhésion des polices d'assurances ne veut dire nullement que les effets de l'assurance sont valables sur le plan juridique. Dans le cas des adhésions aux assurances groupes encore faut-il que la compagnie ait marqué son accord sur l'adhésion proprement dite.

Dans le cas des assurances souscrites directement par les emprunteurs auprès des compagnies de leurs choix, il faudra s'assurer que les renouvellements se font régulièrement.

Des négligences au niveau de ces points de contrôle constituent un risque potentiel de non-remboursement en cas de décès de l'emprunteur ou d'incidents affectant le gage donné en garantie.

- Expertises des gages :

Très peu d'établissements de crédit disposent réellement d'un suivi structuré des garanties types hypothèques durant la vie des prêts accordés.

On sait que la valeur des gages donnés en garantie peut facilement être altérée pour des raisons diverses, la dégradation peut survenir si le gage est donné en location lorsque l'emprunteur indélicat touche les loyers et arrête le versement des traites à l'organisme prêteur ou lorsqu'il recourt à la pratique du pas de porte encaissant le prix de la cession en contrepartie d'un loyer bas.

Dans ce cas, la banque n'a plus de possibilité pour garantir le paiement des échéances excepté un recours en justice pour obtenir la saisie des loyers qui dans la plupart des cas s'avèrent nettement insuffisants pour amortir le prêt.

L'expertise des gages de manière rapprochée peut également révéler une dégradation des lieux qui peut être due à un manque d'entretien de la part de l'occupant ou d'une défaillance de la part d'un Syndic quant aux parties communes des immeubles en copropriété.

La perte de valeur d'un bien immobilier peut aussi être le fait de la détérioration de l'environnement immédiat de la situation du gage (pollution résultant de la création a posteriori d'unités industrielles, de commerces à caractère polluant, de surpeuplement etc).

- Paiement des droits et taxes :

Le trésor étant un créancier privilégié, le recouvrement des différents droits et taxes constitue un risque potentiel en cas de non-acquittement par le propriétaire. La Banque se trouve en conséquence reléguée dans le cas de défaillance de l'emprunteur.

- L'analyse des sources de revenu :

Une attention particulière est accordée aux revenus des emprunteurs du fait qu'ils sont en dernier ressort la plus importante garantie de génération de flux à verser aux porteurs de parts de FPCT.

Aussi, lors de la constitution du pool à titriser il sera accordé une préférence aux prêts dont les titulaires présentent une quasi-certitude quant aux versements périodiques des échéances aux dates convenues.

Ces certitudes peuvent facilement être appréhendées à travers les modes de prélèvements et à la qualité de chaque emprunteur. En tant que salarié, on s'intéressera à son ancienneté dans l'entreprise lorsqu'il s'agira du secteur privé. Le fonctionnaire exerçant dans le secteur public présente l'avantage du système de

prélèvement de l'échéance à la source instauré en faveur de tous les établissements de crédit et sécurisé davantage grâce au système de réservation.

2 Un recouvrement des arriérés mieux assuré

Que ce soit pour la Banque prêteuse ou pour le FPCT, le recouvrement des impayés qui peuvent surgir durant la vie du prêt revêt une grande importance. Aujourd'hui il est difficile voir impossible de connaître avec précision quels sont les coûts et délais liés à la résolution des prêts immobiliers en difficulté.

La durée de l'approche judiciaire est longue et incertaine du fait de tous les incidents de procédure qui peuvent se produire et qui pour être dépassés doivent voir une réforme

judiciaire très profonde s'instaurer tant en matière de textes de lois que des procédures judiciaires. Aussi, l'approche amiable semble être de plus en plus prisée en attendant les réformes qui tardent à voir le jour.

3-Des outils performants d'analyse

Les outils d'analyse qui sont utilisés devront être soigneusement choisis ; nous citons à titre indicatif les trois aspects suivants :

- L'analyse juridique :

Un certain nombre de points devront être clarifiés par le législateur marocain et qui n'ont pas été cités par la loi sur la titrisation tels l'opposabilité aux tiers de la cession des créances ou actifs.

- L'analyse immobilière :

Relative à un pool de créances doit couvrir un grand échantillon des immeubles adossés aux prêts immobiliers. S'il semble illusoire de vouloir porter un regard critique sur chaque immeuble par des visites, il est par contre possible d'être vigilant

par rapport aux expertises consignées lors de l'octroi des prêts et leur mise à jour par rapport aux standards existants.

- La structure de l'opération :

L'objectif de cette partie est de tester les aspects de liquidité et de couverture contre les risques de taux. Selon les aspects à privilégier, il pourra être opté pour l'une ou l'autre des formes de structuration connues jusqu'à présent à travers les expériences américaines et françaises. De manière générale, sans créer des produits similaires, l'on pourrait s'inspirer des deux grandes familles de structuration les plus connues de type pass through ou pay through.

- L'analyse de la capacité de gestion de la société gestionnaire dépositaire :

Il va de soi que la technique de titrisation ne pourra se développer que dans la

mesure où les sociétés gestionnaires à créer disposent de l'expertise nécessaire et de capacités opérationnelles en matière de gestion de fonds.

Il est évident que la particularité de l'immobilier est la grande variété des situations rencontrées et la complexité des dossiers. Il en résulte que le gestionnaire de manière

générale doit disposer de flexibilité dans les négociations qu'il mène avec les emprunteurs défaillants pour obtenir de bons résultats.

4- La confiance des investisseurs

Les professionnels devant être les acteurs de la réussite de cette expérience sont optimistes.

Les investisseurs institutionnels recherchent de plus en plus à diversifier leurs actifs ce qui peut constituer une réelle opportunité pour le développement du marché hypothécaire. La baisse des taux observés durant les cinq dernières années au niveau des produits classiques telles que les obligations pousse à rechercher des emplois plus rémunérateurs.

Ainsi, en dépit d'un éventuel risque de taux, les investisseurs peuvent tabler sur des actifs de plus en plus longs. En tout état de cause ils se trouvent là en face d'un risque somme toute limité avec la possibilité d'un rendement plus élevé que les produits traditionnels.

Les techniques de rehaussement qui seront pratiqués selon les actifs à titriser ainsi que la qualité du choix du pool de créances tendra à faire diminuer voire endiguer les risques potentiels courus par les investisseurs ; l'attrait est donc important quant à ces nouveaux instruments.

En outre, les titres sont potentiellement liquides puisqu'ils pourront être négociés entre les souscripteurs qui sont désignés par la loi. Cette négociabilité partielle tendra à notre sens vers un élargissement du champ des souscripteurs au fur et à mesure des assouplissements attendus de la loi.

Côté technique, les investisseurs ne seront pas totalement dépaysés car le système d'amortissement des parts choisi est un système qui s'apparente beaucoup plus aux obligations en matière de duration et de maturité.

5- Un marché favorable

Il n'y a pas de titrisation réussie s'il n'y a pas de marchés de capitaux développés, de même la titrisation contribue au développement de ces derniers. Il reste, cependant entendu que l'objectif recherché au Maroc est également de développer le financement du logement au moindre coût.

La condition est cependant d'avoir un marché favorable, notamment par une décélération du taux d'intérêt qui demeure élevé malgré les baisses successives

observées depuis trois ans.

Le secteur du logement peut aujourd'hui se développer davantage, car le marché hypothécaire via la technique de titrisation pourra prendre son envol.

A travers la mise en place de ce marché, le gouvernement marocain vise d'abord la mobilisation de l'épargne en faveur du financement des investissements dans le logement.

Il ambitionne aussi de stimuler les marchés de capitaux et transformer des actifs non liquides (créances) en titres négociables sur le marché financier. Autre intérêt, le refinancement des bailleurs de fonds en mal de liquidité à long terme. Le CIH se présente à la tête des bénéficiaires de la titrisation.

Les autres banques peuvent également trouver dans la titrisation une source de refinancement de leur activité de financement de l'immobilier et de celle de leurs filiales dédiées à cet effet. Il faut, cependant remarquer que pour des opérations rentables, il faut du volume pour pouvoir amortir les coûts de montages.

6 La nécessité d'un assouplissement de la loi

Si le lancement de la première opération ne nécessitait pas une révision de la loi tant il faut attendre les réactions des principales parties intéressées (cédants, investisseurs, société gestionnaire), il n'en demeure pas moins que l'aspect réglementaire n'est pas encore totalement favorable à un essor de la technique dans le paysage financier marocain.

Nous pouvons avancer dès à présent les chantiers imminents qui ne manqueront pas à être ouverts à savoir l'élargissement du champ de négociation des parts qui est un élément fondamental pour tous les investisseurs potentiels et la rechargeabilité du fonds afin d'agir sur les coûts de montage qui peuvent décourager les cédants éventuels.

En effet, la rechargeabilité permettrait une atténuation des coûts fixes des opérations en facilitant à l'établissement cédant d'amortir ces frais sur des volumes plus importants. Cette amélioration de la technique de titrisation permettrait en outre d'encourager la multiplication des émissions et donnerait ainsi une impulsion à la dynamisation du marché secondaire.

A un stade ultérieur et en cas de succès des différentes opérations de titrisation ; d'autres réformes peuvent voir le jour comme l'élargissement du champ de titrisation à d'autres types de créances autres que les créances hypothécaires ce qui peut donner une autre dimension au marché de capitaux marocain car ne l'oublions pas toute recette future peut être titrisée.

7- Les chances de réussite

Plusieurs opérations peuvent perturber la multiplication des opérations au Maroc :

1 La titrisation est une opération qui demande beaucoup de technicité de la part des intervenants.

- 2 Les avantages de la titrisation sont moins évidents et ne peuvent être capitalisés par les établissements de crédit qu'à moyen terme
- 3 Certains établissements de la place ne sont pas encore sensibilisés à la gestion Actif Passif et aux contraintes des fonds Propres.
- 4 La conservation Foncière pourrait créer de sérieux problèmes administratifs pour le dénouement des opérations
- 5 Les coûts de montage des opérations de titrisation sont plus élevés que ceux des opérations d'émission d'obligations

Malgré les quelques difficultés énumérées qui auront tendance à s'atténuer au fur et à mesure des émissions et du rodage des intervenants, les chances de réussite restent toutefois réelles au vu de la volonté des pouvoirs publics et l'intérêt que suscite la technique auprès des banques et des praticiens. Certaines conditions doivent être réunies cependant, que nous rappelons en guise de synthèse :

- Des établissements qui sont de plus en plus intéressés par la production de prêts au logement alors que pour la plupart des banques au Maroc ce secteur était un peu délaissé en raison des risques intrinsèques que ce genre de crédits pouvaient présenter sans compter en plus, les risques de transformation des ressources qui menaçaient l'équilibre financier de ces établissements en cas d'intervention massive dans ce secteur.

En effet, pour intervenir au niveau des emplois à longue maturité il faut des ressources longues et peu coûteuses.

En outre, si cet engouement pour ces engagements venait à se confirmer, il faudrait que ces établissements produisent des crédits de bonne qualité qui présentent le moins de risque possible d'immobilisation ou de non-paiement, ce n'est qu'à cette condition que la constitution de pool de créances à titriser devienne aisée.

- Les produits de titrisation à mettre sur le marché doivent se caractériser par leur simplicité afin de rendre aisée leur liquidité au marché secondaire.
- La réflexion au développement d'une base de données qui fait défaut actuellement pour restituer l'ensemble des statistiques relatives aux prêts immobiliers aussi bien sur les conditions de leur octroi sur leur vie (remboursements anticipés, taux de défaillance, risques divers etc....)

Les bases de données sont à promouvoir dans le cadre de chaque établissement et dans le cadre d'une unité centralisatrice qu'il faut rattacher à un organe relevant des autorités monétaires ou de Marché.

1 Enfin, l'élargissement du champ de titrisation à d'autres créances et l'autorisation à créer des fonds rechargeables sont de nature à donner une autre dimension à la *titrisation marocaine* et au développement du marché hypothécaire de manière générale et du marché des capitaux en particulier.

D / TITRISATION ET BANQUES EN DIFFICULTE

Nous assistons vers la fin de la décennie des années 1990 à des crises qui frappent quelques établissements de crédit au Maroc. Elles touchent quelques petites banques privées et les banques publiques en difficulté .

Les raisons de leurs problèmes sont d'ordre assez complexe et diversifié chacune en fonction de sa spécificité ; il n'est pas de notre propos de développer les raisons historiques et politiques des difficultés de chacune parmi elles mais de mettre en relief les raisons techniques et financières qui ont été derrière leurs difficultés.

Ces raisons historiques conjuguées aux problèmes de gestion interne qui caractérisent les ex OFS se sont traduites dans la réalité par des déséquilibres financiers assez sérieux nécessitant des solutions pour leur redressement.

les différents plans de redressement mis en place peuvent intégrer la titrisation pour une meilleure gestion des bilans de ces organismes afin d'assurer une meilleure rentabilité, alléger leur trésorerie ainsi que développer un autre mode de refinancement qui ne pourra être plus assuré convenablement par les moyens classiques.

Il est clair que ces organismes ont de plus en plus de difficultés à lever des fonds sur le marché en raison d'une dégradation de leurs signatures, ce qui entraînera une aggravation de leurs problèmes de trésorerie. L'émission de parts de FPCT permet de résoudre le gap de trésorerie grâce à une signature complètement différente de ces organismes en question.

1- La problématique des fonds propres

IL est communément admis que la titrisation défensive est le fait des banques en danger ; en France, la Banque qui a le plus utilisé la titrisation est le Crédit Lyonnais qui était en proie à des difficultés importantes et en deuxième lieu le Crédit Foncier de France.

Les éléments déclencheurs sont inhérents à la dégradation de leur signature au niveau du marché des capitaux français, à leur volonté de restructurer leur portefeuille malade et améliorer leurs ratios de solvabilité (amélioration du ratio Cooke).

Aussi pour les Banques publiques Françaises et c'est également vérifiable pour les ex OFS au Maroc, le problème des Fonds propres c'est à dire du capital augmenté par les bénéfices mis en réserve est des plus cruciale pour leur structure financière et leur survie. Aussi, le risque est à

rechercher du côté des engagements ou crédits qui ne se dénouent pas normalement accusant des retards de paiements :

Pour faire face aux immobilisations des créances, il faut que la banque ait suffisamment réalisé de marge bénéficiaire sur les autres crédits qui se remboursent normalement afin d'espérer pouvoir couvrir les pertes sur le portefeuille malade pour constituer des provisions généralement réglementées par

les autorités monétaires.

La survie et l'équilibre financier dépendent donc largement par les fonds propres apportés par les actionnaires dans le cadre d'une proportion à maintenir entre le capital et le volume des engagements (ratio Cooke). Or, il n'est pas toujours possible ni judicieux de procéder à un appel de capital en raison du coût et de la disposition des actionnaires de mettre plus de fonds dans la Banque ; particulièrement lorsque l'actionnaire de référence est l'Etat dans le cadre des Banques Publiques. La titrisation trouve alors son *plein emploi* dans cette hypothèse dans la mesure où elle permet de faire des économies de fonds propres.

Les banques anglo-saxonnes utilisent massivement la titrisation pour réaliser des économies de fonds propres car ces derniers sont coûteux et l'on sait que la rentabilité des fonds propres dans ces pays atteignent des records de rentabilité inégalés dans d'autres pays développés. De ce fait, la titrisation constitue une alternative très intéressante qui permet d'avoir des liquidités, réaliser des économies de fonds propres et même en restituer.

2-Des ressources courtes pour financer des emplois longs

L'un des écueils majeurs pour le financement des emplois longs est de trouver les ressources adéquates, ce point a engendré des équilibres importants au niveau des Bilans des Banques publiques qui se devaient d'intervenir sur des secteurs lourdement

capitalistiques pour des périodes d'amortissement assez longues et des prêts le plus souvent de grande importance non consortialisés.

Ce déséquilibre structurel entre les emplois longs et les ressources courtes sera complètement effacé en introduisant la technique de titrisation. Il est indéniable que l'obligataire permettait une certaine stabilité au niveau de la maturité des ressources, mais elle demeure inadéquate pour des emplois le plus souvent accordés sur des durées allant jusqu'à 15, 20 voir 25 ans pour le financement du logement par exemple. Ajouté à cela la garantie de l'Etat qui vient d'être supprimée en faveur de certains organismes qui étaient les principaux émetteurs de ces valeurs mobilières, on comprend aisément les difficultés que rencontrent les Banques Publiques à lever des fonds pour refinancer leurs activités.

Nous sommes en face de banques ayant des rentabilités très faibles, un besoin de liquidités important pour faire face à des demandes de crédit pour des secteurs où la pression est forte

comme le secteur du logement ou le financement du secteur agricole jugés prioritaires par les pouvoirs publics.

En plus, elles ont des bilans très lourds plombés par des actifs qu'elles ont intérêt à alléger. Il s'agit là de cas semblables au cas du Crédit Lyonnais qui lança plusieurs

opérations de titrisation pour survivre dans le cadre d'une titrisation défensive pour améliorer ses conditions de refinancement, alléger son bilan et améliorer son ratio de solvabilité. Le résultat définitif étant de rendre aux capitaux propres de la Banque leur niveau de rentabilité d'avant la crise.

3- Titrisation et defeasance

Egalement importée des Etats Unis, cette technique recherche certains objectifs atteints avec la titrisation. De ce fait, certaines banques en difficultés peuvent y recourir simultanément.

Ainsi, aux objectifs de rentabilité des fonds propres, de solvabilité et d'équilibre de la structure financière qui seront réalisés avec la titrisation ; la defeasance présente des avantages que nous pouvons résumer :

- Outil de gestion du bilan pour la partie des dettes contractées par la Banque, la technique permet de faire sortir une ressource non désirée du Passif sans recourir à des rachats. C'est le cas particulier où des emprunts obligataires coûteux sont logés au Passif et qu'un rachat ne permet pas pour des raisons contractuelles.
- Gestion du risque de taux de manière plus souple que les techniques classiques de couverture de ce risque.

Dans la pratique, le mécanisme s'apparente à la titrisation quoique certains objectifs diffèrent. Il s'agit de se libérer d'une dette figurant au Passif parallèlement avec un actif qui sera adossé à cette dette.

Pour permettre cette transformation un portefeuille d'actifs est constitué avec un nominal identique à celui de la dette qui est appelé à générer des flux.

Le portefeuille sera transféré à un trust qui pourra gérer cet actif séparément du cédant et prendre toutes les décisions utiles pour rendre liquide le portefeuille des créances. Il faut préciser que la dette est transférée comptablement mais elle reste liée au cédant sur le plan juridique.

Nous concluons que le développement de la technique de la titrisation apporte des avantages indéniables pour les banques en général et ce abstraction faite du problème de refinancement, ces bienfaits sont encore plus marqués pour les banques

en difficulté en proie à divers problèmes inhérents à la structure de leur bilan et au caractère compromis d'une bonne partie de leurs créances.

La titrisation engendrera une nette amélioration de la structure bilantielle et une judicieuse gestion des risques ; mais restera toujours posé le problème des actifs immobilisés ou compromis puisque dans le cadre de la loi marocaine la titrisation n'est possible pour le moment que pour les créances saines. Une technique de defeasance adaptée pour le cas marocain peut apporter une solution pour le *nettoyage* des bilans des banques en difficulté.

RESUME DE LA DEUXIEME PARTIE

L'analyse et l'étude de l'expérience marocaine impose une lecture au préalable de la loi qui laisse apparaître certaines similitudes par rapport à la loi française de 1988 . Elle est limitative quant aux créances titrisables puisque seules les créances hypothécaires sont concernées par le titrisation dans l'expérience marocaine . Elle emprunte à la loi française la même création juridique relative au fonds commun de créances . Ce fonds qui n'est ni assimilable à une société ni à un fonds de placement classique n'a pas la personnalité morale et se trouve de ce fait représenté vis à vis des tiers par une société de gestion .

L'absence de personnalité morale n'empêche pas l'existence de règles propres de fonctionnement du fonds . Autour de lui se trouve un ensemble d'intervenants qui sont réduits en comparaison aux expériences internationales s'agissant du premier essai sur le marché marocain .

Au cœur du dispositif , se trouve le fonds représenté par l'établissement gestionnaire face à des créances à titriser à travers une relation avec une banque cédante . L'investisseur constitue le consommateur final du produit lors de la souscription ou lors de l'échange sur un marché secondaire à créer .

CREDILOG I , est le premier fonds de placement collectif en titrisation créé au Maroc à l'initiative du Crédit Immobilier et Hôtelier et de Maghreb Titrisation société gestionnaire dépositaire . IL a été constitué par l'acquisition de créances immobilières qu'il a inscrites à son actif , en contrepartie des créances il a émis des parts représentatifs de ces créances destinées à la souscription par des investisseurs .

L'opération a été couronnée de succès en raison de la solidité du montage , des mécanismes de garantie et de rehaussement prévus ; mais surtout par la qualité des créances choisies dans le cadre du pool qui présentent un risque pratiquement nul d'immobilisation ou de non-paiement ouvrant ainsi la possibilité à des flux réguliers aux dates de paiement des parts d'amortissement et de coupons pour les investisseurs , la seule connotation négative réside peut être dans la faible liquidité de ces valeurs mobilières .

Pour la réussite et le développement de cette technique , des efforts doivent être focalisées sur un certain nombre de points :

- 1 Agir sur les facteurs de coûts qui peuvent entraver sérieusement les émissions futures notamment pour les frais d'ordre administratifs tels la double taxation relative aux droits de la conservation foncière : frais de prénotation et d'inscription de la mutation de propriété .
- 2 Vulgarisation accrue auprès des investisseurs pour ramener à des niveaux intéressants pour le cédant les primes à l'émission ou spread .
- 3 Elargir le gisement des hypothèques par l'augmentation du volume des prêts à l'accession à la propriété par les établissements de crédit . On s'inscrit dans cette tendance durant la dernière décennie .
- 4 Amélioration des systèmes d'information des prêts hypothécaires à l'intérieur des établissements de crédit et dans une entité centralisatrice à créer au niveau national qui constituerait une base de données exploitables pour tous les établissements de crédit recourant à la titrisation .
- 5 L'élargissement dans le moyen terme le champ de la titrisation à d'autres créances et création de nouveaux produits .
- 6 Promouvoir des opérations de titrisation pour les autres établissements de crédit qui ne sont pas en difficulté en tant que technique offensive destinée à mieux gérer leur bilan et se mettre à l'abri de retournements de conjoncture : opérations préventives .

CONCLUSION

Tout au long de l'étude , nous avons essayé de clarifier le mécanisme de la titrisation en insistant sur l'aspect montage et modalités d'une opération , l'expérience marocaine ayant servi d'illustration tout en y jetant un regard critique et prospectif . Les expériences étrangères de référence ayant servi de repère et de base de comparaison .

Ce niveau d'analyse a été étayé par l'impact financier et managérial de la technique sur les banques en général et celles en période de difficultés ; tout en mettant en avant l'utilité et la raison d'être par rapport au refinancement des établissements de crédit en faveur du secteur stratégique de l'habitat .

Un regard sur l'avenir et les chances de succès est venu apporter un pronostic sur les incertitudes et les atouts entourant l'essor de ce nouvel instrument au niveau du paysage financier national .

La période de gestation pour l'instauration d'un marché hypothécaire au niveau du Maroc a donc pris du temps avant de voir naître la loi sur la titrisation et tout récemment le lancement de la première opération . Ce retard qui a été également vécu par plusieurs pays au moment du démarrage du marché est dû aux adaptations juridiques et techniques nécessaires ainsi qu'à un long processus de vulgarisation auprès des banques et des autorités monétaires qui ont toujours besoin de temps pour assimiler des produits complexes qui sont d'une utilité certaine pour les solutions de financement et de refinancement des secteurs prioritaires.

La complexité du système a découragé plus d'un chercheur en raison de la nature pluridisciplinaire de cet instrument et de l'origine anglo-saxonne de cette innovation . L'un des challenge à relever est justement de vulgariser une technique financière dont la base est constitué par un artifice juridique . Nous pensons avoir atteint partiellement cet objectif , en effet, la vulgarisation pour ce type d'outil est un processus qui doit continuer avec la multiplication des opérations et des intervenants .

Sur le plan de l'impact de la technique de titrisation sur le marché des capitaux et sur les taux, il faut nécessairement un temps de rodage qui peut demander parfois des années pour réaliser réellement les effets escomptés. Toutefois, des résultats à court terme seront à coup sûr enregistrés au niveau de l'amélioration des bilans des cédants et de la rentabilité des fonds propres. Concrètement, plus les opérations se multiplient en créant du volume, plus des économies d'échelle seront réalisées.

La titrisation est le seul instrument connu aujourd'hui qui permet à la fois de gérer

plusieurs risques bancaires en même temps. C'est ainsi que nous dépassons le cadre étroit et classique de la titrisation permettant l'émergence d'un marché hypothécaire et la promotion du logement grâce à des financements avantageux pour épouser d'autres modes d'emploi favorisant d'autres types de système de gestion dans le cadre des établissements bancaires qui peuvent en faire un outil stratégique au service de leur management.

Aussi de l'amélioration des ratios de solvabilité et de l'économie des fonds propres par la diminution des engagements et leur sortie des actifs des banques, il a été démontré en plus le rôle de l'outil dans l'amélioration de la liquidité, de la rentabilité et de la gestion des risques des établissements bancaires.

De ce fait, nous sommes alors devant un moyen unique pour gérer le bilan de la Banque et s'affirmer ainsi comme un instrument de gestion de type stratégique.

La vulgarisation passe alors obligatoirement par une amélioration des systèmes d'information facilement exploitables des crédits à titriser et une nouvelle culture d'analyse financière de la banque marocaine et des marchés de capitaux où elle évolue.

L'opération pilote effectuée récemment constitue certes la référence pour la titrisation marocaine, en effet, le succès enregistré dénote déjà d'une bonne réaction du marché constitué par les institutionnels qui peuvent donner l'impulsion nécessaire à d'autres opérations et à des innovations pour d'autres types de structuration.

Ce succès légitime quelques interrogations, toutes les garanties communément utilisées lors des opérations internationales ont été utilisées à l'exception de la notation, probablement pour une raison de coût. L'on ne se hasarderait pas si on avance un triple A comme notation de cette première opération tant les aspects relatifs à la sécurité ont été largement privilégiés tout en garantissant une rentabilité meilleure que celle observée pour la même période sur le marché.

La question est de savoir si en relevant la barre un peu trop haut, ne risque-t-on pas de pénaliser d'une certaine manière les prochaines opérations ?

Les perspectives s'annoncent favorables en raison de la réussite de la première opération qui servira à coup sûr de détonateur pour les différents intervenants pour multiplier les expériences et incitera les pouvoirs publics à converger vers un assouplissement progressif de la loi et à un allègement du poids des coûts administratifs qui entourent ces opérations.

Le pronostic est d'autant plus favorable que le gisement hypothécaire est important et que pour le seul CIH, on n'en n'est qu'à 6% des créances titrisables lors de la première opération.

Ainsi, le marché hypothécaire n'aurait pas épuisé ses possibilités pour de longues années encore avant l'élargissement vers la titrisation d'autres types de créances, ce qui fait que la titrisation est promise à un bel avenir au moins sur le marché des

hypothèques .

En outre, l'essor de cette technique permettra à terme d'élargir le gisement des créances titrisables à d'autres types de crédit ou d'autres recettes ; de même il pourra concerner d'autres établissements autres que les banques. La multiplication des émissions induira également un développement du marché des capitaux marocain qui s'enrichit d'une nouvelle valeur à un moment où ce marché connaît de sérieux problèmes quant à son redémarrage après la période faste des privatisations. L'enrichissement touchera par la même occasion les différents métiers de la finance de marché qui verra l'émergence de nouvelles spécialisations dans les métiers relatifs à la titrisation : sociétés gestionnaires, arrangeurs, agence de notation etc.

Les banques, nonobstant les différents avantages développés dans le cadre de ce travail, verront une plus grande clarté quant aux différents métiers qu'elles exercent tout en identifiant la productivité de ces métiers pour faire des choix et options judicieux. De même, elles pourront améliorer leurs procédures d'octroi des prêts et de leur recouvrement.

Partant de là, une nouvelle dimension stratégique de la titrisation en tant qu'innovation financière majeure se dessine à l'horizon dont le point de départ n'était autre qu'un simple outil permettant la gestion du refinancement des banques.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE	5
-----------------------	---

PREMIERE PARTIE :INTERETS DE LA TECHNIQUE , MECANISMES ET ECLAIRAGE SURLES EXPERIENCES ETRANGERES	14
---	----

CHAPITRE I / SECTEUR DU LOGEMENT ET PROBLEMATIQUE DE SON FINANCEMENT 15

- A/- IMPORTANCE STRATEGIQUE DU SECTEUR 15
- B/ LE FINANCEMENT DE L'ACCESSION A LA PROPRIETE 17
- C/ LA TITRISATION : NOUVEAU LEVIER DE FINANCEMENT 19

CHAPITRE II : MODALITES ET MONTAGE DES OPERATIONS 20

- A/ PRESENTATION DU MECANISME 20
 - 1- Définitions 20
 - 2- La cession des parts 22
 - 3-La garantie et la couverture des risques 24
 - 4- Les conditions de viabilité financière 24
- B/ LE MONTAGE D'UNE OPERATION DE TITRISATION 25
 - 1- Analyse des créances titrisables et sélection 25
 - 2 – Simulation et transformation financière 26
 - 3-Analyse et gestion des risques 28
 - 4- L'intervention d'une agence de notation 31
 - 5- La gestion du fonds 32
- C/ LES CONDITIONS D'UNE TITRISATION RENTABLE 33
 - 1/ Incidence sur la rentabilité des fonds propres 34
 - 2/ La gestion du refinancement par la titrisation 35

CHAPITRE III / LES EXPERIENCES ETRANGERES DE REFERENCE 41

- A / L'EXPERIENCE AMERICAINE 41
 - 1- La production des prêts hypothécaires 41
 - 2- Evolution du système de refinancement : 42
 - 3-Les mécanismes du refinancement 44
 - 4-Les familles de structuration 45
 - 5- Les principaux produits du marché 48
 - 6-Le bilan de l'expérience américaine 49
- B / L'EXPERIENCE FRANCAISE 50
 - 1- Les fondements 50
 - 2 – Du marché hypothécaire à la titrisation en France 51
 - 3- Schéma de la titrisation française 52
 - 4- Bilan et évolution du marché : 55

DEUXIEME PARTIE :LA TITRISATION DES CREANCES AU MAROC 63

CHAPITRE I/- ANALYSE ET INTERPRETATION DE LA LOI 64

- A / LES FONDEMENTS 64
 - 1- Le contexte de promulgation 64
 - 2-la titrisation dans la loi marocaine 65
 - 3-Le fonds de placements collectif en titrisation (FPCT) 66
 - 4- Les actifs d'un FPCT 66
 - 5- Les titres émis par le FPCT 67
- B / LES INTERVENANTS : 68
 - 1- L'établissement cédant ou établissement initiateur : 70
 - 2- L'établissement gestionnaire dépositaire 71
 - 3-Les Autorités monétaires 73
 - 4- Les investisseurs 73
 - 5- La conservation foncière 74
 - 6- Les Garanties : 75
 - 7- La cession des créances 75
- C/ LES REGLES COMPTABLES ET FISCALES 76
 - 1- La comptabilité du cédant 76
 - 2- Comptabilité prudentielle 77
 - 3- Comptabilité du FPCT 77
 - 4- L'information comptable 81

5- Les dispositions fiscales 85

CHAPITRE II / PRESENTATION DE LA PREMIERE OPERATION :CREDILOG I 86

A/ DESCRIPTIF	86
1- Le gisement traité	86
2- Les garanties complémentaires	87
3- Organisation de CREDILOG I et les intervenants	88
B- MONTAGE ET STRUCTURATION DE CREDILOG I	89
1- Sélection du pool :	89
2 Caractéristiques du pool	90
3 Structuration choisie	91
C/ FONCTIONNEMENT DU FONDS	92
1- Les caractéristiques des parts	92
2-Le système d'amortissement	92
3- L'échéancier	93
4- Règles de calcul et allocation des flux	95
5-Negociabilité	96
6- Mécanismes de couverture des risques	97
7- Frais & commissions	97
D/ - APPRECIATION CRITIQUE	98

CHAPITRE III / IMPACTS ET PERSPECTIVES DU DEVELOPPEMENT DE LA TECHNIQUE 100

A - Les facteurs pouvant retarder le décollage de la technique	101
1- facteurs liés aux cédants	101
2- facteurs liés aux investisseurs	103
3 Le déficit de communication	104
B- L'INSTAURATION D'UN MARCHE HYPOTHECAIRE	105
1-Les conditions nécessaires	105
2 La titrisation, outil de développement du marché	106
C- Recommandations pour la réussite du Marché	107
1-L'impératif de l'amélioration de l'information disponible	107
2 Un recouvrement des arriérés mieux assuré	109
3-Des outils performants d'analyse	109
4- La confiance des investisseurs	110
5- Un marché favorable	111
6 La nécessité d'un assouplissement de la loi	111
7- Les chances de réussite	112
D / TITRISATION ET BANQUES EN DIFFICULTE	113
1- La problématique des fonds propres	114
2-Des ressources courtes pour financer des emplois longs	115
3- Titrisation et defeasance	115

CONCLUSION 119

TABLE DES MATIERES	122
ANNEXE I : GLOSSAIRE DES TERMES UTILISES	125
ANNEXE II : BIBLIOGRAPHIE	134
ANNEXE III : LE FONDS DE PLACEMENT COLLECTIF EN TITRISATION	136
LOI 10-98 DU 25/08/1999	136

ANNEXE I : GLOSSAIRE DES TERMES UTILISES

A

ALM : *Assets and liabilities Management*, gestion Actif-Passif des Banques

Actions : Valeurs mobilières à revenu variable sont des titres de copropriété d'une société de capitaux

Agence de notation : Agence indépendante chargée de l'évaluation de la qualité de la dette d'une société. Moody's ou standard & Poors par exemple.

Arriéré de coupon : La différence positive éventuelle entre le montant d'intérêt exigible au titre de la catégorie de parts considérée, depuis la date de constitution du fonds jusqu'à la dite date et le montant d'intérêt effectivement mis au paiement au profit des porteurs de parts de cette catégorie au cours de la même

période .

Avance technique : paiement effectué , le cas échéant , par le cédant au profit du fonds .

Accessoires : toute somme due par un débiteur en dehors des sommes en principal et intérêts normaux tels les pénalités et intérêts de retard ainsi que tous les frais de toute sorte .

Amortissement accéléré : période de liquidation rapide du fonds

Arriéré d'amortissement : différence ou manque de cash entre les montants attendus au titre des reversements effectués par le cédant et les montants effectivement versés

Avance technique : est la somme versée par le cédant au fonds pour pallier à une insuffisance de reversements en amortissement et intérêts .

Analyste financier : Spécialiste de l'évaluation des valeurs mobilières et des sociétés qu'elles représentent, donne des recommandations d'achat ou de vente.

Arrangeur : Société qui procède à la constitution du fond de créances et au montage technique des opérations

B

Bordereau d'exécution : Document de confirmation de l'exécution d'une Transaction boursière récapitulant tous ses aspects techniques, la date, le nom du titre, la quantité, le prix unitaire, les frais de courtage, etc. ...

Bordereau de cession des créances : désigne le bordereau remis à la société gestionnaire lors de la cession par l'établissement cédant des créances hypothécaires

Boni de liquidation : Reliquat de flux disponibles après clôture du fond de créances et versements contractuels aux investisseurs.

C

Créances : prêts gérés par l'établissement de crédit .

Créances vivantes : prêts non déchu de leur terme et non totalement amortie ou passée en perte ..

Cédant : l'établissement de crédit qui procède à la cession des créances hypothécaires

Chef de file : Principal responsable d'une émission de titres.

Convention de cession : désigne la convention conclue entre le cédant et l'établissement gestionnaire dépositaire qui régit les modalités et les conditions d'acquisition des créances .

Convention de recouvrement : convention conclue entre le cédant et l'établissement gestionnaire relative aux conditions dans lesquelles est assuré le recouvrement des créances et leur gestion .

Cotation : A la criée : confrontation verbale des ordres d'achat ou de vente pour arriver à un cours d'équilibre. en continu : par réseaux électroniques.

Cours : Prix de marché d'une valeur mobilière.

Cash flow : Mesure des liquidités générées par une entreprise lors de son Cycle d'exploitation pour financer sa croissance, rembourser ses dettes et rémunérer ses actionnaires. Il figure dans un tableau d'emplois ressources .

Capital restant dû : par abréviation CRD , est le capital restant au cours de l'amortissement d'une créance tel qu'il résulte des dispositions contractuelles liant le débiteur à l'organisme cédant . Le CRD est majoré des accessoires et indemnités d'assurances à l'exception des sommes impayés .

Collateral : Actif nanti

CMO : *Collateral Mortgage Obligation*, titres obligataires adossés à des actifs de créances hypothécaires.

Comingly risk : Risque de confusion entre les fonds appartenant au véhicule de titrisation et les fonds destinés aux investisseurs finaux.

Coupon : Intérêts versés périodiquement aux investisseurs porteurs de Parts.

Commissions de base : frais et commissions dues par le fonds .

Compte spécifique : compte dans les livres du cédant qui enregistre quotidiennement les montants recouverts au titre des règlements effectués par les débiteurs en attente de leur reversement au fonds .

Consortialisation : Association en vue d'un but commun, prêts consortialisés entre deux ou plusieurs banques, opérations de titrisation communes.

COB : Commission des opérations de Bourse en France, organisme de surveillance des marchés financiers équivalent du Conseil Déontologique

des Valeurs Mobilières au Maroc

CDVM : Organisme de de surveillance du marché financier au Maroc et de régulation de la Bourse .

D

Débiteur : en titrisation , emprunteur dans le cadre d'un prêt hypothécaire .

Date de jouissance : Date à laquelle le coupon est couru.

Date de versement : est la date à laquelle le recouvreur procède au versement de toutes sommes reçues suite au paiements effectuées par les débiteurs .

Déchéance du terme : est la date où une créance devient exigible si bon semble au recouvreur en vertu de la loi et aux dispositions contenues dans le contrat .

Décote : Ecart négatif entre la valeur vénale d'un actif et sa valeur sur le marché.

Dépositaire : Tout organisme chargé de veiller à la conservation d'un fond de titres.

Durée de vie d'un emprunt : Période comprise entre la date de jouissance d'un emprunt de sa date de remboursement

E

Etablissement cédant : Tout établissement de crédit cédant ses actifs à un fond commun de créances .

Etablissement gestionnaire dépositaire : établissement chargé de la gestion du fonds .

Emission de titres : Placement initial d'actions ou d'obligations d'une société. La société peut se servir du produit pour rembourser des titres en circulation, acheter des immobilisations ou augmenter son fond de roulement. Les organismes publics lancent aussi des émissions de titres d'emprunt.

Emprunt d'état : Emprunt émis par l'Etat pour compenser le déficit budgétaire.

F

Fondateurs : les fondateurs du fonds de placement collectif en titrisation sont l'établissement cédant et la société gestionnaire dépositaire .

FCP : Fonds commun de placement. Copropriété de valeurs mobilières et de sommes placées à court terme et à vue. Instrument de placement collectif de l'épargne sans personnalité morale. un FCP peut être créé par une société de bourse.

FPCT : En droit marocain, fonds de placement collectif en titrisation

Fond de garantie ou de réserve : garantie consistant à constituer des liquidités comme réserve pour éventuels risques de retard ou de non-paiement

I

Ingénierie Financière : Il s'agit de conseils stratégiques et financiers dans le cadre d'opérations de fusions, acquisitions, privatisations ou encore de restructurations, d'aide technique dans la mise en place de stratégies d'entreprise et de conseils lors des opérations de levée de fonds comme les introductions en bourse, les émissions obligataires et les programmes de billets de trésorerie.

Indemnité de remboursement anticipé : toute indemnité contractuelle perçue par le recouvreur à l'occasion d'un remboursement anticipé .

J

Jour ouvré : désigne le jour où s'effectue les paiements sur le marché hypothécaire .

L

Liquidité : Volume d'échanges journaliers assurant aux investisseurs la réalisation de leurs transactions d'achats ou de vente sans risque de bloquer le marché.

Loyer d'argent : Coût de l'argent ou tout simplement taux d'intérêt.

M

Marché : Lieu de rencontre entre l'offre et la demande.

Market sounding : Sonder le marché et particulièrement les investisseurs institutionnels pour connaître leurs intentions de souscription face l'éventuelle mise sur le marché d'une valeur.

Marge obligataire : Différence entre le taux de rendement brut de l'obligation et son taux actuariel.

Mortgage : hypothèque

Mortgage backed securities : Titres adossés à des créances hypothécaires.

N

Nantissement de titres : Titres donnés en garantie d'un emprunt. Le nantissement leur confère l'incessibilité sans l'aval de celui en faveur de qui le nantissement a été réalisé.

Nominal : Valeur d'une dette qu'un émetteur s'engage à rembourser à l'échéance.

Notation : Note de qualité attribuée à la dette d'un Etat ou d'une société par une agence compétente. Une baisse de la note obtenue marque une dégradation avérée ou probable de la structure financière ou de la profitabilité de la structure.

O

Obligation : Valeur mobilière à revenu fixe, l'obligation est un titre représentatif de créance que la collectivité émettrice s'engage à rembourser à une échéance déterminée et qui est rémunéré par un intérêt traditionnellement fixe.

OPCVM : Organismes de placement collectif en valeur mobilière.

Overcollateralization : Surdimensionnement

P

- Pair** : Valeur nominale.
- Parts** : Titres émis par le fond commun de créance en contrepartie des créances cédées.
- Parts prioritaires** : il s'agit des parts dont les titulaires sont servis en priorité en flux d'amortissement, d'intérêts et accessoires.
- Parts subordonnées** : elles supportent en premier lieu le risque de non paiement des sommes promises en raison d'une défaillance des débiteurs.
- Part résiduelle** : souscrite par le cédant, elle est remboursable in fine par le boni de liquidation.
- Part spécifique** : Parts exposées en priorité au risque de non-remboursement en cas de défaillance des débiteurs
- Pass through** : titre représentatif d'une part de propriété dans un pool de créances
- Pay through** : titre de créances auquel est adossé un pool de créances
- Prime d'émission** : Différence entre le pris d'émission d'un titre et sa valeur nominale.
- Pool** : Lot de créances ou portefeuille de créances
- Prime de risque** : Rendement supplémentaire par rapport aux emprunts publics long terme (réputés sans risque) requis par les investisseurs pour investir sur le marché des actions.

Q

- Quorum** : Nombre minimum d'actionnaires nécessaires pour qu'une assemblée générale puisse délibérer valablement.
- Quotité** : Multiple du nombre minimum de titres unitaires négociables pour bénéficier des conditions régulièrement pratiquées sur le marché. Les rompus désignent un nombre de titres inférieur à la quotité négociée.
- Quote-part** : Taux de réduction du nominal applicable aux parts ; elle est prioritaire ou subordonnée selon le type de parts.

R

- Rendement** : Ratio dividende total par action sur cours de Bourse.
- Ristourne** : Bonification d'intérêt pour certains prêts subventionnés par l'Etat.
- Refinancement** : Action des établissements bancaires consistant à lever des fonds sur le marché pour faire face à leurs activités de crédits à l'économie
- REMIC** : Real Estate Mortgage Investment conduit, émission à tranches multiples
- Ratio d'impayés** : Il représente le rapport entre le montant des échéances impayées et le capital restant dû des créances vivantes à une date de référence
- Ratio de parte nette** : Il représente le rapport entre le capital restant dû des créances en déchéance du terme diminué des sommes recouvrés sur réalisations des créances déchués et le capital restant dû des créances vivantes à une date de référence .
- Ratio Cooke** : Ratio imposant aux établissements de crédits un rapport de 8% entre les fonds propres et le total des engagements pondérés

S

- SICAV** : Société d'investissement à capital variable. Instrument de gestion collective de l'épargne.
- Spéculation** : Mouvement auto-entretenu de prise de positions à l'achat ou à la vente ayant pour objectif la réalisation d'une plus value à court terme.
- Structuration** : La structuration financière consiste en la mise en place d'une stratégie de financement. Elle joue sur deux éléments, l'endettement (emprunts bancaires, obligations, billets de trésorerie) et les fonds propres (placements privés, introduction en bourse).
- Survaleur** : Différence entre le prix d'acquisition en numéraire d'une entreprise et le montant de son actif net.
- Securitization** : Terme anglais désignant la Titrisation
- Société gestionnaire** : Société chargée de gérer le fond commun de créances et de le représenter vis à vis des tiers .
- Saving and loans** : Caisses d'épargne Américaines

Spread : Prime à l'émission

Swap : Echange de cash flow futurs entre deux contreparties.

Surdimensionnement : Technique de couverture des risques de défaillance consistant en la cession au fond d'un montant de créances excédant le montant des parts émises.

Senior class : Tranche de parts ayant la priorité en matière de remboursements.

Subordinated class : Tranche de parts subordonné

T

Taux administré : Taux fixé par l'Etat en vue de favoriser le développement de l'épargne ou l'obtention par les particuliers de certaines facilités d'emprunt.

Taux d'intérêt : Taux de rémunération de l'argent en fonction d'une échéance et d'un risque fixé.

Trust : organisme de droit anglo-saxon à qui lui est confiés la

Triple A : Meilleure Note accordée par une agence de Rating.

V

Valeur d'actif : Action présentant un intérêt particulier pour son patrimoine dont la valeur par action est généralement très supérieure au cours de bourse.

ANNEXE II : BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES

- 1 Economie Contemporaine
D.Flouzat édition PUF tome2 1996.
- 2 Techniques d'ingénierie financière
A.Douhane et M.Rocchi édition SEFI
- 3 La titrisation, guide de l'investisseur

- P. Gagey édition SEFI 1990
- 4 De la securitization à la titrisation
C.Ferte et P. Cassette édition ESKA 1991
 - 5 Le marché obligataire français
Bernard Oudet édition ESKA 1990
 - 6 Le système financier français : crises et mutations
Edition Nathan. Faugere et Voisin 1994
 - 7 Le fonds commun de créances
La titrisation loi du 23/12/1988
Christian Le Hir Revue Banque Editeur 1994
 - 8 Gestion des risques et Gestion Actif/ Passif des banques
Joel Bessis Edition Dalloz 1995
 - 9 Economie et Marchés De Capitaux Nationaux
David Dautremes
Revue Banque Editeur 1985
 - 10 La titrisation : Aspects juridiques et financiers
Thiery et Guillaud Michel édition economica 1997
 - 11 Gestion Actif-Passif et tarification des services bancaires
Michel DUBERNET édition economica 2000.
 - 12 La nouvelle loi bancaire
El hadi chaibainou
Edition Data Press 1993
 - 13 *Securitisaton : The financial instrument of the new millenium*
Trad : Titrisation l'instrument financier du nouveau millénaire
Vinod Khotari extrait de Vinod Khotari's securitisation website

MEMOIRES

- 14 Dix ans de titrisation à la française
Stéphane VAN GEEL
Mémoire DESS Université René Descartes 1997 /1998
- 15 Marché hypothécaire et technique de titrisation : substitution d'une technique à un marché dans la réforme de financement du logement au Maroc. Kamal BOUSALAH 1999/2000
Mémoire de DES en droit. Université Mohamed V Rabat

REVUES ET PRESSE

- 16 Revue Banque n° 536/581/586/
F.Bancel/D.Wallerich/V.Pancrazy-Dauchy/Mazaiaux
- 17 L'Economiste N°317/394/257
Mouna Kably/Hanaa Foulani/Mohamed Chaoui
- 18 La Gazette du Maroc N° 212 du 25/04/2001

SITES WEB

- Titrisation @ creditlyonnais. fr.
- Vegafinance@ Finance. fr
- Vinod Khotari's securitisation website

**ANNEXE III : LE FONDS DE PLACEMENT COLLECTIF EN
TITRISATION**

LOI 10-98 DU 25/08/1999

