

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

**Mémoire de fin de cycle d'études en vue de l'obtention du diplôme de Master en
Sciences de Gestion**

Spécialité : Finance Monnaie et Banque

Thème :

La Titrisation des Créances Bancaires

Cas : SRH –Alger-

Elaboré par :

BAHLOUL Mohammed

Encadré par :

Dr.AZZAOUI Khaled

Lieu de stage : Société de Refinancement Hypothécaire « SRH-Alger »

Période de stage : de 02/04/2017 au 02/05/2017.

Année : 2016/2017

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique

ECOLE SUPERIEURE DE COMMERCE

**Mémoire de fin de cycle d'études en vue de l'obtention du diplôme de Master en
Sciences de Gestion**

Spécialité : Finance Monnaie et Banque

Thème :

La Titrisation des Créances Bancaires

Cas : SRH –Alger-

Elaboré par :

BAHLOUL Mohammed

Encadré par :

Dr.AZZAOUI Khaled

Lieu de stage : Société de Refinancement Hypothécaire « SRH-Alger »

Période de stage : de 02/04/2017 au 02/05/2017.

Année : 2016/2017

Remerciement

Avant tout, je remercie DIEU pour m'avoir donné le courage et la volonté de réaliser ce travail.

Je tiens à exprimer mes profonds gratitude et mes vifs remerciements à :

Dr. AZZAOUI.K qui m'a soutenu tout au long du travail.

Ces nombreux commentaires, sa grande patience ma considérablement aidé dans l'élaboration de ce mémoire.

Ainsi qu'au personnel de la société de refinancement hypothécaire de leur aide si appréciable.

Aussi pour l'ensemble des professeurs de l'école supérieure de commerce pour nous avoir fait bénéficier de leurs connaissances tout au long de notre cursus.

Tous ceux qui m'ont aidé de près ou de loin à la réalisation de ce modeste travail.

Enfin, les membres du jury, de nous avoir fait l'honneur d'évaluer ce travail

Dédicace

Je dédits ce travail à :

*Celle qui m'a donné le courage la plus belle, et la
plus chère des mères.*

Toute ma famille

Tous mes amis et mes camarades.

MOHAMMED,

Liste des abréviations

CRH : Caisse de Refinancement Hypothécaire

AGO : Assemblée Générale Ordinaire.

AIG : American International Group.

BADR : Banque de l'Agriculture et du Développement Rural.

BDL : Banque de Développement Local.

BEA : Banque Extérieure d'Algérie.

BNA : Banque Nationale d'Algérie.

CA : Conseil d'Administration.

CAAR : Compagnie Algérienne d'Assurance et de Réassurance.

CAAT : Compagnie Algérienne des Assurances.

CCR : Compagnie Centrale de Réassurance.

CELIM/SICAV : Sociétés d'Investissement à Capital Variable.

CMBS: Commercial Mortgage Backed Securities.

CMO : Collateral Mortgage Obligation.

CNAC : Commission Nationale d'Aménagement Commercial.

CNEP-Banque : Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance – Banque.

CNL : Caisse Nationale de Logement.

CNMA : Caisse Nationale Mutuelle Agricole.

COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.

CPA : Crédit Populaire Algérien.

DAB : Distributeur Automatique de Billets.

EPE : Entreprise Publique Economique.

EPIC : Entreprise Publique à caractère Industriel et Commercial.

FGCMPI : Fonds de Garantie et de Caution Mutuelle de la Promotion Immobilière.

FHA: Federal Housing Authority.

FHLB: Federal Home Loans Bank.

FHLMC: Federal Home Loan Mortgage Corporation.

FMI : Fonds Monétaire International.

FNMA : Federal National Mortgage Association.

G10 : Groupe des dix.

G20 : Groupe des vingt.

GNMA : Government National Mortgage Association.

IRG : Impôts sur Revenu Global.

MBB: Mortgage Backed Bonds.

MBS: Mortgage Backed Securities.

MPTBs: Mortgage Pay Through Bonds.

MPTS: Mortgage Pass Through Securities.

MUFG: Mitsubishi UFJ Financial Group.

RMBS: Residential Mortgage Backed Securities.

SAA : Société Algérienne des Assurances.

SATIM : Société d'Automatisation des Transactions Interbancaires et de la Monétique.

SFI : Société Financière Internationale.

SGCI : Société de Garantie des Crédits Immobiliers.

SIG : Système Interbancaire de Gestion.

SNMG : Salaire National Minimum Garanti.

SPA : Société Par Actions.

SPV : Special Purpose Vehicle.

SRH : Société de Refinancement Hypothécaire.

UBS : Union des Banques Suisses.

VA : Veterans Administration.

VSP : Vente Sur Plans.

Liste des figures

Figure 1.1: Schéma d'un Pass Through.....	19
Figure 1.2: Schéma d'un Pay Through.....	20
Figure 1.3 : les différents intervenants dans l'opération de titrisation.....	30
Figure 2.1 : Schéma de la subordination.....	51
Figure 2.2 : Flux du total return swap.....	54
Figure 2.3 : Schéma du Credit Default Swap.....	55
Figure 3.1 : explication de nouveau dispositif de financement du logement.....	79
Figure 3.2 : schéma de l'intervention de la SRH sur le marché primaire.....	85
Figure 3.3 : Schéma d'intervention de la SRH sur le marché secondaire.....	89

Liste des tableaux

Tableau 1.1 : la typologie des titres émis dans le cadre d'une opération de titrisation.....	25
Tableau 3.1 : Subvention de la caisse national de logement.....	75
Tableau 3.2 : les conditions de refinancement des banques auprès de le SRH.....	87
Tableau 3.3 : mensualités reçues des clients et celles versées à la SRH.....	88
Tableau 3.4 : Tableau synthétique des créances à titriser.....	97
Tableau 3.5 : Les compartiments des créances à titriser.....	98
Tableau 3.6 : Programme d'émission des parts.....	100
Tableau 3.7 : La marge réalisée par la CNEP-Banque.....	101
Tableau 3.8 : L'économie en fonds propres réalisée.....	102

Liste des annexes

Annexe	N ^o
Les lois concernées la titrisation des créances	1
L'organigramme général de la CNEP-Banque	2
L'organigramme de la société de refinancement hypothécaire « SRH »	3
La titrisation classique	4
La titrisation synthétique	5
Tableau des résultats pour « SRH »	6

Résumé :

Le système financier a connu plusieurs changements sur le plan mondial, celui-ci a mené à réduire la capacité d'intervention des gouvernements dans les systèmes bancaires en annulant l'intermédiation financière entre les investisseurs et le marché financier, par conséquent, les banques ont introduit des nouvelles techniques et des nouveaux produits financiers.

Suivant à ces changements, la titrisation est apparue, qui vise à fournir des ressources de financement pour les banques et les établissements financiers en termes de liquidité à partir de transformation des créances à des titres financiers négociables sur les marchés financiers.

Bien que cette technique a des plusieurs avantages, mais la surutilisation peut influencer négativement d'un côté de l'utilisateur en particulier et d'un autre côté l'économie en général.

Le marché financier algérien, en dépit de ses petites avancées, reste à ses premiers balbutiements par rapport aux autres systèmes, par ce là l'utilisation de la titrisation semble être plus important pour l'accroissement du marché et l'économie nationale, mais malheureusement cet outil est négligé à des conséquences inconnues.

ملخص:

شهد النظام المالي على الصعيد العالمي موجة من التحولات، أدت إلى تقلص مساحة تدخل الحكومات في المنظومة البنكية إلى جانب إلغاء الوساطة المالية بين المستثمرين والسوق المالية مما جعل البنوك تعمل على إرساء تقنيات مستحدثة وعرض منتجات مالية جديدة.

على إثر هذه التغييرات، ظهرت تقنية التوريق تهدف لتوفير موارد تمويلية جديدة للبنوك والمؤسسات المالية من حيث السيولة وذلك بتحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالية.

وعلى الرغم من احتواء هذه التقنية على العديد من المزايا إلى أن سوء أو الإفراط في الاستخدام يمكن أن ينعكس سلباً على المستخدم بصفة خاصة وعلى الاقتصاد بصفة عامة.

السوق المالي الجزائري، لا يزال في المرحلة الأولى من التطور مقارنة بالأنظمة المالية الأخرى وذلك فإن استخدام تقنية التوريق يبدو الأكثر أهمية في انتعاش السوق والاقتصاد الوطني ولكن لسوء الحظ يوجد تهميش كبير لهذه الأداة لأسباب غير معلومة.

Sommaire

Dédicaces

Remerciement

Liste des abréviations.....I

Liste des figures.....IV

Liste tableaux.....V

Liste des annexesVI

Résumé.....VII

Sommaire.....X

Introduction générale.....a

Partie I : présentation du processus général de la titrisation.

Chapitre Introductif : Caractères généraux de titrisation.....1

Section 01 : Marché des créances hypothécaire et la titrisation.....2

Section 02 : Définition, Genèse et prémices de la titrisation.....6

Section 03 : Principes et domaine de la titrisation.....13

Chapitre 1 : Mécanisme de titrisation.....16

Section 01 : les formes et les produits issus dans l'opération de titrisation.....18

Section 02 : les différents intervenants dans l'opération de titrisation.....26

Section 03 : le processus de la titrisation.....30

Chapitre 2 : Risques, avantages et inconvénients de la titrisation.....43

Section 01 : les risques inhérents à une opération de titrisation.....45

Section 02 : les techniques de réduction du risque.....49

Section 03 : les avantages et inconvénients de titrisation.....57

Partie II : la titrisation en Algérie

Chapitre I : perspectif d'une opération de titrisation des créances hypothécaire de la CNEP-Banque- au niveau de la SRH.....66

Section 01 : le marché hypothécaire en Algérie.....72

Section 02 : la titrisation des créances hypothécaire en Algérie.....81

Section 03 : simulation d'une opération de titrisation en Algérie.....94

Conclusion générale.....108

Bibliographie

Table des matières

Annexes

**INTRODUCTION
GENERAL**

Introduction générale

Durant les dernières années, la finance a pris une place de leader dans la gouvernance du monde entier, elle a dépassé largement l'économie réelle. Ainsi, toute crise dans la sphère financière peut détruire non seulement les agents financiers, mais elle atteint rapidement les agents économiques, c'est le cas avec la crise des « Subprimes ».

Les systèmes financiers sont des systèmes complexes. Cette complexité apparaît au niveau des instruments et au niveau de la structure des systèmes financiers, qui repose sur l'interdépendance entre des acteurs et des contreparties multiples.

L'ingénierie financière n'a pas cessé de créer de nouveaux produits et de nouvelles méthodes d'échange et d'évaluation de ces produits ; néanmoins, la pertinence de ces créations ne peut être évaluée à court terme, c'est après le déclenchement des crises qu'on s'aperçoit de la défaillance de tels produits ou de telles techniques.

La titrisation est l'une de ces créations, apparut en 1970 aux USA, fut rapidement adaptée par la majorité des pays du monde. Cette technique a encouragé la création de nouveaux instruments financiers qui non seulement ont drainé des ressources importantes vers des secteurs cibles, mais également ont permis d'élargir la gamme des produits négociables à la disposition des investisseurs. L'utilisation de la titrisation a connu un grand essor, donnant ainsi au marché financier une poussée de grande ampleur, cependant les méfaits de son utilisation sur l'économie ne se sont fait sentir qu'avec la crise.

Cette nouvelle technique est d'un apport certain aux banques. En effet, elle leur permet de mieux gérer leur actif et de rendre liquide les créances qui jusqu'à là posaient un problème, du fait de leur immobilisation et de leur charge en fonds propres.

Dans le cadre de BALE, l'accord de 1988 sur l'adéquation des fonds propres et la mise en place du ratio Cooke a entraîné des changements dans la pratique bancaire. On a pu constater que l'introduction d'un système de pondération pour les différentes créances pour le calcul du ratio prudentiel a conduit les banques à privilégier les engagements associés aux coefficients de pondération les plus bas ;

À tarifier leurs produits en tenant compte de leur impact sur le ratio Cooke et à rechercher des activités n'ayant pas un impact sur leurs fonds propres.

Mais parallèlement, les banques ont réalisé que la contrainte de ce ratio pouvait être respectée en sortant de leurs bilans un certain nombre de leurs engagements.

La titrisation a été pour les plus sophistiquées d'entre elles le moyen de réussir cette opération. Un facteur parmi d'autres qui a incité les banques, en particulier celles de l'Europe, à recourir de plus en plus à cette nouvelle technique de financement, ainsi, on l'a vu se développer d'une façon surprenante.

De nos jours le système bancaire Algérien connaît un nouvel envol avec la création de plusieurs institutions financières et l'avènement de beaucoup de banques étrangères, et des efforts considérables sont fournis dans ce domaine pour l'expansion et le développement du marché financier et pouvoir s'aligner au rang des marchés mondiaux, du moins, de ceux de nos voisins. Et c'est dans ce cadre, et ne voulant pas rester à l'écart des innovations financières que la titrisation est apparue en Algérie.

La loi 06-05 du 12 mars portant titrisation des créances bancaires vient manifester la volonté de notre gouvernement de suivre la cadence des banques mondiales. C'est en effet le commencement d'une révolution financière qui se met en marche, même si, en l'état actuel, cette loi est dédiée uniquement à la titrisation des créances bancaires de nature immobilière.

Avec l'expansion de notre marché immobilier, ce dernier paraît le gisement le plus convenable pour faire émerger la titrisation dans notre pays, et cela comme ça s'est passé dans la plupart des pays qui ont commencé d'abord à titriser leurs créances hypothécaires, en l'occurrence ses créateurs les Etats Unis.

Choix et intérêt du thème :

C'est dans ce cadre, notre intéressement au sujet de la titrisation des créances bancaires que nous l'avons choisie comme thème de mémoire de fin d'études. Son intérêt principal consiste à mettre en lumière le mécanisme de fonctionnement de la titrisation et les intérêts qu'elle procure aux différents agents économiques, ainsi que son apport à nos banques en matière de refinancement et de gestion de leurs bilans.

La seconde motivation, La crise financière américaine des « Subprimes » sur le système financier international avec ses conséquences à nous interroger sur l'importance et les bienfaits de cette pratique financière d'une part, et le rôle qu'elle a joué dans les dysfonctionnements financiers récents et le déclenchement de cette crise d'autre part.

Troisième motivation, c'est que le domaine des banques et des instruments financiers nous intéresse plus que d'autres, et les avantages de la titrisation pour les banques et qui permet de développer le marché financier et hypothécaire algérien.

L'objet de recherche :

Nous allons tenter dans notre travail de mener une réflexion qui vise à expliciter le phénomène de « titrisation », et les limites et les conditions de développement de cette technique dans l'environnement financier algérien.

La problématique :

Dans ce souci, nous allons tenter de répondre à la problématique suivante :

« Comment l'opération de la titrisation permet de gérer le refinancement de l'établissement en couvrant les risques liée aux crédits hypothécaires ? »

Les sous questions :

Pour ce faire nous nous sommes posé les interrogations suivantes :

_ Qu'est-ce que la titrisation des créances bancaires ?

_ Comment se fait une opération de titrisation ?

_ Qu'est l'intérêt et l'enjeu de recourir à la titrisation ?

_ Quel est son essor en Algérie ?

Ces questions vont susciter les hypothèses de recherche autour de laquelle va graviter notre travail

Les hypothèses de travail :

Dans notre travail de recherche, nous allons essayer de nous pencher sur trois hypothèses ;

« L'opération de titrisation joue un rôle de limiter les risques de crédit à un certain montant ».

« La technique de titrisation considérée comme une méthode de refinancement et de gestion du bilan ».

« La titrisation est l'une des techniques les plus importantes qui rende le marché financier algérienne plus efficace ».

Afin d'apporter des éléments de réponse à ces différentes questions, nous avons opté pour la « *méthode descriptive et analytique* », et avons structuré notre travail en deux parties devancées d'un chapitre introductif touchant aux caractères généraux de la titrisation.

La structure du mémoire :

La première partie qui aborde les aspects théoriques de la titrisation, est subdivisée en deux chapitres.

- Le premier chapitre intitulé « Le mécanisme de titrisation » traite dans la première section les formes et les produits issus dans l'opération de titrisation et dans la seconde les différents intervenants dans l'opération de titrisation et enfin le processus de la titrisation ; le montage financier d'une opération de titrisation dans ses deux phases : cession des créances et émission des parts ; nous verrons également dans ce chapitre comment les parts émises sont notées par les agences du rating.

- Le deuxième chapitre traite « des risques, avantages et inconvénients de la titrisation » ; il aura pour objet de définir : les différents risques associés à une opération de titrisation, les techniques qu'on pourrait utiliser pour réduire l'ampleur de ces risques, et enfin traité « les avantages et les inconvénients » ; il traitera les avantages et les inconvénients associant une opération de titrisation ; puis sera traité son impact sur la crise financière de 2008.

Quant à la deuxième partie ; elle sera consacrée à l'étude d'un cas pratique ; qui a pour objet la présentation de la situation de notre marché hypothécaire.

On étalera dans un premier temps le mode de financement du logement en Algérie, puis nous toucherons au mode de refinancement des prêts hypothécaires et le rôle que la SRH dans ce cadre.

Et pour illustrer les opportunités offertes par la technique de titrisation en matière de refinancement et de gestion du bilan, nous avons consacré ce chapitre à une simulation de titrisation sur un portefeuille réel de créances hypothécaires.

CHAPITRE INTRODUCTIF
CARACTERES GENERAUX DE LA
TITRISATION

Section 01 : Marché des créances hypothécaire et la titrisation

Lorsqu'un particulier ou une entreprise emprunte auprès d'une institution financière, il est fréquent, notamment dans le domaine immobilier, qu'il ou elle doive en retour hypothéquer le bien en cours d'acquisition. De leur côté, les banques ne disposent plus des capitaux prêtés, et ont besoin de se refinancer.

De cela, on peut parler sur le marché des créances hypothécaire et sa première apparition dans le monde.

1-1 Marché des créances hypothécaire :¹

Né en 1966, le marché hypothécaire rapproche les établissements de crédit souhaitant se refinancer, apporteurs de créances hypothécaires correspondant aux prêts au logement accordés, et les institutions bancaires ou collectrices d'épargne apporteurs de capitaux. Il convient de noter qu'aujourd'hui en France, la part des prêts au logement assortis d'une caution d'une institution bancaire ou d'assurances est devenue dominante par rapport à celle des prêts hypothécaires.

Les établissements de crédit émettent des billets à ordre représentatifs de créances hypothécaires mobilisées. Ces billets sont acquis par les apporteurs de capitaux.

Ces créances mobilisées doivent répondre à des critères d'éligibilité qui portent principalement sur : l'objet du prêt, exclusivement le financement d'un logement de particulier, la sûreté attachée à ce prêt, hypothèque ou privilège immobilier, la durée et la quotité financée. Ce marché a été sécurisé avec la loi n° 69-1263 du 31 décembre 1969 (article 16) prévoyant un nantissement permettant au détenteur du billet à ordre de devenir « sans formalité » propriétaire du portefeuille de créances hypothécaires mobilisées en cas de défaut de l'établissement de crédit.

¹ Henry Raymond, le marché des créances hypothécaire, 2015

Le marché hypothécaire s'étant révélé peu dynamique, une nouvelle impulsion lui a été donnée en 1985.

La loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 dispose que les établissements de crédit émetteurs de billets à ordre mobilisant des créances hypothécaires peuvent se refinancer auprès d'organismes agréés et autorisés à émettre sur le marché financier des obligations de longue durée susceptibles de recevoir la garantie de l'État.

La CRH : Caisse de Refinancement Hypothécaire, créée en 1985 et dénommée aujourd'hui CRH – Caisse de Refinancement de l'Habitat a été de fait la seule agence agréée dans ce dispositif. Les emprunts obligataires qu'elle a émis jusqu'en 1988 ont reçu la garantie de l'Etat. Son unique objet est de refinancer les prêts acquéreurs au logement consentis par les établissements de crédit actionnaires en émettant des obligations sur le marché financier européen. Elle refinance ainsi également, à certaines conditions, des prêts cautionnés. Les obligations de la CRH présentent des caractéristiques identiques à celles des billets émis par ces établissements et acquis par elle.

Les créances correspondant aux prêts refinancés restent au bilan des établissements de crédit et sont nanties au profit de la CRH en garantie des billets conformément aux dispositions des articles L. 313-42 à L. 313-49 du code monétaire et financier reprenant celles de la loi de 1969. En 1999, la crise du Crédit Foncier de France a conduit les Pouvoirs Publics à banaliser le statut de cet établissement et lui a enlevé définitivement son rôle de tuteur sur ce marché (loi n° 99-532 du 25 juin 1999).

1-1-1 Définition de marché hypothécaire :

Parmi les définitions données du marché hypothécaire, nous citerons la suivante :

« Le marché hypothécaire a pour objet de favoriser la réalisation, par l'ensemble des institutions et organismes pratiquant le crédit hypothécaire, de prêts consentis, dans des conditions acceptables de taux et de durée, en vue de la construction ou de l'acquisition de logements de particuliers.

Le fonctionnement du marché est conçu pour permettre d'une part aux organismes prêteurs de mobiliser en cas de besoin les créances représentatives de leurs prêts, d'autre part de faciliter

l'acquisition de telles créances par les organismes habilités à intervenir sur le marché monétaire »¹

« Le marché hypothécaire est un marché où s'effectue l'ensemble des transactions qui portent sur les crédits hypothécaires à long terme.

Les établissements qui ont consenti des prêts immobiliers, eux même assortis d'une hypothèque garantie représentée par la valeur du bien, sont titulaires de ce fait de créances hypothécaires à long terme.

Ils sont susceptibles de négocier leurs créances sur le marché hypothécaire pour se procurer des liquidités »²

A partir de ces définitions, nous pouvons affirmer que le marché hypothécaire est un marché de capitaux à long terme. Il est considéré comme étant un instrument déterminant dans la création et le refinancement des créances hypothécaires, car favorisant le rencontre entre les demandeurs (banques hypothécaires) et les offreurs de capitaux (investisseurs). La création et le développement du marché hypothécaire ont contribué donc de façon décisive à l'évolution, qu'a connu le crédit hypothécaire.

1-1-2 Le crédit hypothécaire ³

Le crédit hypothécaire est un crédit à long terme, garanti par l'affectation hypothécaire d'un ou de plusieurs biens immobiliers, composé de deux conventions :

- le **crédit** qui constitue la convention financière par laquelle vous, crédité, reconnaissez avoir reçu une somme d'argent et vous engagez à la rembourser selon certaines modalités.
- la **garantie hypothécaire** d'un ou plusieurs immeubles, qui donne la certitude au créancier de pouvoir récupérer la somme d'argent que vous avez prélevée ou empruntée.

1-2 La Titrisation :

La titrisation a été définie comme⁴ « un montage financier qui permet à une société d'améliorer la liquidité de son bilan. Techniquement, des actifs sélectionnés en fonction de la qualité de

¹M.Gaudin, ed.séfi " Le crédit au particulier", 1996, p 375

² J-J Granelle, ed. Economica, "Economie immobilière", 1998, p 265

³ Allianz, "Crédit hypothécaire au particulier", 01/03/2016

⁴ Pierre Vernimmen Pascal Quiry et Yann Le Fur, « Finance d'entreprise » Dalloz-Sirey; Édition : 10e édition (31 août 2011), 1191 pages

leurs garanties sont regroupés dans une société "ad hoc" qui en fait l'acquisition en se finançant par l'émission de titres souscrits par des investisseurs. L'entité ainsi créée perçoit les flux d'intérêts et de remboursement sur les créances qu'elle a achetées aux banques et les reverse aux investisseurs via le paiement d'intérêts et le remboursement de leurs titres.

Initialement cette technique a été utilisée par les établissements de crédit dans le but de refinancer une partie de leurs encours c'est-à-dire transformé en titres négociables des prêts à la clientèle. Actuellement, les spécialistes proposent à certains grands groupes industriels de titriser des créances commerciales de façon récurrente, de titriser des immeubles d'exploitation, stocks... en bref de rendre liquide presque tout le bilan ».

Le cabinet "PricewaterhouseCoopers", définit la titrisation comme « une technique financière qui transforme un portefeuille de créances (prêts, créances commerciales...) ou d'actifs non-financiers (contrats d'assurance, immeubles, stocks...) en titres négociables (obligations ou autres), destinés à être cédés à des investisseurs ».

La structure juridique « Ad Hoc » est plus connue sous le terme anglo-saxon « Special Purpose Vehicle » (SPV) qui prend la forme d'un trust en droit anglo-saxon ou « Fonds Communs de Créances » dans le cas français.

Le trust constitue la pierre angulaire de l'opération de titrisation aux Etats Unis. "Il se caractérise par le transfert en pleine propriété de tout ou partie du patrimoine d'une personne « le constituant » à une autre personne, physique ou morale, appelée « Trustee », qui doit le gérer et en disposer dans l'intérêt du bénéficiaire". Le trustee n'est pas un simple administrateur des biens constitués en trust, il en est le propriétaire. A ce titre, il les gère comme il l'entend, et n'a pas de compte à rendre ni au constituant du trust ni au bénéficiaire.

Dans le cadre d'une opération de titrisation, la banque (le cédant) vend (cède) ses créances commerciales au SPV qui se chargera de leurs recouvrements. En contrepartie, le SPV émet des parts représentatives de ces créances. Ces dernières s'amortissent ; et les flux ainsi générés (intérêts et capital) sont affectés au remboursement et à la rémunération des parts émises par la société de gestion.

La titrisation de créances commerciales permet donc à une entreprise de disposer des liquidités immédiates en cédant son poste client. La société cédante, peut ainsi refinancer sa croissance, sans avoir recours à l'endettement bancaire qui peut s'avérer très coûteux

Section 02 : définition, Genèse et prémices de la titrisation

2-1 Définitions courantes :

Dans son appellation usuelle, une titrisation consiste à transformer un portefeuille d'actifs non négociables (créances de toutes natures) en titres négociables sur les marchés financiers adossés à ces actifs qui en constituent une garantie (*Asset Backed Securities*).

On qualifie alors de cédant celui qui vend ses actifs et d'investisseur celui qui les achète ainsi transformés. Ce terme de titrisation (*Securitization*), apparu pour la première fois en 1960 aux États-Unis, est progressivement devenu un nom Titrisation générique décrivant à la fois ce type d'opération et les produits financiers qui en résultent. La titrisation désigne tout aussi bien l'opération sur un portefeuille de prêts à la consommation qu'un titre d'investissement dans une titrisation hypothécaire espagnole.

Dans les années pré-crise, la structuration a offert, jusqu'à l'excès, la possibilité de produire du risque à la carte en termes de *rating*, de maturité ou de profil de risque... Cette dérive a été encouragée par des investisseurs qui réclamaient toujours plus de produits « sur mesure » à rendement élevé, quitte à ne plus en comprendre eux-mêmes les tenants et les aboutissants. Le développement des produits synthétiques s'est opéré presque entièrement dans cette logique.

La titrisation est alors devenue synonyme de « crise financière » depuis 2007, date à laquelle le nom s'est vu couramment associé au terme *subprime* (littéralement « qualité inférieure »). Depuis lors, cette technique financière est alternativement décriée (le plus souvent) ou défendue sans qu'une ligne claire ne se dégage tant au niveau des utilisateurs « établissements financiers cédants ou investisseurs » qu'au niveau des autorités de tutelle, des régulateurs ou des responsables politiques.

Seules les structures juridiques spécifiques « comme le Fonds commun de titrisation français » testées à l'épreuve des chocs endurés pendant la crise, ont été unanimement louées et sont toujours utilisées avec succès.

Qu'en pensent les personnes impliquées ou, plus généralement, experts du secteur bancaire et financier.

Voici quelques-unes de leurs citations¹ :

- Joël Bessis: « *Securitization is a technique used to sell balance sheet assets to outside investors* ». (La titrisation est une technique qui sert à vendre des actifs de son bilan à des investisseurs extérieurs).

John Hull : « *La titrisation revient à encaisser la valeur actuelle de flux financiers futurs.* »

- Arnold Kling : « *La régulation en 2002 a offert l'opportunité aux banques d'abaisser leur ratio de fonds propres sur actifs grâce à des opérations de financement structuré* » et « *a incité les agences de notation à un optimisme exagéré au niveau du marché hypothécaire* ».

- Bertrand Jacquillat : « *La titrisation consiste à transformer des crédits bancaires en titres financiers* ».
- Xavier Lacaze : « *La titrisation est une technique financière consistant pour un agent économique, généralement une banque ou une institution financière, à céder à des investisseurs, sous forme de titres négociables, une certaine proportion de créances préalablement individualisées* ».
- François Terrade : « *Le terme titrisation est noté CCC. La technique financière, elle, reste AAA* ». (Respectivement, la notation la plus basse et la plus haute possible).

Ces quelques extraits reflètent la nature et la perception d'une opération de titrisation, assimilables au système financier tout entier, à une plus petite échelle : transformer des actifs réels, présents (un financement réalisé par une banque par exemple) ou futurs (des recettes attendues) en actifs financiers de marché, en veillant à ce que le lien entre les deux groupes de valeurs soit le plus direct possible, en dépit du fait qu'ils évoluent dans des univers résolument distincts.

Un actif réel peut être défini plus précisément comme un bien économique qu'il est possible de représenter par ses flux financiers prévisionnels à la manière d'un contrat financier.

¹ Jean-Michel B et Benoît H, 'Titrisation maillon clé du financement de l'économie', Édition 18, 2013 RB, pp 16 – 17.

Il diffère des autres actifs économiques considérés comme « réels », car provenant de l'économie, mais dont les flux futurs sont incertains.

La définition de John Hull mérite que l'on s'y attarde un instant. Elle résume mieux que toute autre la place de la titrisation dans l'économie moderne : monétiser aujourd'hui des flux futurs (provenant d'un actif non négociable) par l'émission d'une dette (devenant un passif négociable) dont le remboursement sera indexé sur ces flux futurs.

Le différentiel entre les deux flux, qu'il est possible d'actualiser, représente le gain ou la perte de l'opération. La titrisation permet aussi au cédant de matérialiser rapidement un gain ou une perte. Si les créances et les crédits bancaires constituent la grande majorité des actifs qui font l'objet de titrisation, ils sont loin d'être les seuls. Tout actif qui produit des flux financiers futurs et dont on peut en évaluer le risque est susceptible d'être titrisé.

En résumé, la titrisation peut être considérée comme un moyen d'isoler un groupe d'actifs dits « cantonnés » (ou *ring fenced* dans le jargon financier) et de le faire financer directement par des tiers investisseurs.

Le mode de financement est celui d'une dette, émise sur les marchés de capitaux, bénéficiant d'un recours sur ces actifs. Cela poursuit, en l'améliorant, le modèle de financement dit « Pfandbriefe » introduit dès les XVIII^e et XIX^e siècles dans plusieurs pays comme l'Allemagne, ou le Danemark, et que nous décrivons au chapitre.

Aujourd'hui encore, on peut considérer qu'il existe deux techniques de titrisation : l'une que l'on qualifierait « d'intermédiée » (*covered bonds*) lorsque les actifs restent au bilan de l'établissement financier et l'autre désintermédiée (*delinked*) lorsque les actifs sont transférés dans une structure *ad hoc* séparée.

2-2 Genèse et prémices de la titrisation

2-2-1 aux Etats Unis¹

La titrisation constitue une des formes de financement des crédits les plus évoluées de la finance moderne. Bien comprendre cette technique, nécessite de se pencher sur le modèle Américain qui fait figure de référence. A ce titre, un aperçu sur le financement du logement et le marché hypothécaire aux Etats Unis est nécessaire.

¹ Garnier, T et Jaffeux, C. “ La titrisation, Aspects juridique et financier, Economica“, Paris, 1997, P13.

Le système de financement du logement aux USA, a été mis en place dans les années 1930 en même temps que la mise en place du système bancaire après la crise de 1929.

En effet, le financement du logement était assuré d'une part par les institutions d'épargne ou « Saving and Loans » ; et d'autre part par les banques commerciales traditionnelles, qui finançaient des crédits à long terme et à des taux fixes par la collecte de fonds à court terme.

Dans le courant des années 70, la montée des taux d'intérêts incita des établissements spécialisés et des banques d'investissement à proposer aux épargnants des placements dont le rendement était supérieur à celui des dépôts offert par les « Savings and Loans ».

Ce phénomène entraîna une fuite des déposants vers d'autres placements et priva en conséquence les « Savings and Loans » d'une partie importante de leurs ressources.

Par ailleurs, l'augmentation de la volatilité des taux d'intérêts, rendait de plus en plus risqué pour les « Savings and Loans » le refinancement des prêts hypothécaires longs et à taux fixe par des dépôts à court terme. Il s'ensuivit, une crise de crédit hypothécaire, les banques ne voulant plus prendre ces risques de transformation : crise à laquelle les pouvoirs publics ont voulu remédié en proposant une nouvelle forme de refinancement des crédits hypothécaires.

Cette nouvelle forme de refinancement de l'immobilier consistait en la création, par les autorités fédérales, de trois institutions :

· En 1932 La « Federal Home Loan Bank » (FHLB) qui arrêta la réglementation applicable aux caisses d'épargne avec pour objectif de créer un marché secondaire ;

- En 1934 la « Federal Housing Authority » (FHA) propose une assurance contre le risque de défaillance sur le marché hypothécaire et met en place une standardisation des garanties des prêts ;
- En 1938 la « Federal National Mortgage Association » (FNMA) ou « Fannie Mae » disposait de la capacité d'acheter les prêts hypothécaires et de les conserver.

Il existait donc jusqu'à la fin des années 1970, un oligopole sur la détention des créances hypothécaires. La fonction de stabilisation du marché hypothécaire revenait à la FNMA.

Elle était chargée d'acheter les prêts hypothécaires auprès des établissements de crédit en se refinançant sur le marché obligataire, parallèlement à cela, la FHA garantissait les créances

hypothécaires. Ce schéma s'est avéré défaillant à cause de l'apparition de nouvelles contraintes, notamment la hausse des taux d'intérêt, l'accroissement des encours de créances hypothécaires et le marché du logement qui est devenu plus concurrentiel.

De ce fait, les pouvoirs publics ont tenté de faciliter le refinancement des créances hypothécaires, la FNMA a été scindée en deux organismes : l'un conservant ses fonctions initiales, et l'autre prenant le nom de Gouvernement National Mortgage Association (GNMA ou Ginnie Mae) dont la mission était de garantir les certificats représentatifs de crédit aux standard FHA. En 1970, un autre organisme vit le jour la « Federal Home Loan » Mortgage Corporation (FHLMC ou Freddie-Mae), « une agence fédérale qui, sous sa propre signature, assume des tâches proches de celles de la FNMA et de la GNMA ».

Ce sont ces institutions qui ont permis de faire démarrer la titrisation aux Etats Unis, en organisant l'émission de valeurs mobilières adossées à des pools de créances.

2-2-2 En europe :

En Europe, le démarrage de la titrisation a été plus lent. Cette lenteur relative est imputable à plusieurs facteurs, dont le principal est vraisemblablement comparé aux États-Unis, la moindre maturité et la moindre profondeur des marchés financiers qui limitent, de fait, le nombre d'investisseurs potentiels. En outre, en dépit de l'unification européenne, les marchés sont restés cloisonnés avec, encore, des réglementations différentes et, jusqu'à récemment, des risques de taux différents.

Comme aux États-Unis, cette technique s'appliquait, théoriquement, aussi bien aux actifs bancaires qu'aux créances commerciales (les « portefeuilles clients ») des grandes entreprises.

Néanmoins, dans certains pays comme la France, la réglementation a initialement limité l'utilisation de la titrisation aux créances bancaires. De fait, en France, l'intégration de ce mécanisme dans le processus réglementaire a été progressive.

La première loi du 23 décembre 1988 que l'on voit apparaître les premiers véhicules de titrisation : les Fonds Commun de Créance (FCC). La loi décrit ainsi les FCC : « Le fonds commun de créances est une copropriété qui a pour objet exclusif d'acquérir des créances et d'émettre des parts représentatives de ces créances. Le fonds peut comporter deux ou plusieurs compartiments si son règlement le prévoit.

Chaque compartiment donne lieu à l'émission de parts représentatives des actifs du fonds qui lui sont attribués»¹

La première opération de titrisation eu lieu en 1989, il s'agissait de créances de la SBF garantie par la Caisse Autonome de Refinancement. Comme l'indique le titre d'un article des Echos de 1991, « La titrisation trouve peu à peu ses marques » au cours des années qui suivirent. En effet, alors qu'on ne comptabilise que sept opérations de titrisation en 1990, à partir de 1991, chaque année.

Le cadre de la titrisation a évolué notamment avec l'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008 qui permet de titriser un nombre plus important d'actifs (des crédits bancaires aux créances commerciales, risques d'assurance, titres de créances, etc.) de développer les différentes techniques de titrisation (rechargement des véhicules extensions des modalités de rehaussement de crédit, gestion active des portefeuilles et revente des actifs achetés) ainsi que le types de titres émis par les véhicules de titrisation.

Ces modifications ont permis un développement considérable de la titrisation en France, même si nous sommes encore loin derrière les Etats-Unis.

2-2-3 En Afrique² :

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

Tunisie : La titrisation fera son apparition dans le paysage financier tunisien avec la loi n° 2001-83 du 24 juillet 2001 portant promulgation du code des organismes de placement collectif.

¹ Loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, Chapitre VII : Du fonds commun de créances, Article 34.

²www.cdvm.gov.ma, consulter le 18-03 2017 à 15 :35h.

De même, une loi sur la titrisation a donné en Algérie un souffle nouveau à l'habitat et a auguré l'augmentation des prêts aux ménages pour l'acquisition de terrains, de logements et l'aménagement de résidence.

Section 03 : principes et domaine de la titrisation

3-1 Principe de la titrisation :

Par la définition, le principe de la titrisation de l'actif consiste à convertir des actifs généralement non liquides en titres qui peuvent être négociés sur le marché financier.

A l'origine de l'opération, se trouve un cédant qui désire vendre une partie de ses créances à un organisme approprié appelé habituellement « Special Purpose Vehicle ».

Pour financer l'acquisition des créances auprès de l'établissement cédant, le SPV constitue des parts représentatives de ces actifs. Cette transformation d'actif, peut par ailleurs, s'accompagner d'une restructuration et d'une reconfiguration. Donnant ainsi, aux titres offerts sur le marché, des caractéristiques différentes des actifs sous-jacents en termes de paiement, de coupons, de durée et de sensibilité aux fluctuations des taux.

Une fois les parts constituées, elles sont ensuite placées auprès d'investisseurs. Les flux (intérêts et principal) générés par les créances sont rétrocédés au SPV. Ce dernier va à son tour, les affecter au remboursement et à la rémunération des porteurs de parts et des commissionnaires.

3-2 Domaine de la titrisation¹ :

En matière de titrisation, les créances sont en général toutes représentatives d'opérations de crédit. Elles naissent d'un contrat de prêt. Il faut donc exclure a priori la titrisation des titres de propriété ou de garanties de créance.

❖ Initialement, aux États-Unis, la titrisation portait uniquement sur des crédits hypothécaires. Ensuite, elle s'est progressivement étendue aux crédits à la consommation, en particulier aux crédits automobiles, aux crédits nés de l'utilisation des cartes de crédit, au leasing informatique et même aux factures de téléphone et d'électricité.

¹ Sèarni C-C, Rachel AHOYO, mémoire Maîtrise en droit (LLM.), Université Laval, 1997, p 21.

On distingue ainsi de nos jours, aux États-Unis. Deux catégories de créances titrisables : les créances hypothécaires (mortgage backed securities) et les créances non hypothécaires (asset backed securities) regroupant toutes les autres formes de crédit.

❖ Au Canada où la titrisation est largement inspirée du modèle américain.

On retrouve les mêmes créances titrisables qu'aux États-Unis à savoir les créances hypothécaires, les créances automobiles, les créances nées de l'utilisation des cartes de crédit etc. Il en est de même de la Grande-Bretagne où, jusqu'à la fin des années 1980, la titrisation portait essentiellement sur des créances hypothécaires.¹

❖ En France, les grandes catégories de créances pouvant faire l'objet de titrisation sont les crédits à la consommation, les crédits automobiles, les crédits à l'habitat, les créances sur les collectivités locales et d'une façon générale, les crédits sur le secteur public. Les crédits aux entreprises n'ont été admis que récemment.

Il importe de préciser qu'en France, au de % de la titrisation, seules les créances d'une durée supérieure à deux ans, détenues par des établissements de crédit ou des caisses de dépôt étaient susceptibles d'être titrisées. Étaient aussi titrisables les créances qui sans être initialement consenties par des établissements de crédit, étaient détenues par eux suite à une cession.

En 1993, la Loi 88-1201 a été modifiée par la Loi 93-06 du 4 janvier 1993 ; depuis cette modification, les créances d'une durée de vie inférieure à deux ans ont été admises à la titrisation.

❖ En Afrique, et particulièrement dans le contexte de l'Union monétaire ouest Africaine (UMOA), des considérations propres à la gestion de la dette publique intérieure ont conduit à adopter cette innovation financière qu'est la titrisation. Contrairement aux expériences américaines et européennes, la titrisation dans l'UMOA concerne donc essentiellement les créances du secteur public.

Que ce soit en Amérique du Nord, en Europe ou en Afrique, la titrisation ne peut être entreprise que selon des normes juridiques établies régissant son cadre d'exercice ainsi que son mode de

¹Laurence JAMES, « securities Law in the United Kingdom », in GRAHAM & TROTMAN/a rtinus Nijhoff, « International Securities Law Handbook ». éd. Karl-Edud Von der Heydt Stanley Keller. Great Britain 1995, p. 209.

fonctionnement. Aussi nous paraît⁴ opportun de déterminer le cadre juridique et réglementaire dans lequel est mise en œuvre cette nouvelle technique financière.

CHAPITRE I
LE MECANISME DE LA
TITRISATION

Introduction du chapitre :

L'opération de titrisation nécessite l'intervention de plusieurs parties ainsi qu'elle passe par différentes étapes en commençant par la cession jusqu'à l'émission des obligations sur le marché financier.

Lorsque le cédant et en renonçant à des prêts collectés sous la forme d'une masse homogène de prêts qui doivent être respectés ensemble de normes afin d'assurer le bon fonctionnement du processus, ainsi que la protection des droits des investisseurs.

Nous avons discuté dans ce chapitre, le mécanisme de la titrisation à diverses étapes, où nous avons consacré la première section pour présenter les formes et les produits issus dans l'opération de titrisation émanant d'elle, que notre offre dans la deuxième partie les différents intervenants dans l'opération de Titrisation, et enfin dans la troisième section nous avons traité à travers les étapes du processus de titrisation.

Section 01 : les formes et les produits issus dans l'opération de Titrisation

1-1 Formes de titrisation :

Il existe de nombreuses techniques de titrisation ; leur classification peut se faire soit par type d'actif titrisé ; soit par type de structuration appliquée.

La classification faite sur la base de la structuration appliquée.

On distingue dans ce cas, deux principaux mécanismes :

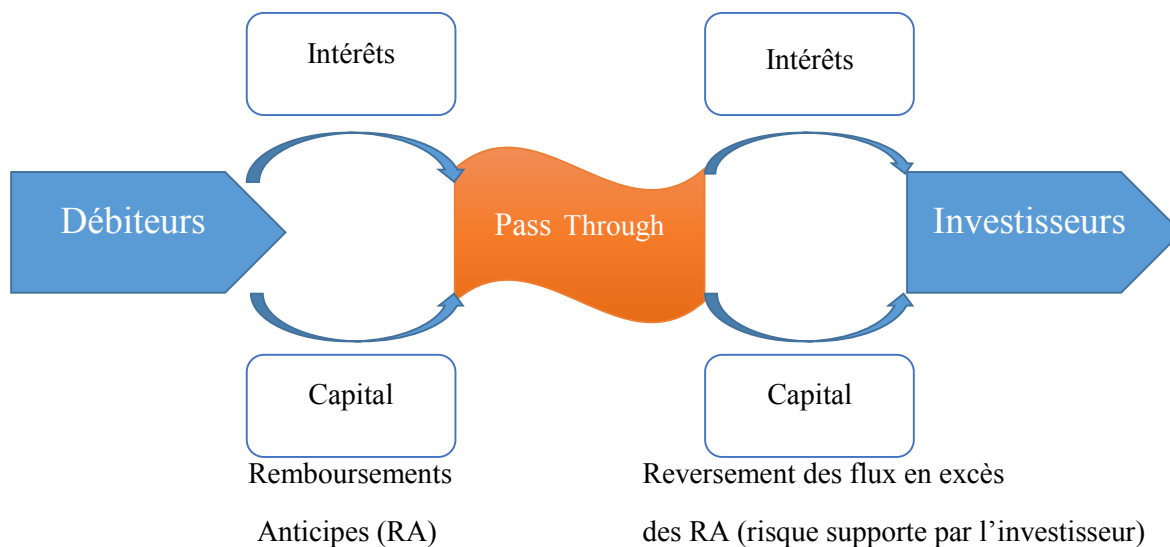
1-1-1 Le Pass through securities¹ :

Le « Pass through » est la forme la plus simple des opérations de titrisation. Il a été créé par la « Gennie Mae » en 1970. représentent des titres de propriété d'un pool de créances de même catégorie détenues par le SPV. Le cédant remet ses titres à l'entité créée pour les fins de titrisation et les flux générés par ces créances sont la source des flux qui seront payés aux investisseurs. Il n'y a pas dans cette structure de transformation des flux et des caractéristiques des créances.

Cette forme qui est la première à être apparue est particulièrement bien adaptée à la titrisation des créances hypothécaires.

On peut illustrer le mécanisme d'un Pass Through comme suit :

¹ Sophie Guémené Vincent Ade enjeux de la titrisation, mémoire fin d'étude CNAM - DESS FINANCE D'ENTREPRISE 2004, p 17.

Figure 1.1: Schéma d'un Pass Through

Source : FEDALA Zineddine, La Titrisation Des Créances Bancaires, Mémoire de fin d'études, 2008, ESB, P 11.

1-1-2 Le Pay Through securities¹ :

Une deuxième structuration d'émission dite « Pay Through » est apparue aux Etats- unis, en 1975.

Les *pay-through securities* sont des titres émis par le SPV dont les flux sont alimentés par les titres sous-jacents mais dont les caractéristiques ont été adaptées pour répondre aux besoins des investisseurs. La forme la plus utilisée des *pay-through* a été les CMO (*Collateralized Mortgage Obligations*) qui ont la caractéristique d'avoir un profil d'amortissement bien défini à l'avance et offrant aux détenteurs plusieurs titres dont la maturité diffère.

Le succès de CMO a conduit à l'apparition de CLO (*Collateralized Loan Obligations*) qui généralement ont plusieurs classes de titres dans lesquels les titres subordonnés absorbent les risques de pertes avant les titres non-subordonnés.

La croissance du marché, la demande exercée par les investisseurs et le travail d'innovation des spécialistes en ingénierie financière ont amené à l'apparition de toute une série d'autres produits ayant des structures de plus en plus sophistiquées et complexes. En effet, les flux

¹ Sophie Guémené Vincent Ade op-cite, p18

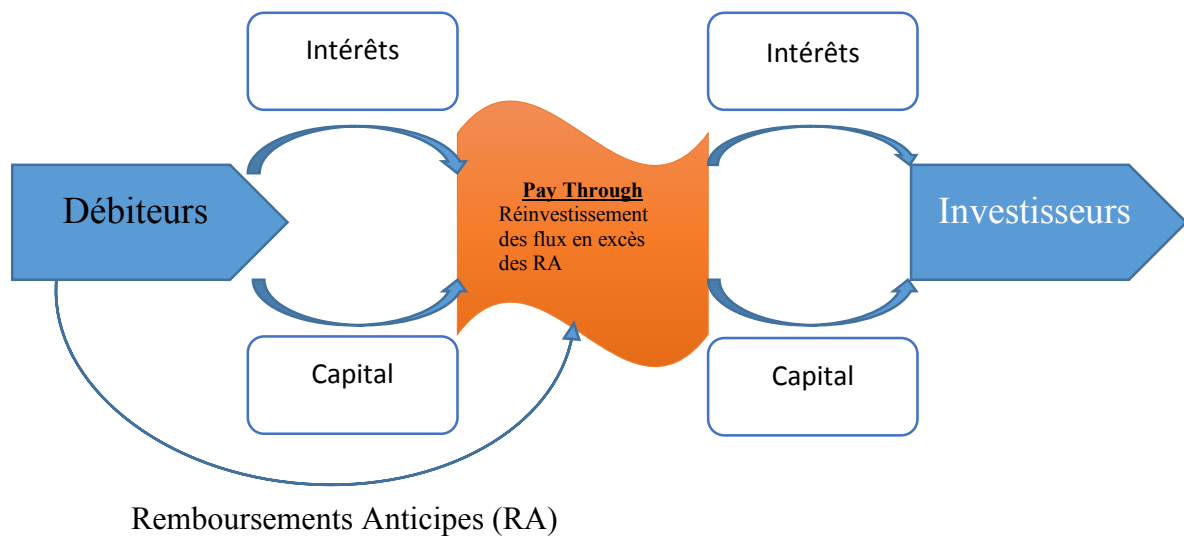
provenant des emprunteurs de l'établissement cédant, sont transformés par l'organisme de titrisation, en des versements dont le profit est adapté pour répondre à des caractéristiques souhaitées par les porteurs de parts :

- ✚ tranches de différentes maturités,
- ✚ titres à amortissement prédéterminé,
- ✚ titres à amortissement « in fine » de type obligataire, voire même zero coupon.

Le règlement des investisseurs se fait selon un échéancier préalablement établi, généralement différent de celui des créances.

On peut schématiser le mécanisme des « Pay Through » Securities comme suit :

Figure 1.2: Schéma d'un Pay Through.



Source : FEDALA Zineddine, op-cite, p11.

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) distingue deux types de titrisation :

1-1-3 La titrisation classique (off balance sheet) ou titrisation Désintermédiée¹ :

Cette catégorie comme son nom l'indique, le pool de créances n'est, dans ce cas, pas conservé dans le bilan du cédant.

Il est vendu à un véhicule de titrisation (Special Purpose Vehicle ou SPV), une entité dite ad-hoc spécialement créée pour la transaction, qui le conservera tant que l'actif le plus long ne sera pas expiré et qui va en financer l'acquisition en émettant une dette structurée en plusieurs tranches :

La tranche « equity » qui sera la première affectée en cas de défaillance des débiteurs, la tranche intermédiaire dite « mezzanine » et enfin la tranche « senior » qui représente une plus faible exposition au risque, généralement notée AAA par les agences de notation.

« Le paiement des intérêts et le remboursement du capital emprunté sont assurés par les flux financiers et la valeur du portefeuille de créances ».

Ainsi, le processus de titrisation suit un cheminement complexe depuis l'octroi du prêt au client emprunteur jusqu'à l'investisseur.

1-1-4 La titrisation synthétique (on balance sheet) ou titrisation intermédiée :²

La titrisation synthétique n'est pas issue des produits de la titrisation ; mais on parle toujours de la titrisation synthétique par opposition à la titrisation déjà définie, dite précisément titrisation classique.

Par titrisation synthétique on désigne des opérations dans lesquelles il n'y a pas cession des créances ni refinancement de celles-ci. La transaction consiste à transférer à une contrepartie, tout ou partie du risque du débiteur initial via un dérivé de crédit.

Le mécanisme repose sur la conclusion d'un contrat de dérivé de crédit entre la banque et le véhicule intermédiaire ; où la banque achète une protection contre le risque et vend le risqué lié au sous-jacent au SPV. Le SPV, vendeur de la protection contre le risque, émet des titres, dits synthétiques, souscrits par les investisseurs. Les sommes provenant du produit de l'émission

¹ Angelos Delivorias, Comprande la titrisation, Service de recherche du Parlement européen, 2015, p 9

² Arab sofan, La Titrisation Des Créances Bancaires, mémoire de fin d'études, 2007, ESB, p 16

serviront –en partie ou en totalité- au dédommagement de l'acheteur de la protection en cas de défaut de l'actif.

Le but recherché par l'établissement de crédit, en recourant à une titrisation synthétique n'est pas un refinancement de son bilan, mais plutôt une diminution des risques liés à ses actifs.

La mise en place d'une titrisation synthétique est plus simple et moins coûteuse qu'une titrisation classique. En effet, c'est une transaction qui ne nécessite pas la création d'un FCC pour assurer le montage, il n'y a pas non plus des commissions à verser aux différents intervenants, comme est le cas dans la titrisation classique.

1-2 Les produits issus dans l'opération de titrisation¹ :

La multiplication des formes de titrisation depuis quelques années a augmenté sensiblement la panoplie des titres issus sur ce marché. Il n'y a pas à vrai dire de nomenclature unique, mais on a tendance à garder la distinction traditionnelle qui est faite aux Etats Unis, entre les titres issus de refinancement des crédits hypothécaires et ceux supportés par d'autres formes de créances. On parle dans le premier cas des MBS (Mortgage Backed Securities) et dans le second des ABS (Asset Backed Securities).

1-2-1 Les Mortgage Backed Securities (MBS):

Littéralement, cela signifie titres adossés à des créances hypothécaires. Historiquement, ce sont les MBS qui furent mises les premières en place aux Etats Unis à l'instigation des Mortgage Bankers, car ces prêts hypothécaires des institutions d'épargne sont relativement standards en termes de taux et de maturité.

On fait aujourd'hui la différence entre :

1-2-1-1 Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) : ils représentent des titres émis à la suite de la Securitization de créances hypothécaires commerciales finançant des programmes immobiliers, et chaque créance est garantie par l'hypothèque sur, l'investissement en question.

¹ www.cdvm.gov.ma, consulter le 29-04-2017 à 18 :00h.

1-2-1-2 Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) : ce sont des opérations adossées à des crédits hypothécaires résidentiels.

1-2-2 Les Asset Backed Securities (ABS):

Le secteur de la titrisation aux Etats Unis s'est développé au début avec seulement des créances hypothécaires. Ce marché ayant atteint le stade de maturité d'autres formes de titrisation sont apparues et ayant pour objet des créances non hypothécaires. Il s'agit notamment des « Asset Backed Securities » qui s'appliquent à d'autres éléments d'actif. Ces derniers peuvent revêtir la forme de :

1-2-2-1 Certificate of Automobile Receivables (CAR) : qui désignent les titres issus de la titrisation des crédits automobiles. Leurs caractéristiques essentielles sont :

- Leur terme, plus court que celui des titres hypothécaires, les rend moins sensibles au risque de remboursement anticipé.
- Ils sont le plus souvent garantis par plusieurs moyens.

1-2-2-2 Certificate of Amortizing Revolving Debts(CARD) : ce sont les titres issus de la titrisation des concours résultants de l'usage des cartes de crédit.

1-2-2-3 Asset Backed Commercial Paper (ABCP) : ce sont des titres de dette à court terme.

Dans ce cas, le sous-jacent des titres émis, c'est du papier commercial (titres de créances à court terme). Ce dispositif est utilisé par les banques pour financer les besoins de financement à court terme, c'est-à-dire des actifs d'exploitation.

1-2-3 Les innovations récentes de la titrisation :

Depuis l'émergence de la titrisation, les montages n'ont cessé de se développer. Ils révèlent l'extrême diversité d'un marché dont l'activité ne fait que se renforcer d'années en années à travers l'exploration de nouveaux domaines d'intervention. Parmi les principales opérations portant sur de nouveaux types d'actifs ayant récemment fait l'objet d'une titrisation on trouve :

1-2-3-1 Les CDO « Collateralized Debt Obligations » : ce sont des obligations adossées à des dettes, ils appartiennent à la catégorie des ABS.

Ils recouvrent deux types d'opérations :

- ✓ Les CLO « collateralized loan obligations » : ils correspondent à des montages de titrisation où les actifs cédés sont des prêts bancaires accordés aux entreprises.
- ✓ Les CBO « collateralized bond obligations » : ce sont des titres émis par voie de titrisation sur la base d'un actif composé de titres financiers émis par des entreprises industrielles ou commerciales comme les obligations.

1-2-3-2 Les WBS « Whole Business Securitisation » : Le WBS consiste à titriser les créances futures à naître de l'intégralité des opérations d'une société conclues dans le cadre d'un contrat, ces créances futures peuvent être des loyers, créances d'abonnement à l'eau, au gaz, à l'électricité etc.¹

Le tableau ci-dessous détaille la typologie des principaux titres émis dans le cadre d'une opération de titrisation :

¹E. Coulomb, Les nouveaux gisements de la titrisation, Revue banque magazine, n° 638, Paris 2002, P26.

Tableau 1.1 : la typologie des titres émis dans le cadre d'une opération de titrisation

<i>Typologie d'actifs sous-jacents</i>	<i>Acronymes D'usage</i>	<i>définitions</i>
<i>Prêts non-hypothécaire aux particuliers</i> <i>Emprunts automobile</i> <i>En cours de cartes de crédit</i> <i>Redevances de crédit-bail</i> <i>Emprunts pour travaux immobiliers</i> <i>En cours de primes d'assurances</i> <i>Prêts étudiants</i> <i>Prêts a la consommation</i> <i>Ect....,</i>	<i>ABS</i>	<i>Asset-backed Securities</i>
<i>Créances commerciales à court terme</i>	<i>ABCP</i>	<i>Asset-backed Commercial paper</i>
<i>Prêts hypothécaires pour l'acquisition de logements aux particuliers</i>	<i>RMBS</i>	<i>Residentiel Mortgage-backed securities</i>
<i>Prêts hypothécaires pour l'acquisition de locaux commerciaux aux particuliers et entreprises</i>	<i>CMBS</i>	<i>Commercial Mortgage-backed Securities</i>
<i>Prêts accordés pour l'acquisition d'outils de production ces actifs faisant l'objet d'un nontissement.</i> <i>les prêts "whole business" Sont remboursés par les flux de trésorerie issus de l'exploitation de ces outils de production</i>	<i>WBS</i>	<i>Whole Business Securities</i>
<i>Prêts non-hypothécaires accordés aux entreprises ou obligation (traditionnel), ou dérivé de crédit (synthétique)</i>	<i>CDO</i>	<i>Collateral Debt Obligations</i>

Source : Christoph Lejard-congrès de réseau d'IAE, 2008

Section 02 : les différents intervenants dans l'opération de titrisation

Le processus de titrisation fait intervenir plusieurs agents économiques, chacun jouant un rôle différent et venant chercher un profit.

2-1 Le cédant :

C'est l'établissement qui désire céder ses titres de créances à un Fonds Commun de Créances pour se refinancer. En général, c'est un établissement de crédit et non pas exclusivement des banques.

Dans la plus part des pays, les autorités de surveillance établissent la liste des types d'établissement qui sont autorisés à pratiquer les opérations de titrisation.

2-2 Le Fonds Commun de Créances :

Le Fonds Commun de Créances (ou le Special Purpose Vehicle¹ dans le cas anglo-saxon) est le principal intervenant dans toute opération de titrisation. C'est une copropriété sans personnalité juridique². Son objectif est exclusivement « d'acquérir des créances détenues par des établissements de crédit et d'émettre des parts représentatives de ces créances ».

Il est constitué de la société de gestion et du dépositaire.

2-2-1 La société de gestion : est une société commerciale qui gère le FCC et qui preserve les intérêts des détenteurs des parts.

La société de gestion accomplit plusieurs taches afin de faire fonctionner correctement le Fonds ; elle s'occupe notamment de :

- ✓ L'élaboration du règlement du FCC ;
- ✓ La gestion de la trésorerie disponible et les flux liés aux créances détenues
- ✓ La comptabilité du fonds et les institutions relatives aux mouvements de compte ;

¹ On parle aussi de Trust, de conduit ou de fonds commun de créances (FCC).

² T.Garnier & C. Jaffeux, op-cite, P48.

- ✓ Ainsi que du suivi de l'émission et le placement des parts et enfin organiser la liquidation du fonds une fois celui-ci arrivé à maturité.

2-2-2 Le dépositaire : est un établissement de crédit ou tout autre établissement agréé par le ministère de l'économie.

Cet établissement s'occupe de la conservation des actifs du FCC ainsi que sa trésorerie (liquidité en attente de réemploi), et s'assure de la régularité des décisions prises par la société de gestion.

Enfin, ces deux co-fondateurs émettent un règlement reprenant les caractéristiques du FCC.

Il contient notamment un descriptif des créances cédées, des parts émises et de la liquidation du Fonds Commun de Créances.

2-3 L'arrangeur :

C'est un établissement financier, généralement une banque, à qui le cédant va confier le montage de l'opération. Elle est constituée d'une équipe de spécialistes en ingénierie financière qui travaille en collaboration avec les agences de notation.

L'arrangeur traite avec l'établissement cédant et n'a aucune responsabilité vis-à-vis des investisseurs. Son rôle est de servir les objectifs du cédant, en :

- _ Mettant à sa disposition un refinancement compétitif ;
- _ En assurant une meilleure structuration du bilan
- _ En transférant une part aussi importante que possible de ses risques ;
- _ Et en libérant une partie de ses fonds propres¹, tout en limitant l'impact de l'opération sur le compte de résultats.

Vu le caractère complexe de l'opération de titrisation, le montage peut être effectué conjointement entre l'arrangeur et le cédant.

2-4 Le recouvreur :

C'est lui qui se charge de recouvrer les sommes dues par les créanciers du cédant, et les transmet au FCC contre une rémunération. Généralement, c'est le cédant qui assure cette mission. Cependant en cas de faiblesse, un autre établissement peut le remplacer.

Pour des raisons pratiques, il est préférable que la fonction de recouvrement continue à être assurée par l'établissement cédant moyennant paiement d'une commission.

Dans le sens où ce dernier, connaît mieux les débiteurs qui restent ses clients pour d'autres opérations.

2-5 Les agences de notation¹ :

Elles jouent un rôle incontournable en appréciant pour investisseurs la qualité des parts mises en circulation. Elles évaluent, en effet, le risque inhérent au montage du FCC et le risque du portefeuille des créances qui ont été cédées.

Après une étude détaillée de l'émetteur et de la structure juridique de la transaction, l'agence donne une évaluation des titres par degrés de risque en tenant compte que plus le risque est important, plus la notation est faible et plus la rémunération demandée par les investisseurs est importante. AAA est la meilleure notation sur l'échelle de l'agence qui indique que les paiements sont d'une sécurité maximale.

2-6 Les investisseurs :

Ce sont les porteurs des parts qui cherchent une diversification de leurs placements. Outre la rentabilité des investissements, ces derniers recherchent également, la liquidité et la sécurité des instruments acquis.

2-7 Les autorités de surveillance :

Leur rôle principal est d'autoriser et surveiller le fonctionnement de ce genre d'opération. Elles veillent également au respect des conditions réglementaires par les différents intervenants.

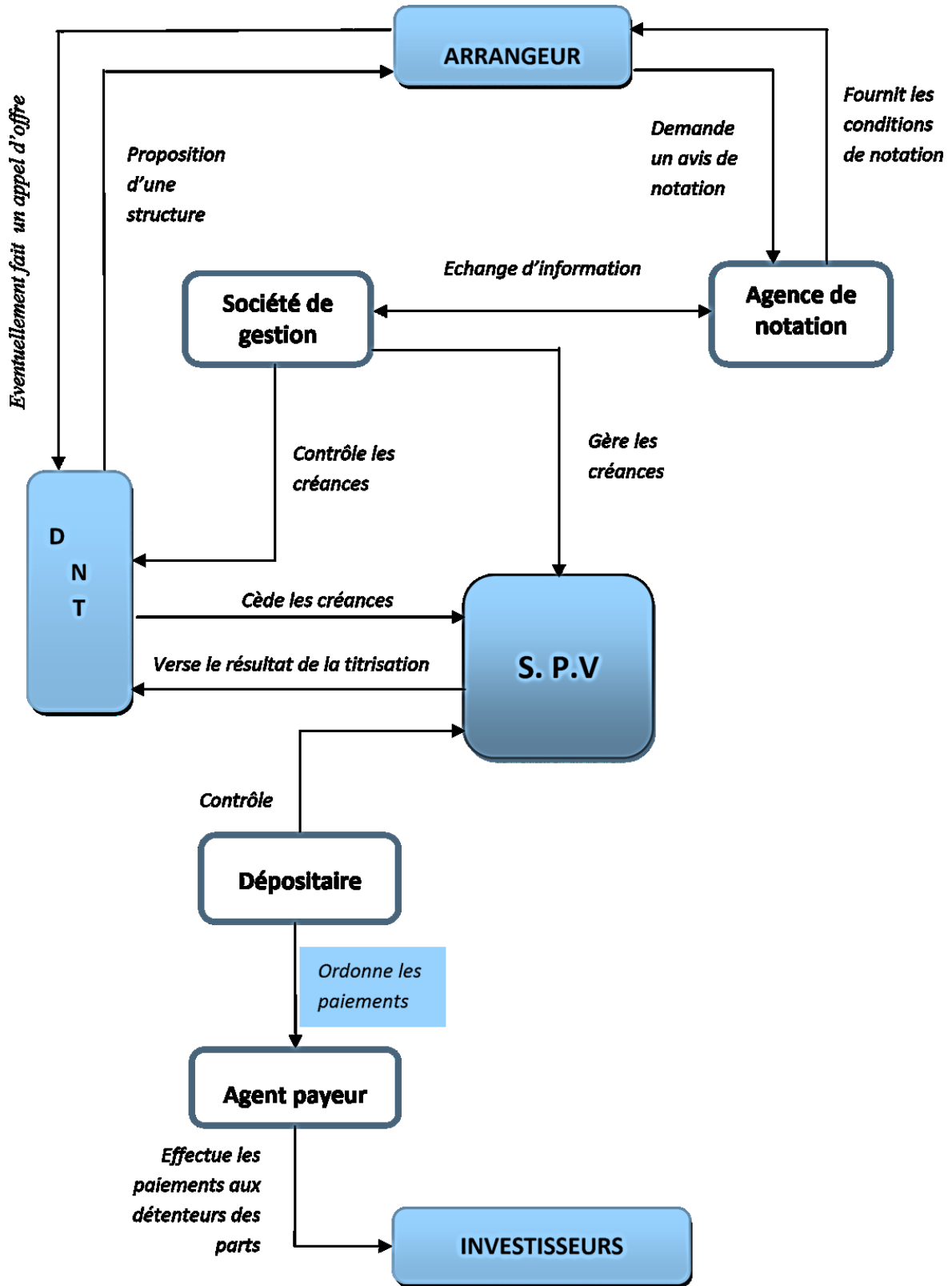
2-8 L'agent payeur :

Son rôle est essentiellement un rôle d'exécution. Il est chargé de s'occuper des paiements à effectuer aux différents ayants droit (investisseurs notamment).

En ce qui suit le schéma simplifié d'une opération de titrisation, avec les différents intervenants dans l'opération :

¹ François Leroux, la titrisation, note pédagogique MIC n 16, p 5.

Figure 1.3 : les différents intervenants dans l'opération de titrisation¹.



¹ S. Guémené, *Les enjeux de la titrisation*, Mémoire de fin d'études, DESS Finances, Paris, P 8.

Section 03 : le processus de la titrisation

3-1 Cession des créances

3-1-1 Sélection des créances à titriser :

Toutes les créances ne peuvent pas être titrisées, et ce dans un souci de protection des acquéreurs des parts mais également dans un souci de rentabilité. Il faut donc délimiter celles qui sont susceptibles d'être cédées.

Les créances qui peuvent faire l'objet d'une titrisation obéissent généralement à deux principes : homogénéité et bonne santé.

a. Homogénéité des créances à céder : un portefeuille de créances ne peut être transformé en titres qu'à condition qu'il puisse donner lieu à une évaluation précise. Ce qui suppose en premier lieu, qu'il soit composé de créances homogènes, de nature comparable. Cependant les critères d'homogénéité ne sont pas standardisés, et varient selon les législations des différents pays. Néanmoins on peut retenir trois critères:

- La durée de l'emprunt.
- Le comportement en matière de remboursement par anticipation.
- Et le risque de défaillance.

Les créances qui seront choisies pour être titrisées doivent avoir donc, des échéances proches les unes des autres et un taux de remboursement anticipé et de défaillance plus au moins identique.

b. Bonne santé des créances à titriser : cela entend que les créances doivent être saines. En effet, l'opération de titrisation exclut:

- *Les créances immobilisées* : Sont celles dont

« Le remboursement final n'apparaît pas compromis mais qui ne peuvent être remboursées en raison de difficultés de trésorerie momentanées éprouvées par le débiteur, ou d'obstacle d'ordre juridiques ou politiques indépendant de sa volonté »¹.

- *Les créances douteuses* : Sont des créances qui présentent un risque probable ou certain de non recouvrement partiel ou total de la créance.
- *Les créances litigieuses* : Sont des créances qui ont un caractère contentieux, c'est à dire leurs recouvrement nécessite un recours à une procédure judiciaire.

Du point de vue pratique, l'établissement cédant procède à l'extraction des prêts répondant aux critères suscités, à partir d'un fichier comprenant les caractéristiques des prêts et leur tableau d'amortissement. Ces derniers seront gérés et exploités de façon indépendante.

Toutefois, l'isolement de pool de créances à titriser est une opération qui peut s'avérer complexe, et les établissements cédants doivent disposer d'un système informatique performant et souple en vue de la réussite de l'opération.

3-1-2 Les statistiques historiques des créances :

L'homogénéité des créances n'est pas suffisante pour la réussite de la transaction. Une bonne connaissance en statistiques est également nécessaire. L'utilisation des statistiques, permet au cédant de connaître le comportement historique des créances à céder et de prévoir leur évolution dans le temps.

A cet effet, la banque doit se doter d'un logiciel de statistiques performant lui permettant d'estimer les risques liés au comportement de ses débiteurs tels que le remboursement anticipé, défaillance des débiteurs,... etc. Et ce pendant tout le cycle de vie d'une créance et non seulement à un instant donné.

L'ingénieur financier va donc, constituer des séries historiques permettant de suivre la vie complète d'une production déjà arrivée à échéance, pour projeter dans l'avenir le cycle de vie d'une production actuelle. La simulation du comportement du portefeuille nécessite une très forte corrélation entre le portefeuille observé et celui sélectionné, notamment quant à la qualité du débiteur, du montant de la créance, de la catégorie du prêt,...ect.

¹ T.Garnier &C.Jaffaux, op-cite, P.93

3-1-3 La cession :

Les créances ainsi choisies vont être cédées à l'organisme de titrisation. Dans le cas français, la cession de créances à un FCC se fait selon un mode simplifié, dérogatoire au droit commun et néanmoins extrêmement efficace. L'établissement de crédit remet au FCC un simple bordereau, dit bordereau de cession. De ce point de vue, la loi s'est largement inspirée de la cession Dailly¹. La cession prend effet entre les parties et est opposable aux tiers, à la date apposée sur le bordereau.

Lorsque les créances sont garanties par des sûretés personnelles ou réelles, la remise du bordereau entraîne de plein droit le transfert de ces sûretés au FCC, et l'opposabilité de ce transfert aux tiers, sans qu'il soit besoin d'autres formalités. En particulier, aucune publicité foncière n'est nécessaire pour transférer au FCC les éventuelles hypothèques attachées aux créances cédées.

La législation a exigé la conclusion d'une convention entre l'établissement cédant et le FCC. Cette dernière contribue à la clarté et la transparence du système mis en place, et vient régler toutes les questions entre le cédant et le cessionnaire, auxquelles le bordereau de cession n'aura pas systématiquement répondu. La convention constitue un document descriptif des créances cédées et sûretés qui les accompagnent ; et participe à une meilleure définition des conditions de la cession, ce qui n'est pas indifférent compte tenu des divers effets produits par la cession.

3-2 Structuration et émission des parts :

Une fois l'actif à titriser est défini et constitué, il est question maintenant de le financer.

Une ou plusieurs structures sont choisies en fonction des exigences du cédant et des attentes des investisseurs en termes de rémunération, de risque et de maturité. Le but étant d'aboutir à une structure qui concilie entre les deux parties.

¹ C'est la loi n°81-1 du 2 janvier 1981 du droit Français, dite loi Dailly, modifiée par la loi n°84-46 du 24 janvier 1984. Elle stipule dans son article premier : « Tout crédit qu'un établissement de crédit consent à une personne morale ou physique dans l'exercice par celle-ci, de son activité professionnelle, peut donner lieu au profit de cet établissement, par la seule remise d'un bordereau, à la cession ou au nantissement par le bénéficiaire du crédit, de toute créance que celui-ci peut détenir sur un tiers ».

3-2-1 L'évaluation du prix de cession des créances :

Le rôle du SPV est l'acquisition des créances et l'émission de parts représentatives de ces créances. Il convient donc de déterminer le prix d'acquisition des créances afin de pouvoir ensuite déterminer le montant de titres à émettre.

L'évaluation du prix de cession des créances, tiendra compte des principaux risques attachés aux créances titrisées à savoir le risque de remboursement anticipé et le risque de défaillance des débiteurs.

Pratiquement, le prix de cession correspond à la valeur résiduelle de portefeuille de créances, en tenant compte des remboursements anticipés et des défaillances des clients.

Une fois le prix de cession des créances est établi, il est nécessaire de créer une ou plusieurs catégories de titres dont la vente permettra de financer l'acquisition des créances. En pratique, le FCC effectue les deux opérations simultanément.

3-2-2 La structuration des flux :

La structuration d'une opération de titrisation consiste à transformer un lot de créances hétérogènes en une émission de titres homogènes. Ces titres auront les caractéristiques des titres se trouvant sur le marché financier. Cette opération permet de transformer des créances à annuités constantes¹ en titres amortissables in fine (proches des obligations).

La structuration du FCC est le métier le plus complexe et le plus difficile à maîtriser dans une opération de titrisation. Une obligation fondamentale, qui a trait à la trésorerie du FCC, doit être respectée. En effet, cette dernière doit être en permanence positive.

A partir de l'analyse statistique réalisée sur les créances, l'arrangeur connaît les caractéristiques de l'actif théorique à partir duquel il va structurer le FCC. Dès lors, la structuration nécessite un système d'information et d'aide à la décision.

Ce système va nous permettre, de calculer la rentabilité des structures choisies et indiquer les possibilités d'optimiser le montage. Il doit pouvoir modéliser les flux, de manière à obtenir une parfaite adéquation entre le remboursement des débiteurs et le règlement des investisseurs ; tout en tenant compte des remboursements anticipés et des défauts de paiement qui peuvent se manifester.

¹ Généralement, les prêts hypothécaires sont amortis selon des annuités constantes.

Les flux théoriques ainsi estimés et corrigés des aléas, permettent de déterminer la valeur de cession des créances et d'opérer une structuration du FCC.

3-2-3 Emission des parts :

✓ Le mécanisme de l'émission :

En contrepartie des actifs acquis, l'organisme de titrisation émet des titres représentatifs de ces derniers. La valeur et le rendement des titres seront en fonction des risques qu'ils recèlent. Les conditions d'émission et de remboursement de ces valeurs mobilières sont déterminées par les statuts, le règlement de gestion de l'organisme de titrisation ou par le contrat d'émission.

L'émission des titres adossés au fonds de créances se fait sur le marché primaire. Ces titres seront répartis entre les différents investisseurs en fonction de leurs parts dans le fonds.

Plusieurs titres peuvent être émis selon le pool de créances et le risque y inhérent. Ceci est obtenu en recourant à la technique de subordination ¹ qui consiste à établir une hiérarchie au sein des porteurs des parts. Généralement, trois tranches de titres sont émises:

- Une première tranche dite « *equity* » ou *junior* qui absorbe l'essentiel du risque attaché au portefeuille d'actifs titrisés ;
- Vient ensuite une seconde tranche dite « *mezzanine* », qui présente une exposition au risque intermédiaire ;
- Enfin, la dernière tranche est constituée de la dette « *senior* », qui présente une très faible exposition au risque de crédit.

A ce stade, il est fait souvent appel à des tiers, ainsi qu'à une agence de notation, pour fournir des avis, expertiser la qualité de crédit du lot des créances et structurer les différentes tranches.

Cependant, ce travail est très compliqué. Afin de réussir son émission l'émetteur recourt à un logiciel de calcul très sophistiqué, qui calculera le montant et l'amortissement des différentes parts. Cela se fait en fonction des études statistiques menées sur le portefeuille sous-jacent, concernant les différents aléas affectant le pool de créances. Plusieurs simulations sont faites, la simulation optimale est retenue.

¹ La technique de subordination sera plus détaillée dans le chapitre 2 ; section 2.

✓ **Nature des titres émis :**

Les titres émis par le Fonds Commun de Créances sont assimilés à des titres de créances négociables sur le marché secondaire. Cependant, les caractéristiques de ces titres se différencient d'une législation à une autre. Dans le cas français, ils sont considérés comme étant des valeurs mobilières, et de ce fait, ils sont soumis à la réglementation boursière émanant des différentes autorités du marché.

Les parts de FCC, comme les autres produits financiers à revenu fixe, donnent droit à une rémunération en intérêts et à un remboursement du principal. Les paiements s'effectuent périodiquement tout le long de la vie des parts. Cependant, les sommes remboursées ne sont pas prédéterminées (sauf dans le cas des Pay Through Securities). En effet, au fur et à mesure que les créances attachées aux parts sont remboursées, les flux provenant de leur recouvrement sont rétrocédés aux porteurs de parts selon un échéancier spécifique d'allocation de flux. (Selon la structuration des différentes parts susmentionnées).

Notons enfin, que lors de la structuration des parts du FCC ; plusieurs tranches sont émises selon le niveau de risque que comportent les créances sous-jacentes. Evidemment ces niveaux de risque sont compensés par une marge de rentabilité. En effet, l'investissement en parts émises par un organisme de titrisation rémunère mieux qu'un produit financier d'une qualité comparable.

✓ **Rechargement du Fonds Commun de Créances :**

Lors d'une opération de titrisation, et si les créances que détient le FCC sont d'une maturité relativement courte, ou si il est à court de liquidités, ce dernier peut acquérir de nouvelles créances après sa constitution, c'est ce qu'on appelle *le rechargement du FCC*.

Le rechargement d'un Fonds Commun de Créances consiste à ajouter de nouvelles créances sur de nouveaux débiteurs, au portefeuille cédé initialement¹. Pour cela, le FCC utilisera soit la trésorerie générée par les créances remboursées à leur échéance, soit il émettra de nouvelles parts sur le marché. Cependant, le rachat de créances et/ou la réémission de parts ne doivent pas affecter le niveau de sécurité dont bénéficient les porteurs de parts déjà émises.

¹La loi française en la matière exige que ces créances doivent avoir les mêmes caractéristiques que les anciennes.

Un véhicule de titrisation peut trouver dans la possibilité de réémettre des titres de nombreux avantages. Outre le fait que de telles réémissions lui assurent une plus grande pérennité, lui permettant ainsi, de rentabiliser sur une durée de vie plus longue.

les frais de mise en place de la titrisation. Le placement des titres sera facilité puisqu'il pourra être étalé dans le temps.

La possibilité d'ajuster en continu les évolutions de l'actif et du passif des véhicules de titrisation, leur donne une souplesse nécessaire pour refinancer des portefeuilles de créances fluctuants, par exemple des encours de crédits permanents et peut, par ailleurs, leur permettre de constituer plusieurs compartiments de titres du même genre.

3-3 La notation des titres émis :

La complexité des opérations de titrisation, l'étendue de la gamme des actifs titrisables, et l'incertitude des flux du FCC font de la notation une étape indispensable dans toute émission.

3-3-1 Définition de la notation (Rating) :

Le rating est un terme d'origine américaine dont la traduction signifie « évaluation ». Il désigne à la fois un processus et un résultat final qu'est la notation. La définition du rating admise par tous les professionnels est : « *processus d'évaluation du risque attaché à un titre de créance, synthétisé en une note¹, permettant un classement en fonction des caractéristiques particulières du titre proposé et des garanties offertes par l'émetteur* »².

L'évaluation du risque lié au titre, est assimilée au risque de perte due à une défaillance de l'émetteur, qui ne pourrait honorer ses engagements en intérêts et en capital à la bonne date.

La notation du FCC dans les opérations de titrisation, revient donc à déterminer le niveau de risque final des parts émises par ce fonds, et à apprécier si sa structure est à même de respecter ses engagements de paiement en fonction du calendrier contractuel. Il s'agit d'une estimation du risque de défaut auquel s'exposent les investisseurs et d'identifier les garanties à faire correspondre à ce risque.

¹ La note émise par l'agence de rating varie d'AAA (triple A, qualité maximale) à C (forte probabilité de défaut)

² KARYOTIS D, *La notation financière : une nouvelle approche du risque*, La revue Banque Editeur, Paris, 1995, Page 16.

Parmi les agences de notation les plus connues au monde on trouve : « Moody's, Standard » & « Poor's et Fitch ».

3-3-2 Processus de notation :

De prime abord, les agences du rating s'assurent que la demande de notation émise par les émetteurs est recevable. Il n'est donc pas nécessaire d'entamer le processus de notation sachant que l'évaluation sera mauvaise, ce qui est souvent le cas des banques de création récente, caractérisées par une forte activité de spéculation et ne disposant pas d'outils performants de contrôle des risques. Le processus de notation passe par les étapes suivantes:

➤ Demande de notation :

L'établissement cédant doit présenter à l'agence un dossier comportant un certain nombre d'éléments sollicités par les différentes agences de notation¹. Ces éléments sont nécessaires pour effectuer l'évaluation ; ils englobent² : les statuts, le registre de commerce, les cinq derniers rapports de gestion, les bilans, les comptes de résultats et quelques annexes certifiés par le commissaire au compte.

Ce dossier permet à l'agence de rating d'apprécier la possibilité d'engager la notation. Si c'est le cas, l'établissement cédant présente une demande officielle signée par son dirigeant principal.

La demande de notation requiert l'autorisation pour l'agence, de prendre connaissance de toutes les informations qui lui paraîtront nécessaires et qui lui assurent une parfaite compréhension de la situation financière du cédant.

L'intervention de l'agence de notation est formalisée par la signature d'une lettre de rémunération ou d'engagement. Généralement, elle est établie par la présentation de la transaction, sur la base d'une note formalisant les éléments fournis lors de cette présentation, en particulier une estimation des frais de notation qui dépendent de la complexité de la transaction.

➤ Etude de notation :

Les critères de notation, généralement propres à chaque classe d'actifs, ont pour objet de permettre à l'agence de se faire une opinion sur la capacité des actifs à faire face au service de

¹ La réglementation en matière de titrisation exige que les titres émis soient notés par les agences de rating.

² Mémoire trouvé sur internet. P 16.A revoir.

la dette. Les diligences réalisées par l'agence, à travers l'analyse des titres à émettre, l'analyse de l'émetteur et les entretiens avec les dirigeants de l'établissement cédant sont identiques à celles d'une notation d'entreprise.

L'étude de notation comprend les étapes suivantes :

- **Réunion avec les dirigeants :**

Cette entrevue entre l'émetteur et les représentants de l'agence permet de prendre connaissance des caractéristiques générales de l'opération envisagée : types de créances à titriser, structure et méthodes de couverture des risques retenues et la structure juridique choisie (FCC, conduit,...).

- **Collecte d'informations :**

Une note de synthèse présentant l'opération, à laquelle sont joints des renseignements sur les performances historiques des actifs à titriser, ainsi que toutes les données relatives aux risques encourus par l'émetteur (risque de crédit, risque juridique,...etc.) est élaborée.

- **Visite sur site :**

Ce déplacement permet au notateur de se faire une idée sur la politique d'octroi des prêts et d'analyse du risque, suivie par le cédant. Il lui permet également de prendre connaissance du fonctionnement des principaux services de la banque tels que le contrôle des risques, l'informatique, l'audit interne, la comptabilité ...etc. Une attention particulière est réservée à la gestion du contentieux.

- **Analyse des risques :**

L'évaluation des risques liés au montage du Fonds Commun de Créances est l'élément le plus important dans ce processus. Cette évaluation concerne ¹:

- L'analyse des créances ;
- L'intégrité des flux ;
- Et l'étude des documents contractuels.

¹ La titrisation, *revue d'économie financière*, n° 59, Association des établissements financiers, Paris 2000, P 85-90

- **Une évaluation des créances** : l'agence de rating examine :
 - Les caractéristiques de l'ensemble des prêts titrisés, et les statistiques historiques constatées ;
 - Les critères d'acceptation des dossiers de crédit, utilisés par l'établissement cédant ;
 - La qualité de la gestion des prêts, les procédures de recouvrement, de contrôle interne et la fiabilité des systèmes d'information.
- **Une évaluation de l'intégrité des flux** : l'agence de rating s'intéresse également à l'examen :
 - Des mécanismes de liquidité en cas de délais de paiement ;
 - De l'étendue et la qualité de la protection contre les impayés et les défauts de paiement ;
 - Du montant des garanties intrinsèques contre la défaillance, qui est directement lié aux statistiques découlant de la structuration de l'actif et à la note que l'émetteur souhaite obtenir ;
 - Des risques de délai ou de perte ultime provenant de l'insolvabilité d'une des contreparties de l'opération ou du contexte juridique, réglementaire, fiscal ou comptable.

En particulier, l'agence de notation s'assure du principe de *séparation des comptes*¹ : c'est l'émetteur qui perçoit les flux provenant des créances. En cas de faillite, le risque existe que des fonds, temporairement en suspens dans les caisses de l'émetteur jouant le rôle du dépositaire, ne soient pas attribués aux porteurs de parts. Des comptes spécifiques devront donc être ouverts, afin d'isoler ces sommes au bilan de la banque et de les gérer d'une manière indépendante. Ainsi, le règlement des fonds dus aux investisseurs est assuré.

- **Une évaluation des documents contractuels** :

L'agence de notation s'assure que des engagements contractuels concernant la transaction ont été établis entre le cédant et l'organisme de titrisation, et que leur portée est bien formulée. Ces engagements doivent prévoir explicitement les conséquences, c'est-à-dire l'enchaînement des événements si l'une des parties manque à ses obligations.

¹ P. Gagey, La Titrisation, SEFI, Montréal, 1990, P.162.

- **Comité de notation :**

Ce comité est chargé de l'analyse de l'ensemble des informations qui lui sont communiquées par l'établissement cédant. Il statue sur la possibilité de l'émetteur d'atteindre la note souhaitée ou pas.

Dans le cas où la notation souhaitée ne correspond pas à l'appréciation globale du risque et le niveau de couverture proposé, le comité informe le banquier cédant des résultats de l'opération. Il lui communique un certain nombre de recommandations tels que le changement de certaines créances, un rehaussement de crédit, ...etc.

Dans le cas contraire, si la note ciblée peut être atteinte, une lettre de notation est préparée et communiquée au banquier.

- **Surveillance :**

Les agences de rating révisent la structure de la transaction, et informent l'établissement cédant de combien doit s'élever le montant de l'amélioration de crédit, nécessaire pour augmenter la cote (note) sur les actifs au niveau désiré. De plus, elles assurent en permanence une surveillance sur la qualité du portefeuille, et modifient en conséquence la notation en cas de survenance d'un événement affectant le portefeuille.

3-3-3 Méthodologie de notation :

La notation des opérations de titrisation se distingue de la notation traditionnelle ; notamment dans la procédure suivie. En effet, l'évaluation des parts émises par le SPV se spécifie par le fait que la note attribuée est un objectif ; et non un constat figé sur la qualité de crédit des créances à céder. Cet objectif est atteint par le biais des techniques de rehaussement et des couvertures nécessaires, déterminées et exigées par l'agence de rating.

La notation d'une opération de titrisation repose sur des flux de trésorerie aisés à définir, puisque ceux-ci proviennent d'actifs isolés, sur une durée de vie et une capacité juridique délimitées (la capacité juridique étant limitée à l'objet de la transaction). Par conséquent, ces éléments comme d'autres caractéristiques de la transaction, notamment la répartition des tranches, offrent davantage de flexibilité et peuvent être adaptés aux exigences de l'agence de rating, de manière à aboutir à la notation souhaitée.

Les méthodologies de notation se diffèrent dans leurs principes et contenu, selon les agences. Moody's par exemple, a une méthode basée sur la perte attendue « Excepted Loss », alors que Standard & Poor's et Fitch se basent sur la probabilité de défaut « Probability of Default ». Néanmoins, toutes ces agences se basent sur une modélisation de la détermination des risques de pertes des actifs qui seront cédés au véhicule de titrisation.

Pratiquement, l'agence de rating étudie le portefeuille de créances à céder, analyse le taux de retard de paiement et de perte que le cédant a supporté dans le passé sur des créances analogues et l'évolution de ces taux sur plusieurs années.

Elle détermine alors, avec l'arrangeur, un scénario de défaillance standard qui permet de simuler l'évolution du portefeuille dans une situation normale. Elle propose ensuite plusieurs scénarios dits « catastrophes » prenant en compte les taux de pertes historiques, qui servent de base à l'évaluation du risque¹.

¹ Les agences publient des matrices de défaut indiquant le risque de défaut estimé en fonction de la maturité et de la notation du titre.

Conclusion du chapitre :

La technique de titrisation se base sur un principe complexe nécessitant le passage par plusieurs étapes, Mais la base de la mise en place de ce processus réside dans la sélection optimisée pour les prêts de bloc qui doit faire l'objet d'étude précise par le cédant d'une part et par l'agence de notation d'autre part, d'évaluer ses performances à l'avenir.

La performance de ces prêts reflète les obligations performances offertes pour vous abonner à lien flux provenant des prêts ceux payés aux investisseurs et, par conséquent, cette évaluation donne une image claire de la qualité des obligations aux investisseurs dont les abonnés.

CHAPITRE II

RISQUES, AVANTAGES ET INCONVENIENTS DE LA

Introduction du chapitre :

Face au développement du système bancaire et l'apparition de nouvelles contraintes dans le domaine financier, les établissements de crédit se trouvent obligés de chercher de nouveaux moyens et techniques pour faire face aux besoins de leurs clients, besoins aussi importants que les solutions classiques ne peuvent y répondre. Ces derniers ont de plus en plus recouru à la titrisation de leurs actifs, et cherchent par cette nouvelle ingénierie financière à développer leurs possibilités de refinancement, à mieux gérer les risques liés à leurs activités et à augmenter leurs rentabilités financières. Cependant, cette nouvelle technique n'est pas exempte de quelques risques.

Ce chapitre, traitera des enjeux de recourir à la technique de titrisation. Ainsi on présentera dans une première section les différents risques liés à cette opération, on parlera dans la deuxième section des différentes techniques auxquelles les banques recourent afin de réduire ces risques, et enfin on terminera par l'exposition des différents avantages et inconvénients de cette technique de financement dans la troisième section.

Section 01 : les risques inhérents à une opération de titrisation

Les titres émis par l'organisme de titrisation, exposent les investisseurs à de multiples risques : défaillance de l'un des intervenants, remboursements anticipés des créances, conflits d'intérêts, perturbation du rythme des flux financiers.

1-1 Le risque de défaillance des débiteurs¹ :

Les titres cédés lors d'une opération de titrisation sont soumis au risque de défaillance des débiteurs. C'est un risque intrinsèque, mais lié aussi aux conditions changeantes du marché.

Ce risque doit être connu, ou estimé par l'organisme de titrisation. Pour ce faire, l'arrangeur recourt aux agences de notation. Par le biais d'une modélisation, l'agence de rating appréhende ce risque par le calcul de deux taux : le taux de défaut et le taux de recouvrement (de récupération) en cas de défaut.

✓ *Le taux de défaut* : il mesure les défauts enregistrés à une certaine période, à partir de la date de mobilisation de la créance jusqu'à la date de cession. Ce taux se calcule par le rapprochement des encours de fin de période tombés en défaut à l'encours initial. Il rend compte ainsi des montants, en capital et en intérêts, qui n'ont pas été récupérés à la fin de chaque exercice.

Pour ce faire, l'agence de notation utilise un modèle qui repose sur la connaissance d'une statistique passée de défaillance. Chaque prêt du portefeuille se voit donc allouer une probabilité de défaut en fonction de cette statistique, et ainsi le taux de défaut est obtenu à partir d'une agrégation des probabilités de défaut de chaque créance.

✓ *Le taux de recouvrement* : en complément du taux de défaut du portefeuille, une autre estimation du recouvrement des créances est étudiée, toujours sur la base des recherches historiques du portefeuille.

Cet indicateur permet de mesurer la perte que risque le créancier en cas de défaillance. Il se calcule par le rapport du montant recouvré sur le montant en défaut à la fin de chaque exercice.

¹ ARAB Sofiane, la titrisation des créances bancaires, mémoire fin d'étude, ESB, 2008, p 30.

« Plus précisément, il rend compte de la capacité du cédant à exercer ses droits de recours contre ses débiteurs défaillants »¹.

Notons enfin, que l'ensemble de ces paramètres est communiqué aux investisseurs dans les notes d'informations relatives à la cession.

1-2 Le risque de remboursement anticipé :

Les créances cédées au SPV, s'agissant de prêts accordés par les établissements de crédits à leurs différents clients, ont un profil d'amortissement déterminé. Cependant, elles sont assorties d'une option dite : « de remboursement par anticipation ».

Le risque de remboursement anticipé est le risque pour le porteur de parts de recevoir des remboursements en capital aléatoirement, et non pas comme prévu lors de leurs émission. Ceci complique la gestion, et diminue la durée de vie moyenne de ce type de placement pour l'investisseur.

Les principales raisons qui poussent la clientèle de la banque à de tels comportements peuvent être résumées en ce qui suit :

- a. Des raisons financières : la décision de l'emprunteur de rembourser son prêt peut provenir de l'apparition de nouvelles opportunités de financement sur le marché financier, le critère décisif étant bien entendu la différence existant entre le taux de l'emprunt et celui prévalant sur le marché.
- b. L'emprunteur peut être amené à vendre son bien à la suite d'un divorce d'un déménagement ou tout simplement à la suite d'une évolution de ses besoins de logement.
- c. Et finalement un remboursement anticipé peut également se produire pour d'autres raisons :
 - Défaillance du débiteur qui ne peut faire face au remboursement de son prêt, il y a donc vente forcée de son bien ;
 - Décès de l'emprunteur ;

¹A. Djebourri, La titrisation et son impact sur le marché en Algérie, Mémoire de fin d'études, ESB 2001, P.35

- Disparition ou détérioration du logement lors des catastrophes naturelles entraînent aussi son remboursement anticipé de par l'existence de polices d'assurance.

Le remboursement anticipé rend la performance des parts aléatoire, et correspond à un coût d'opportunité puisque le capital doit être remplacé à un taux différent à celui de la créance initiale.

Concrètement, le risque augmente lorsque les émetteurs de titres à revenu fixe réalisent, dans un contexte de baisse de taux d'intérêts, qu'ils ont avantage à rembourser certains titres de dette passés pour les remplacer par des titres nouveaux émis à des conditions plus favorables. Et dans ce cas, l'investisseur remplace le capital ainsi obtenu, à un taux plus bas, il constatera donc un manque à gagner.

En revanche, lorsque les taux augmentent, il y a très peu de remboursements anticipés et l'investisseur constate un manque à gagner par rapport aux taux de marché, plus favorables.

1-3 Le retard de paiement ou risque d'immobilisation :

Le remboursement d'un crédit se fait selon un délai initialement prévu au contrat. C'est en fonction de ce délai que le créancier fait ses propres prévisions afin de faire face à ses propres échéances. En conséquence, le simple retard dans le remboursement peut lui être préjudiciable.

Il y a retard de paiement lorsque, sans être défaillant, le débiteur a des difficultés momentanées à respecter l'échéancier de sa dette. Ainsi, le créancier sera obligé d'attendre un délai supplémentaire pour obtenir ce remboursement et peut être même qu'il ne l'obtiendra que partiellement. Les titres émis étant représentatifs des créances qui lui sont cédées.

Un grand risque pèse sur l'émetteur : le risque d'immobilisation ; car faute de liquidité ce dernier aura de la difficulté à honorer ses engagements vis-à-vis des porteurs de parts.

Le retard de paiement peut occasionner des frais supplémentaires pour le créancier. Celui-ci devra, par exemple, emprunter pour honorer ses obligations fondées sur le flux que devait lui apporter ce remboursement. En principe, le créancier compense ces désagréments par des intérêts de retard.

Or, nous savons maintenant que le Fonds commun de créances ne peut pas emprunter ; aussi, le risque de retard de paiement sera-t-il couvert par des mécanismes de liquidités, dont le coût viendra diminuer le prix de la cession du «pool de créance »¹.

1-4 Le risque de détérioration de la notation :

Au cours de la vie du SPV, il peut arriver que la notation effectuée par les agences spécialisées soit revue à la baisse. Cette éventualité est néanmoins assez faible du fait de l'existence de techniques de réduction du risque.

1-5 Le risque de perturbation des flux financiers :

Il peut exister un manque de synchronisation entre les flux attendus des débiteurs du cédant, et les paiements réellement effectués par le SPV aux détenteurs des parts. Ces perturbations peuvent être engendrées par des retards de paiement, des problèmes d'erreurs ou des difficultés techniques lors des paiements.

1-6 Le risque de défaillance des intervenants :

Comme nous l'avons vu, plusieurs entités sont parties prenantes à une opération de titrisation. Le risque existe toujours que l'une de ces parties fasse défaut. Ce risque est accentué dans la mesure où une même entité peut jouer plusieurs rôles dans la structure de titrisation (c'est le cas ; par exemple, lorsque l'établissement cédant joue également le rôle du recouvreur des créances).

¹ Mémoire Présentée par la Faculté des Études Supérieures de l'université Laval, la titrisation, pour l'obtention du grade de Maîtrise en droit (LLM.), 1997, p 12

Section 02 : les techniques de réduction du risque

Comme on vient de le voir, les créances acquises par le fonds ne sont pas à l'abri des risques de défaillance ou de remboursement anticipés. Afin de pouvoir vendre les parts constituées à partir de ces créances, le SPV est tenu de rehausser leur qualité du crédit.

Le niveau et le type de rehaussement ¹nécessaires sont établis, conjointement, entre l'arrangeur, le cédant et l'agence de notation. Le montant de rehaussement est estimé en évaluant le risque de crédit lié au lot de créances en fonction des antécédents de pertes sur ce type d'actifs.

Le montant du rehaussement, ainsi déterminé, est atteint par l'utilisation de plusieurs techniques de couverture qui sont :

2-1 Le surdimensionnement (overcollateralization) :

Cette pratique est très utilisée dans les différentes formes de titrisation, elle consiste à céder au SPV un montant nominal de créances plus élevé que le montant des parts émises. La différence entre le montant cédé au Fonds et le montant émis par celui-ci sert donc à couvrir les défauts de paiement. Cet écart doit être maintenu à un niveau suffisant pour assurer la couverture.

La trésorerie liée au surdimensionnement se constitue, au fur et à mesure des remboursements sur les créances cédées. Au cours de vie du Fonds, les excédents qui ne sont pas utilisés à la couverture du risque sont conservés en trésorerie du dépositaire, ou investis sur le marché monétaire.

Afin de bien comprendre cette technique, illustrons son mécanisme par un petit exemple.

¹ Le rehaussement est le montant (niveau) de protection des investisseurs.

Exemple :

L'établissement de crédit cède au SPV 105 MDA de créances pour obtenir 100 MDA de disponibilités monétaires.

Dans ce cas, le SPV n'émettra que 100 MDA de parts vendues au public. Les 5 MDA de créances en excès vont servir à la couverture des risques d'impayés.

Si par exemple les défaillances sont de 2 MDA, le SPV prend ce montant sur les 5 MDA de sécurité et restitue au cédant (initiateur) les 3 MDA à la fin de l'opération.

2-2 La subordination (ou Credit Tranching) :

La deuxième technique utilisée dans le rehaussement de crédit dans les opérations de titrisation est la subordination. Cette technique consiste pour le SPV à créer différentes catégories de titres hiérarchisées, ayant des droits différents sur les flux provenant des créances.

Son principe consiste à créer une tranche de titres qui va assumer le risque de défaillance des débiteurs ou celui du remboursement anticipé. Cette tranche ne reçoit de paiement(en principal et en intérêts) que lorsque les sommes dues aux autres parts leurs ont été versées. Généralement, trois tranches de parts sont émises :

- Une tranche dite « **Senior** » : contient des titres jouissant de la priorité sur le paiement des échéances en principal et en intérêts. Ces titres sont quasiment sûr de recevoir le paiement à la date convenue et ce parce qu'ils bénéficient de plusieurs garanties, et de ce fait obtiennent la meilleure notation à savoir AAA.

Pratiquement, cette tranche représente entre 80 % et 85 % du montant global de l'émission.

- Une deuxième dite « **Mezzanine** » : cette tranche comporte des titres, un peu plus risqués que les premiers, et donc mieux rémunérés qu'eux.

Elle peut représenter jusqu'à 15 % du montant de l'émission.

- Une dernière tranche « **Junior** » : elle est aussi appelée tranche subordonnée, pour laquelle le paiement des titres qui la composent est subordonné au paiement de ceux de la tranche prioritaire. Ils supportent donc prioritairement les pertes du véhicule.

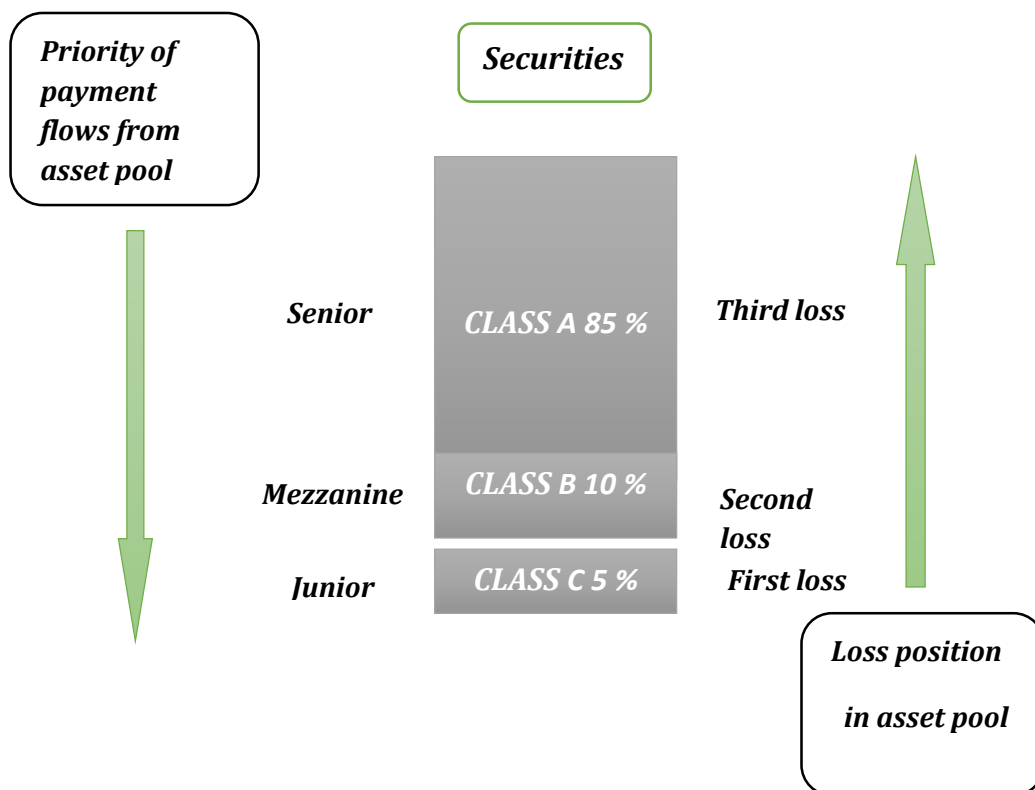
Le remboursement du principal et le paiement des intérêts de ces titres ne peut survenir qu'après désintéressement des porteurs de parts ordinaires. De plus, la maturité de ces titres

est en général plus longue et leur notation moins bonne, ce qui fait que, en contrepartie, leur rendement est souvent plus intéressant.

Généralement, cette tranche est souscrite par l'établissement cédant lui-même, ce qui rassure les autres investisseurs, et son montant est compris entre 5 % et 10 % du total des parts émises.

On peut schématiser le mécanisme de la technique de subordination comme suit :

Figure 2.1 ¹: Schéma de la subordination.



¹ J.-P.Svorons, Bale II et la Titrisation, Séminaire BAM, Rabat 2003, P 3.

Exemple :

Une banque veut titriser 50 MDA, le FCC peut subdiviser ce montant et vendre 35MDA parts seniors, 10MDA de parts mezzanine et 5 MDA parts juniors. Ces 5 MDA vont supporter en priorité le risque de non-paiement.

Trois scénarios sont envisageables :

- 1- Les défaillances sont de 3 MDA : dans ce cas les parts seniors seront servies en totalité (35 MDA), les parts mezzanine aussi et les parts juniors à 2 MDA seulement.
- 2- Les défaillances sont de 10 MDA : dans ce cas, les parts seniors seront remboursées en totalité et les parts mezzanine qu'à hauteur de 5 MDA.
- 3- Le non-paiement est de 20 MDA : dans ce cas, les parts seniors seront affectées de 5 MDA. Les deux parts junior et mezzanine ayant supporté l'intégralité de leur montant dans cette défaillance. Ce dernier cas est rare car l'initiateur et le FCC prennent toujours les précautions pour sécuriser au maximum leur opération.

En subordonnant le paiement des classes, on organise une hiérarchie des risques et on couvre parfaitement les premières tranches contre le risque de crédit et le risque de remboursement anticipé. Bien sûr chaque tranche reçoit son propre rating et le prix de chacune des tranches reflète la perception du risque de chaque catégorie de titres par les investisseurs.

2-3 Les fonds de garantie (réserve) :

Ce sont des réserves de liquidités, destinées à compléter les versements aux investisseurs dans le cas où les flux en provenance des créances seraient temporairement insuffisants.

Ces liquidités peuvent être constituées dès le départ (généralement par le Cédant), ou bien au fil des mois grâce à la marge dégagée par les flux reçus et versés. Au lieu de verser cette différence à l'initiateur, l'organe de gestion remet la totalité des fonds collectés au dépositaire jusqu'au niveau de rehaussement requis. Au-delà, les excédents peuvent être payés à l'initiateur.

2-4 Les produits dérivés de crédit :

Les produits dérivés de crédit sont des produits hors bilan matérialisés par des contrats financiers bilatéraux. Leur principe est de transférer le risque de crédit d'un actif sans en céder la propriété et la gestion, suivant des modalités spécifiques.

Le dérivé de crédit consiste en un contrat passé entre deux entités (en général deux banques) : l'acheteur de la protection (ou le vendeur du risque de crédit) et le vendeur de la protection (acheteur du risque). Ce contrat porte sur le risque de crédit d'un actif appelé « entité de référence » ou le sous-jacent. Les contractants définissent « l'évènement de crédit »¹ ou de défaut pouvant se traduire par une perte ; précisent les méthodes d'évaluation de la perte liée à chaque évènement de crédit et s'entendent sur les modalités de sa répartition entre eux.

En cas d'évènement de crédit, deux modalités de couverture sont possibles :

- La banque livre physiquement le sous-jacent au vendeur de protection et reçoit le montant notionnel de la créance ;
- La banque est indemnisée par un flux monétaire et conserve le sous-jacent.

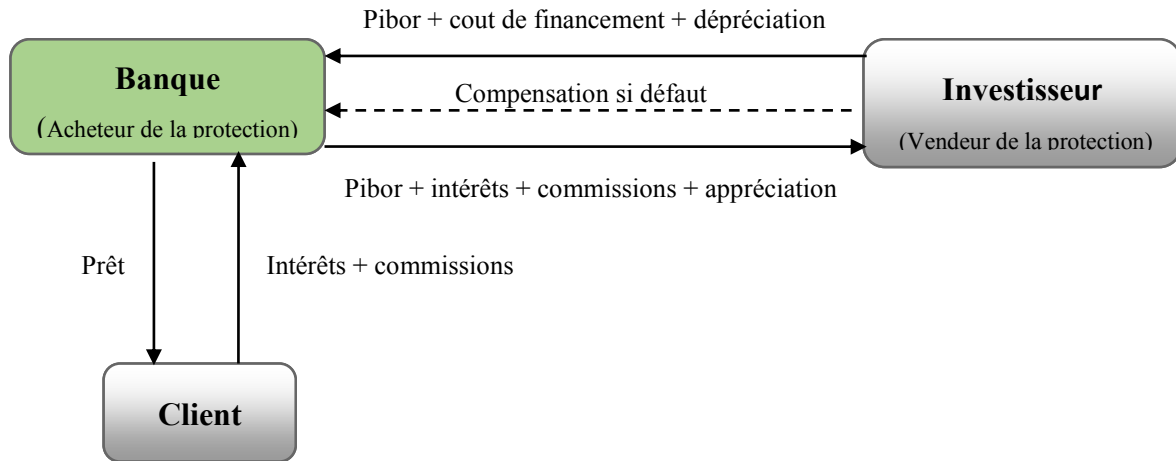
Les deux instruments les plus utilisés dans la couverture des créances titrisées sont : le Total return Swap et le Credit Default Swap.

2-4-1 Le Total Return Swap (Swap de Performance) :

Le swap de performance correspond à un titre d'échange de risque sur la performance économique d'un actif sous-jacent. C'est un contrat par lequel deux contreparties s'échangent les flux représentant, pour l'établissement acheteur de protection, la rémunération de l'actif majoré, le cas échéant de son appréciation, contre, pour l'investisseur vendeur de protection, le coût de financement de l'actif majoré, le cas échéant de sa dépréciation.

La périodicité des échanges de flux est contractuelle, habituellement, elle est trimestrielle.

¹ C'est l'élément central du fonctionnement des dérivés de crédit. C'est l'évènement qui déclenche le paiement par le vendeur de la protection, comme : la faillite, le défaut de paiement ...etc.

Figure 2.2¹: Flux du total return swap

Comme montre le schéma, la banque qui achète la protection contre le risque, transfère l'ensemble des flux du prêt (intérêts et commissions) à l'investisseur pendant la durée de vie du swap. Dans l'éventualité d'un défaut, la banque est compensée par l'investisseur à hauteur de la perte.

2-4-2 Le Credit Default Swap :

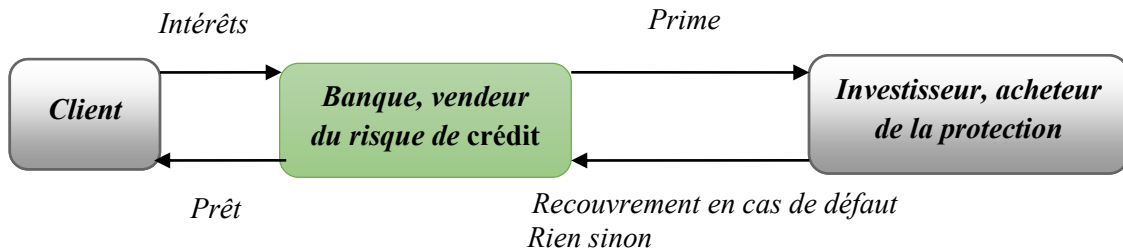
Dans ce cas, la banque achète un « Swap de Défaut » et paye une prime constante, de manière périodique (par exemple tous les ans) jusqu'à la maturité du contrat ou la date de défaut de la créance sous-jacente.

En échange du paiement de la prime, l'acheteur du swap de défaut reçoit la fraction non recouvrée de la créance sous-jacente au moment du défaut (si celui-ci intervient avant l'échéance du contrat). Au moment du défaut, il peut y avoir livraison de la créance sous-jacente ou règlement en numéraire.

¹ P.Mathieu, Les dérivés de crédit : Une nouvelle gestion du risque de crédit, Economica, Paris 1998, P 49.

On peut illustrer ce mécanisme par le schéma suivant :

Figure 2.3 ¹ : Schéma du Credit Default Swap



Source :

2-5 Les avances techniques :

Ce sont des avances en liquidités mises à la disposition du FCC par le recouvreur. Ainsi en cas de délai de paiement, le FCC peut recourir à ces liquidités afin de pouvoir rémunérer les parts qu'il a émises. Les conditions et limites d'utilisation de ces dernières sont définies dans une convention passée entre les deux parties.

2-6 Les garanties externes :

La garantie externe consiste à recourir à une institution financière extérieure telle qu'un établissement de crédit ou une société d'assurance qui va se porter garant en cas de non remboursement. Le principe consiste à contracter une assurance qui permet de combler tout décalage entre les flux promis aux investisseurs et ceux effectivement perçus sur les parts originelles. Evidemment plus les chances d'observer des décalages élevés sont grandes, plus couteuse sera l'assurance. Elle peut prendre la forme d'une :

- Garantie (caution) bancaire : un établissement de crédit se porte garant
- Police d'assurance : le FCC peut se prémunir des défaillances de ses débiteurs en recourant à une compagnie d'assurance, moyennant paiement de primes.

¹ P.Mathieu, Les dérivés de crédit, op-cite, P 50.

Ainsi, une bonne combinaison des différents mécanismes de couverture et une structuration sophistiquée des parts, font des titres émis par le SPV l'investissement le plus sûr après les bons du Trésor.

Passant maintenant aux différents avantages et inconvénients que cette nouvelle ingénierie financière peut représenter.

Section 03 : les avantages et les inconvénients de la titrisation

3-1 Les avantages de la titrisation :

La technique de titrisation présente divers avantages aussi bien pour l'établissement cédant que pour les investisseurs.

3-1-1 Pour l'établissement cédant :

Les avantages de la titrisation pour l'établissement de crédit sont multiples. La titrisation est un outil de gestion de bilan d'une grande efficacité. Elle apporte en effet des réponses et des solutions pertinentes aux problèmes que rencontrent les établissements financiers confrontés à la triple contrainte de gestion des risques de crédit, de liquidité et de taux.

Les différents avantages que procure la titrisation à la banque cédante sont :

3-1-1-1 Diversification des sources de financement :

En plus des sources de financement classiques que sont, l'augmentation du capital, l'émission d'emprunt obligataire ou le recours au marché interbancaire, vient s'ajouter une nouvelle méthode de refinancement qui est la titrisation.

Cette nouvelle technique de financement :

- Constitue une alternative efficace à l'augmentation du capital, qui est souvent difficile à mettre en place surtout en période de crise de résultats.

- Convierait bien aux établissements de crédit de taille moyenne ou n'ayant pas une bonne notation, et de ce fait, ont des difficultés à obtenir des refinancements sur les marchés financiers et sont plutôt à la merci des refinancements bancaires, qui leurs coutent souvent plus d'argent.

- Convierait aussi aux cédants qui sont déjà de gros émetteurs sur le marché obligataire. Ces institutions ne trouvent pas d'investisseurs institutionnels (banques, SICAV, compagnies d'assurance), du fait que ces derniers sont limités quant à leurs possibilités d'investissements sur le même émetteur.

Notons aussi, que la diversification des sources de financements permet aux institutions financières de diminuer leur risque lié au refinancement. Plus une banque possède un large éventail de sources de financement, plus il lui sera facile et moins coûteux de lever des fonds dans les périodes difficiles.

3-1-1-2 Amélioration de la liquidité et de la solvabilité :

Le principe de la titrisation consiste à céder un lot de créances traditionnellement illiquides, à un SPV qui se charge de leurs recouvrements. Contre cette cession d'actifs immobilisés, notamment des crédits hypothécaires à long terme, l'établissement cédant reçoit immédiatement, les montants correspondant à ces créances, ce qui améliore sensiblement sa situation de liquidité.

Aussi la sortie d'un certain nombre de créances du portefeuille de l'établissement cédant réduit son assiette de risques, et en conséquence sa solvabilité se trouve elle aussi améliorée.

3-1-1-3 Transfert des risques :

Les établissements financiers ont été les premiers à avoir recours à la titrisation, et ce afin de réduire les différents risques liés à leur activités : le risque de taux, de liquidité et surtout le risque crédit lié à leur portefeuille de prêts.

La sortie des créances titrisées de l'actif de l'établissement cédant, implique le transfert des risques y inhérents aux investisseurs, porteurs des parts. C'est ainsi au niveau de :

- *Risque de taux* : la titrisation des crédits permet à la banque de se débarrasser du risque de variation défavorable du taux. Ce risque découle des inévitables décalages entre les emplois et les ressources d'une banque. Dans le cadre des crédits immobiliers, il se manifeste d'une manière exacerbée lors des remboursements anticipés.
- *Risque de contrepartie* : c'est le risque pour la banque que ses débiteurs n'honorent pas totalement ou partiellement leurs engagements. Ce risque est totalement transféré aux porteurs de parts proportionnellement à leurs parts.

▪ *Risque de liquidité* : ce risque consiste pour une banque à ne pas disposer des fonds nécessaires pour faire face à ses échéances. Le risque de liquidité demeure un risque majeur dans l'activité bancaire et surtout immobilière. Pour faire face à ce risque, la banque peut trouver en la titrisation un moyen efficace lui permettant d'améliorer ses ratios de liquidité, car avec une telle technique la banque pourra faire sortir de l'actif de son bilan des créances non négociables sur le marché secondaire et les transformer en liquidités.

3-1-1-4 Respect des règles prudentielles :

Afin de remédier et apporter des solutions aux différents problèmes et crises qu'ont connu les banques, et de renforcer la stabilité du système bancaire international, les gouverneurs des banques centrales des pays du G10 se sont réunis en 1975 en Suisse, et ont créé un comité baptisé « Comité de Bale ». Ce comité a instauré certaines règles prudentielles que les banques doivent respecter.

Entre autres, on trouve le ratio de solvabilité dit Ratio Cooke. Ce dernier est l'obligation générale faite aux banques de détenir des fonds propres d'un niveau équivalant à 8 % au moins du total de leurs actifs pondérés en fonction des risques.

Il est calculé ainsi :

$$\text{Ratio Cooke} = \frac{\text{Fonds propres}}{\text{Actifs risqués pondérés}} \geq 8 \%$$

Les établissements de crédit se trouvent ainsi contraints de respecter ce ratio de solvabilité ; pour ce faire ils disposent en effet de deux moyens :

- Soit en augmentant le numérateur et en renforçant les fonds propres. Le renforcement des fonds propres passe en effet :
 - par une augmentation de la part des bénéfices mis en réserve, qui n'est pas évidente à obtenir à tout moment.

- ou par des augmentations de capital qui deviennent de plus en plus difficiles à réaliser, coûteuses et ne peuvent, en réalité, se répéter indéfiniment.
- Soit en diminuant le dénominateur, ce dernier peut être réduit de deux façons différentes :
 - A travers le transfert d'actifs très risqués en actifs moins risqués comme des titres gouvernementaux, titres hypothécaires,... etc.¹
 - Ou bien, tout simplement, en réduisant leurs actifs risqués ; dans ce cas la titrisation sera le mécanisme approprié à cette solution.

Note Bene : depuis le 1 janvier 2007, le ratio Cooke a été remplacé par le ratio des fonds propres, il est calculé ainsi :

$$\text{Ratio de Mc Donough} = \frac{\text{TOTAL des FONDS PROPRES}}{\text{Risques crédits} + \text{Risques de marché} + \text{Risques opérationnels}} \geq 8\%$$

En outre ; la titrisation permet d'améliorer d'autres ratios prudentiels mis en place pour le contrôle de l'activité bancaire :

- ❖ Le coefficient de division des risques (total des engagements sur un même bénéficiaire ≤ 40 % des fonds propres)
- ❖ Le coefficient de liquidité à un mois (actifs liquides / passif exigible ≥ 100 %).

¹ Nous entendons par là l'investissement en des titres plus sûrs.

3-1-1-5 Amélioration de la rentabilité des fonds propres :

Le recours à la technique de titrisation permet à la banque de diminuer la taille de son actif en engagements. Ceci lui permet donc de réduire le montant des fonds propres qui lui sont nécessaires pour leur couverture.

La multiplication des transactions au moyen de cette technique permet à l'établissement de crédit d'améliorer sa capacité à distribuer des crédits. Elle lui permet également de diversifier son activité en employant le montant des fonds propres dégagé lors de la cession des créances (au lieu de retirer les fonds propres dégagés en titrisant ses créances, la banque octroie des crédits supplémentaires à hauteur de ces fonds propres).

Cette réduction, assure à la banque une croissance continue de son activité sur la même base de capitaux propres, augmentant de ce fait le rendement des capitaux propres et le rendement de l'actif.

3-1-1-6 Une nouvelle source de profit :

Conserver un portefeuille de créances hypothécaires comporte un manque à gagner dans des conditions de marché propices. En effet, un établissement de crédit pourrait réaliser une plus-value en vendant un portefeuille de créances. Cette plus-value se compose :

- Du différentiel d'intérêts dus par les débiteurs de l'établissement de crédits et ceux servis aux investisseurs,
- Des commissions de recouvrement et de gestion des créances titrisées,
- Ainsi qu'une éventuelle marge de remplacement si l'établissement de crédit opte par un réinvestissement du montant de la cession.

L'établissement cédant, peut aussi réinvestir le produit de cession dans des prêts de même nature ou dans d'autres prêts. Cela lui permet d'augmenter son volume d'activité, qui se traduit par une augmentation de son taux de croissance.

3-1-1-7 Restructuration du bilan :

La réduction du montant des fonds propres associés aux engagements de l'établissement cédant via la titrisation, peut s'avérer très intéressant surtout pour une banque dont le montant des crédits alloués atteint un niveau très élevé des dits fonds.

Aussi, cette technique permet aux établissements financiers de faire face au déséquilibre en matière de terme entre ressources et emplois, en effet, la cession de créances par titrisation allège le bas de bilan, et accroît les ressources de long terme de la banque.

3-1-2 L'intérêt de la titrisation pour les investisseurs :

En général, un investisseur base sa décision en matière de placement sur un ensemble de données. Les produits les plus recherchés présentent le plus souvent une des caractéristiques suivantes : Rentabilité, faible risque et liquidité. Ceci dit, les investisseurs n'accordent pas la même priorité à chaque caractéristique citée, et sont le plus souvent en quête de diversifier leur portefeuille de placements.

Les parts émises par le SPV présentent différents niveaux de risque, une variété de profits et des durées différentes, selon le montage du Fonds. Ainsi, grâce à la flexibilité en matière de structuration, différents investisseurs pourront retrouver dans les parts du SPV les aspects de placements qu'ils recherchent. Les différents avantages que cette technique offre aux investisseurs sont :

3-1-2-1 Une large gamme de produits :

Cette nouvelle technique de refinancement a introduit de nouveaux actifs financiers, qui vont permettre aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles aussi bien du point de vue du terme, de rentabilité et des profils de remboursements.

3-1-2-2 Bénéficiaire de structures de paiement mieux adaptées à leurs besoins :

On a vu précédemment que différents titres sont émis par le FCC selon sa structuration. Cela offre à l'investisseur le choix du titre qui correspond le mieux à ses besoins, en termes de rentabilité, risque et échéance.

Notons également, que la titrisation assure aux investisseurs des revenus réguliers, mensuels ou trimestriels en général ; contrairement à d'autres instruments financiers dont la périodicité des revenus ne peut être qu'annuelle.

3-1-2-3 Titres moins risqués :

Les différentes législations en matière de titrisation prévoient que les titres émis par le FCC soient couverts contre les risques de défaillance des débiteurs. Par ailleurs, si le cédant souhaite que les titres obtiennent les notes maximales telles que définit par l'agence de notation, il structure la transaction en incluant des mécanismes de rehaussement ainsi que des garanties internes et externes.

3-1-2-4 Meilleure rentabilité :

Les titres émis lors de la titrisation sont plus rentables que les autres titres se trouvant sur le marché. Cela est dû essentiellement à leur qualité de crédit, qui a été améliorée par les différentes techniques de rehaussement.

Aux Etats Unis, le rendement des titres émis suite à la titrisation des créances est supérieur à celui des obligations, ce qui a contribué considérablement à son développement.

3-2 Les inconvénients de la titrisation :

La variété d'avantages qu'offre la titrisation des créances aux établissements de crédit ne l'exempte pas de défauts. En effet, comme tout instrument financier cette technique présente quelques inconvénients ; à savoir :

3-2-1 Un montage complexe :

Le montage d'une opération de titrisation est assez complexe et demande au cédant un travail interne assez important, surtout pour une première opération. En effet, l'établissement de crédit doit être en mesure de fournir aux agences de rating les informations et les statistiques les plus précises en vue d'obtenir la notation souhaitée. De même, en cours de vie du FCC, la Société de gestion a besoin des informations mensuelles sur le comportement des créances, ce qui nécessite une centralisation des informations sur le portefeuille cédé.

3-2-2 Un coût de mise en place élevé :

Le coût d'une opération de titrisation est relativement élevé vu l'intervention de plusieurs agents économiques dans sa mise en place, qui exigent bien sûr une rémunération.

Aussi l'adaptation des systèmes informatiques pour produire les données nécessaires à l'évaluation des créances ; la formation d'un personnel spécialisé en la matière ; la mise en place d'un système d'information pour satisfaire aux exigences imposées par la loi ; et la mise au point des différents contrats entre les parties prenantes au montage engendrent des frais supplémentaires.

3-2-3 L'utilisation accrue de la titrisation peut engendrer des résultats défavorables :

La titrisation peut être utilisée en vue de contourner les règles prudentielles. En effet, certaines banques trouveront en cette technique un moyen pour apaiser leurs efforts fournis en matière de renforcement des fonds propres, pour les amener à un niveau conforme à ce qu'impose la prudence, la concurrence étrangère et les normes internationales.

L'utilisation accrue de la titrisation peut conduire les établissements de crédit à concentrer les opérations sur les meilleures créances, et ne conserver dans leurs bilans que les créances non titrisables et de moindre qualité.

3-2-4 La mauvaise utilisation de la titrisation (cas de la crise américaine des subprime)¹ :

La crise immobilière qui a éclaté aux états unis durant l'été 2007, à partir de la crise des prêts hypothécaires à risques « subprime montage », a débouché sur la plus grave crise financière depuis celle de 1929. Elle est la conséquence d'un système financier fragilisé par la complexité des innovations financières récentes dont fait partie la titrisation. Cette crise connue sous l'appellation « crise subprime » trouve son origine dans le marché hypothécaire américaine, elle s'est transmise par la suite aux différents marchés financiers internationaux et a eu pour conséquence une crise de confiance et un ralentissement des activités des banques de financement et d'investissement, et de l'activité économique en général.

La crise actuelle a débuté avec les difficultés rencontrées par les ménages américaines à faible revenu pour rembourser les crédits qui leurs avaient été consentis pour l'achat de leurs logements. Ces crédits étaient destinés à des emprunteurs qui ne présentaient pas les garanties

¹ VICENT Dujardin, yves de cordt, RAFAEL Costa & VIRGINIE de moriamé (dir), « la crise financière de 2008-2009, » p 104.

suffisantes pour bénéficier des taux d'intérêt préférentiels, mais seulement des taux moins préférentiels.

Aux Etats-Unis, les ménages en situation financière sensible n'ont pas accès à un crédit classique dit « prime » considéré comme plus avantageux car moins risqué pour les banques. Ainsi, ces dernières, proposent un crédit dit « *subprime* », plus risqué, et assorti des conditions plus contraignantes, plus coûteuses.

Les crédits « *subprime* », sont des prêts immobiliers accordés aux ménages américains à faible revenu, c'est-à-dire les ménages peu solvables. Ces crédits ont été gagnés par une hypothèque.

Cependant, les arbres ne sont pas montés jusqu'au ciel et les prix de l'immobilier ont fini par retourner à la baisse dans l'ensemble des Etats-Unis suite à l'augmentation des taux d'intérêts qui est intervenue et qui a provoqué ainsi l'augmentation des coûts de ces emprunts ; ne laissant plus la possibilité à bon nombre des ménages de les rembourser.

Le 24 Aout 2007, un organisme spécialisé faisait part de 1 268 525 défauts de paiements constatés, mais chaque constat de défaillance ne mène pas à l'établissement à la faillite, les banques essaient généralement de trouver une solution de rééchelonnement de prêt lorsqu'elles pensent que leur client est en crise passagère.

Le président de la commission bancaire du sénat des Etats-Unis, « Christopher Dodd », estimait pour fin août 2007, que près d'un million d'emprunteurs avaient perdu leurs logements.

3-2-4-1 La titrisation facteur direct et important dans la genèse de la crise de « *subprime* »¹ :

Un autre facteur important dans la genèse de la crise est le fait que les dispensateurs initiaux du crédit hypothécaire étaient bien décidés à ne pas porter eux-mêmes la majeure partie du risque de crédit. Ils eurent pour cela recours à la technique dite de « titrisation » dont le mécanisme essentiel consiste à mettre un ensemble de crédits dans un 'pool' qui est « déchargé » dans un « véhicule spécial d'investissement » ou « conduit ». On notera que ce « passage » entraîne une modification de la nature juridique de la créance : seul le droit aux revenus du

¹Robert COBBAUT « LA_CRISE DES 'SUBPRIMES' » Université catholique de Louvain Centre de philosophie du droit, Article published in La Revue Nouvelle, 2008, p : 3 .

‘pool’ est transféré au « conduit », les titulaires du droit de suite hypothécaire étant toujours les créanciers initiaux. L’actif du bilan du « conduit », qui est une entité juridique distincte du créancier initial, même s’il en est une filiale à 100%, consiste donc dans le droit au revenu du ‘pool’, que le « conduit » doit acheter au créancier initial. Quant au passif de ce même bilan, il comporte, d’une part, les fonds propres de cette entité – toujours très faibles – et, d’autre part, une très importante dette ordinaire « titrisée » par le moyen d’un CDO « collateralized debt obligation ». Cette dette est donc divisée en un grand nombre de titres qui sont vendus à des investisseurs institutionnels (fonds communs de placement, fonds de pension, compagnies d’assurance, ...). Quand les crédits titrisés sont de « bons risques », cette pratique n’a rien de critiquable en soi ; au contraire, elle contribue à donner au marché plus de profondeur, de liquidité et de flexibilité. Elle présente cependant dans tous les cas l’inconvénient de permettre aux créanciers initiaux d’évacuer « hors bilan » une part de leurs crédits (souvent d’ailleurs les plus risqués) et de se soustraire ainsi indûment à l’obligation « prudentielle » de couvrir partiellement ceux-ci en fonds propres, conformément aux règles internationales édictées par le « Comité de Bâle ».

Et quand les banques d’affaires qui procèdent à ce type de montages veulent non seulement le beurre, mais l’argent du beurre, etc., l’affaire se présente encore plus défavorablement. On divise alors la dette en « tranches » qui sont subordonnées les unes aux autres, ce qui veut dire que les tranches supérieures ont priorité sur les tranches de moindre rang et sont donc moins risquées que celles-ci. Elles obtiennent ainsi une meilleure « notation » (‘rating’) et, par conséquent un taux d’intérêt plus bas.

L’hypothèse de travail implicite est que les prix de l’immobilier continueront à monter et que, par conséquent, l’exécution des gages hypothécaires, même en vente forcée, permettra de récupérer la quasi-totalité des dettes impayées et que le taux de sinistres plus important des ‘subprimes’ n’affectera jamais que les tranches inférieures.

Les tranches supérieures, elles, pourront par conséquent être rémunérées à un taux à peine supérieur au taux de base, de telle sorte que le « conduit » réalisera année après année un ‘spread’, différence positive entre ce que lui rapporte le ‘pool’ de créances et le montant total qu’il doit servir à ses obligataires. Dans le compte de résultats consolidé du groupe, ce ‘spread’ viendra s’ajouter au profit réalisé par l’entité en charge du crédit hypothécaire proprement dit.

3-2-4-2 L'effondrement du château de cartes ¹:

Ce scénario idyllique ne peut évidemment devenir réalité que si les conditions qu'on vient de décrire se réalisent pleinement et si l'opération de 'tranching' (découpage en « tranches » de risque inégal d'un « pool » de créances) a été configurée de manière raisonnable.

Or, la tendance haussière du marché immobilier résidentiel américain s'est inversée au cours du 3^{ème} trimestre de 2007. À fin janvier 2008, la chute de l'indice était de l'ordre de 20% et la majorité des spécialistes considèrent aujourd'hui (avril 2008) que ce niveau est encore significativement trop élevé. C'est, bien entendu, ce retournement qui fut le signal déclencheur de la crise. Il met en question le bien-fondé même de la pratique du « tranching », étant donné que, dans un tel scénario, le risque tend à devenir homogène.

Qui plus est, la conduite de nombreuses banques d'affaires dans le « tranching » des CDO fut à l'opposé de ce que commandait la plus élémentaire prudence. Pour maximiser leur profit, elles établirent des tranches inférieures – les plus onéreuses pour elles – très minces.

Les tranches supérieures, malgré leur épaisseur, reçurent des notations élevées, allant dans de nombreux cas jusqu'au triple A. L'explication communément avancée est que les agences de notation non seulement participaient à l'euphorie générale, mais étaient aussi incitées à adopter ce comportement par le régime d'autorégulation établi par la communauté financière avec l'aval des régulateurs publics. Ce régime accepte comme un article de foi l'hypothèse théorique, de plus en plus contestée par les milieux académiques, de l'« efficacité du marché », laquelle affirme que les prix pratiqués sur le marché financier sont une estimation non biaisée de la « vraie » valeur économique des actifs financiers. C'est en se fondant sur cette « croyance » qu'ont été élaborés des modèles de gestion du risque de crédit basés exclusivement sur la valeur de marché du gage ou du « collatéral » et ne tenant plus aucun compte d'une estimation de la solvabilité du débiteur des revenus.

C'est aussi sur ce credo qu'est implicitement fondée l'affirmation par de nombreuses banques de leur conviction d'avoir en l'occurrence fait tout ce qu'elles pouvaient et devaient faire. Toujours est-il que nombre des tranches supérieures des CDO sont déjà ou seront dans un futur

¹ Robert COBBAUT « LA CRISE DES 'SUBPRIMES' », op-cite, p : 5.

plus ou moins proche affectées plus ou moins sérieusement par le taux croissant de défaillance des débiteurs primaires pris en tenaille par la dévalorisation de leur gage et la hausse des charges de leurs contrats à taux variable. Il est donc encore extrêmement difficile de chiffrer les pertes futures des banques « collées » avec des CDO en portefeuille.

Quelle évolution ?

Il reste à expliquer comment une situation au départ strictement localisée devient un problème planétaire, processus que les économistes désignent par l'expression « risque systémique ».

Les causes immédiates se situent dans la sphère financière, qui est la seule à être vraiment « globalisée », c'est-à-dire non seulement « mondialisée », mais aussi homogénéisée dans ses produits, ses modes d'évaluation et ses procédures. La titrisation est évidemment la condition de possibilité de la dissémination du risque. Mais elle ne suffit pas à expliquer les difficultés qu'on éprouve encore aujourd'hui à estimer l'importance des pertes et le temps qu'il faudra pour découvrir tous les cadavres dans tous les placards. En effet, l'« industrie » de la gestion d'actifs est maintenant composée d'une chaîne d'intermédiaires « ensembliers » spécialisés chacun dans un « style » de gestion particulier, si bien que de nombreux produits proposés aux investisseurs sont, dans les cas les plus simples, des « fonds de fonds » et, bien souvent, des compositions en cascade.

Il est dans ce cas pratiquement impossible d'estimer le risque des composants de portefeuille mixant divers CDO avec d'autres produits dérivés (autres dérivés de crédit, options et contrats à terme sur d'autres actifs financiers).

Il apparaît néanmoins de plus en plus clairement que la crise sera longue et lourde, d'autant qu'à cet effet de composition s'est ajouté un phénomène de contagion : la liquidité, et peut-être même la solvabilité de nombreuses banques étant incertaine, toutes les banques hésitent à utiliser leurs liquidités temporairement excédentaires à effectuer des prêts, même à très court terme, aux autres banques.

Il y a donc une crise systémique induite du marché interbancaire « *credit crunch* » qui rend indispensable, pour éviter ce qui pourrait devenir une paralysie totale du système financier, les interventions de substitution de la Fed et de la Banque Centrale Européenne (BCE). Les tentatives de sauvetage des banques en défaut de paiement seront, comme à chaque fois, financées par un prélèvement sur les ressources collectives.

Il faut encore souligner brièvement que cette crise financière risque fort d'être encore aggravée par le fait qu'elle survient dans un contexte économique mondial chaotique. Au tournant du

siècle, on est entré en régime de déflation : au niveau mondial, en effet, les capacités de production sont aujourd'hui lourdement excédentaires dans de nombreux secteurs. L'inévitable ajustement que cela nécessite est rendu extrêmement difficile, voire impossible, par le caractère discordant des politiques économiques menées par les quatre grands blocs (USA, Union Européenne, Japon et grands pays émergents d'Asie – Chine et Inde). Les distorsions du système des prix qui en sont la conséquence risquent de ramener un régime de « stagflation » : stagnation de la croissance couplée à une inflation significative.

Toutefois, le facteur qui engendre les perturbations les plus graves sur le plan financier est le fait que les États-Unis persistent à vivre sur un crédit dispensé par le reste du monde : leur double déficit (commercial et budgétaire) est largement financé par leur dette extérieure, qui a été multipliée par six au cours des dix dernières années. Ils ont de toute évidence dépassée leur limite d'endettement, ce qui explique, dans le chef des marchés, une perte significative de confiance dans le dollar US, qui n'est de loin pas uniquement fondée sur le caractère attractif du différentiel de taux d'intérêt entre la BCE et la Fed. Qui, aux États-Unis, osera prendre une position ferme en faveur d'une politique d'austérité ?

Conclusion du chapitre :

Nous avons vu en ce qui a précédé les différents enjeux que court la banque en recourant à la technique de titrisation ainsi que les avantages qu'elle lui procure. En effet, cette nouvelle technique de gestion permet à l'établissement cédant de se débarrasser de son portefeuille de créances immobilisées dans son bilan, et de se procurer des fonds immédiats pour faire face à ses différents besoins en liquidités, mais également de transférer les risques inhérents à son portefeuille aux porteurs de parts se trouvant sur le marché.

Il paraît alors que si le portefeuille se révèle en définitive de mauvaise qualité et si les flux générés sont insuffisants, c'est l'investisseur qui subira, le cas échéant, une perte financière.

Cependant, les choses ne sont, bien sûr, pas aussi simples que cela : en général, le cédant conserve le premier risque sur le portefeuille.

Réellement, la titrisation permet à l'initiateur de limiter son risque à un certain montant, le surplus étant supporté par les investisseurs.

Chapitre III

**PERSPECTIVE DE MONTAGE D'UNE
OPERATION DE TITRISATION DES
CREANCES HYPOTHECAIRES DE LA
CNEP-BANQUE**

Section 01 : Le marché hypothécaire en Algérie

Le financement du logement en Algérie est un domaine qui a connu une évolution importante ces dernières années. Ce développement est dû principalement aux changements des politiques menées dans ce domaine par les pouvoirs publics, mais également aux demandes, si pressentes, de la population algérienne d'améliorer le secteur de l'habitat. L'année 1986 a été le point de départ d'une nouvelle politique. Car avec la loi bancaire de cette année-là, on a conçu un nouveau dispositif de financement du logement qui ne cesse de se concrétiser avec l'instauration de nouvelles institutions.

1-1 Financement du logement en Algérie :

Les réformes engagées depuis 1997, en matière de financement du logement, en tant que volet important du programme du gouvernement, se sont traduit par la mise en place d'un nouveau dispositif. Ce dernier avait pour objectif l'augmentation de l'offre de logement, la réduction des coûts ainsi que la stimulation à l'accession à la propriété.

Plusieurs intervenants sont appelés, dans ce cadre, à jouer un rôle important dans le fonctionnement de ce dispositif de financement, mais aussi de production de logement. Ces intervenants sont en premier lieu toutes les banques commerciales, les institutions de refinancement, les sociétés d'assurances, en plus des professionnels du bâtiment et de l'immobilier.

La mise en action progressive de ce dispositif sur le plan institutionnel, s'est opérée d'abord par la transformation de la CNEP en 1997 en banque de l'habitat - CNEP-Banque.

Ensuite, de nouvelles institutions ont été créées à cet effet. Pour venir en aide aux banques en mettant à leur disposition des ressources longues et leurs assurant la couverture des risques d'insolvabilité par la création de la société de refinancement hypothécaire –SRH- et de la société de garantie des crédits immobiliers -SGCI-.

Par ailleurs l'intervention de la caisse nationale du logement (CNL), pour rendre plus solvable la demande, vient soutenir ce dispositif par la mise en œuvre de l'aide frontale de l'Etat.

Le Fonds de Garantie et de Caution Mutuelle de la Promotion Immobilière(FGCPI), et La Société d'Automatisation des Transactions Interbancaires et de Monétique(SATIM).

1-1-1 Financement bancaire de logement en Algérie :

1-1-1-1 Financement par la Caisse Nationale d'Épargne et Prévoyance CNEP-Banque- :

La CNEP Banque est une banque de vocation immobilière ; elle est considérée le leader des crédits hypothécaires sur le marché national. Depuis sa naissance, étant une caisse ; a joué un rôle très important dans la collecte de l'épargne. Aujourd'hui elle ne cesse pas de donner ses appuis aux différents programmes initiés par le gouvernement en matière de logement. Son étagement sur tout le territoire national lui a permis de disposer de la plus grande clientèle dans la place bancaire. En outre, l'expérience de la CNEP-Banque dans les crédits hypothécaires constitue une force concurrentielle sur le marché algérien.

La Caisse Nationale d'Épargne et de Prévoyance fut créée par le décret N°54/227 daté du 10 avril 1964 en remplacement de la Caisse de Solidarité des Départements et Communes d'Algérie (C.S.D.C.A). Dans son premier article, la CNEP est résolue comme *"un établissement public doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière. Elle est réputée commerçante dans ses relations avec les tiers"*. En tant que caisse, elle avait pour principal objectif la collecte de l'épargne potentielle des ménages pour la canaliser et la réinjecter dans le circuit de l'habitat. Cependant, le champ d'activité de la CNEP ne s'est pas limité uniquement à cette activité mais s'est élargi progressivement.

Jusqu'en 70 : son activité se limitait à la collecte de l'épargne sur livret et à un faible volume de prêts sociaux au profit des agents des collectivités locales et les prêts sociaux hypothécaires.

Pendant les années 80 : son activité se caractérisait par le financement des constructions de logements au profit exclusif des épargnants.

En 1987 : commercialisation d'un nouveau produit " Les bons d'épargne", remplacé par la suite à la fin des années quatre-vingt-dix par "Les comptes de placement à terme".

En 1992 : instauration d'un nouveau produit "Le livret d'épargne populaire".

27 juillet 1997, confèrent à la CNEP, sous la dénomination de CNEP-Banque, un statut de « banque » et de "société par action" dotée d'un capital de l'ordre de 14 milliards de dinars divisé en 14.000 actions entièrement libérées par l'unique actionnaire qui est le Trésor Public. Conformément à ses statuts, la CNEP-Banque est habilitée à effectuer toutes les opérations de banque définies par la loi sur la Monnaie et le Crédit, à l'exclusion dans un premier temps, des opérations de commerce extérieur.

✓ Missions :

- Financement des hypothèques.
- Accordée des crédits hypothécaires aux individus.
- Cumulation et gestion des dépôts.
- Financement de logement et les entreprises spécialisées dans les domaines de l'hypothèque.

1-1-1-2 Les institutions mise en place :

◆ La caisse nationale du logement (CNL) :

La caisse nationale de logement (CNL) est un établissement public à caractère industriel et commercial (EPIC), sous tutelle du ministère de l'habitat et de l'urbanisme, créé par décret exécutif n°91-145 du 12 mai 1991 modifié et complété par le décret exécutif n°94-111 du 18 mai 1994.

Missions :

- ✓ De gérer les aides et contributions de l'Etat dans le secteur de l'habitat, surtout en matière de promotion du logement à caractère social, de loyers, de résorption de l'habitat précaire, de restructuration urbaine, de réhabilitation et de maintenance du cadre bâti ;
- ✓ De promouvoir toute forme de financement de l'habitat et notamment du logement à caractère social par la recherche et la mobilisation de ressources autres que budgétaires.

Tableau 3.1 : Subvention de la caisse national de logement

LE REVENU	
1SNMG*2.5 ≥ REVENU	500 000,00DA
SNMG*4 ≥ REVENU > SNMG*2.5	450 000,00DA
SNMG*5 ≥ REVENU > SNMG*4	400 000,00DA

Source : OUGAIDA Lynda, Comment La Banque-Stimule-t-elle L'offre Et La Demande Immobilière ? (Cas de la CNEP-Banque), mémoire de fin d'études, ESB, 2009, P 19.

◆ **La société de garantie du crédit immobilier (S.G.C.I) :**

La S.G.C.I est une entreprise publique économique (EPE), société par actions (SPA) de droit privé ; créée le 05 octobre 1997 dans le cadre global de restructuration du secteur financier, avec un capital de 1.000.000.000 DA. Ses actionnaires sont les banques (BNA, BEA, CPA, BADR et CNEP) et les compagnies d'assurance publiques (SAA, CAAR, CCR et CAAT).

La S.G.C.I est chargée de :

- Fournir des garanties pour des prêts consentis par les institutions financières prêteuses, dans le cadre de la promotion immobilière ou l'acquisition de biens à usage d'habitation.
- Gérer de manière autonome, le Fonds de garantie constitué des apports des établissements financiers ;
- Contrôler la gestion des établissements prêteurs en matière de contentieux, avec faculté de se substituer à eux pour le suivi des opérations de recouvrement des créances.

¹ SNMG ; salaire national minimum garanti égal à 18000 DA selon le site : www.algerie-focus.com. Consulter le ; 12-05-2017, 13 :53h.

Par ailleurs, elle se fixe comme objectif la production de normes en matière de prévention du risque (élaboration de normes pour l'octroi de la garantie), et la constitution des fichiers statistiques. Son intervention dans le nouveau schéma et dans le cadre des garanties des crédits aux particuliers peut prendre l'une des formes suivantes :

✓ *Garantie simple :*

Cette garantie couvre l'assuré (la banque) contre le risque d'insolvabilité définitive de l'emprunteur du crédit hypothécaire. Elle se traduit par une indemnisation en cas de défaut de la contrepartie.

✓ *Garantie totale :*

Cette dernière comprend, outre la garantie simple, une couverture des retards momentanés de règlement d'échéances par l'emprunteur.

◆ **La Société de Refinancement Hypothécaire (SRH) :**

La société de refinancement hypothécaire est un établissement financier agréé par la Banque d'Algérie. C'est une société par action (SPA), avec un capital de 3.290.000.000 DA.

Elle a été créée le 29 Novembre 1997 dans le cadre du nouveau schéma de financement du logement. Ses actionnaires sont : Le Trésor Public, les banques (CPA, CNEP, BNA, BEA, BADR) et les compagnies d'assurances (CAAT, CAAR, SAA).

La SRH a pour missions :

- Le développement de l'intermédiation financière destinée au financement du logement par l'implication des banques dans ce créneau, et réduire de ce fait la pression sur le budget de l'Etat ;
- La participation au développement du marché financier par son enrichissement avec de nouveaux titres (Bons SRH, obligations...), et favoriser l'émergence d'un véritable marché hypothécaire (émission de titres négociables représentatifs de créances hypothécaires) ;
- Favoriser l'octroi du crédit hypothécaire.

- L'amélioration de l'efficience du système de financement de logement.¹

◆ **Le fonds de garantie et de caution mutuelle de la promotion immobilier (F.G.C.M.P.I) :**

La création du F.G.C.M.P.I était prévue, tout d'abord, dans la loi sur l'activité Immobilière (03-93) du 1er mars 1993 mais elle a été créée par décret n 406-97 °du 03 novembre 1997.

C'est un organisme spécialisé ,placé sous tutelle du Ministère de l'Habitat et de l'Urbanisme.

Le F.G.C.P.I est une mutuelle de promoteurs à but non lucratif, dont le rôle consiste à garantir les paiements effectués au profit des promoteurs immobilier sous forme d'avances, à la commande, par les futurs acquéreurs de logements (ou immeubles à usage autre que d'habitation) dans le cadre d'une vente sur plans.

Autrement dit, le F.G.C.P.I a pour mission de garantir le remboursement des avances effectuées par les acquéreurs de logement, reçus par les promoteurs immobiliers au titre d'un contrat de vente sur plan. Le fonds délivre une garantie aux acquéreurs dite "attestation de Garantie "couvrant le montant des avances versées, et ce, en cas d'insolvabilité du promoteur.

Il est à noter que contrairement à une opération de promotion immobilière classique, où le risque pour la banque était considérable, le fonds est venu pour sécuriser une opération de promotion immobilière, en partageant le risque entre ses trois intervenants qui sont : le promoteur, la banque et l'acquéreur.

◆ **La société d'automatisation des transactions interbancaires et de la monétique (S.A.T.I.M) :**

La SATIM est une société par actions (SPA), qui fut créée en 1995 avec un capital social de 267.000.000DA. Ses actionnaires sont : la BNA, la BADR, la BEA, la CNEP, la BDL, la CNMA et EL BARAKA.

Cette institution fut créée au service des banques en mettant à leur disposition un Système Interbancaire de Gestion (SIG), qui englobe les prestations suivantes:

¹ les informations sur SRH sera plus détaillée dans la section 02 de ce chapitre

- _ Les transactions se rapportant à la monétique;¹
- _ La commande des chèques;
- _ La centrale des risques des ménages.²

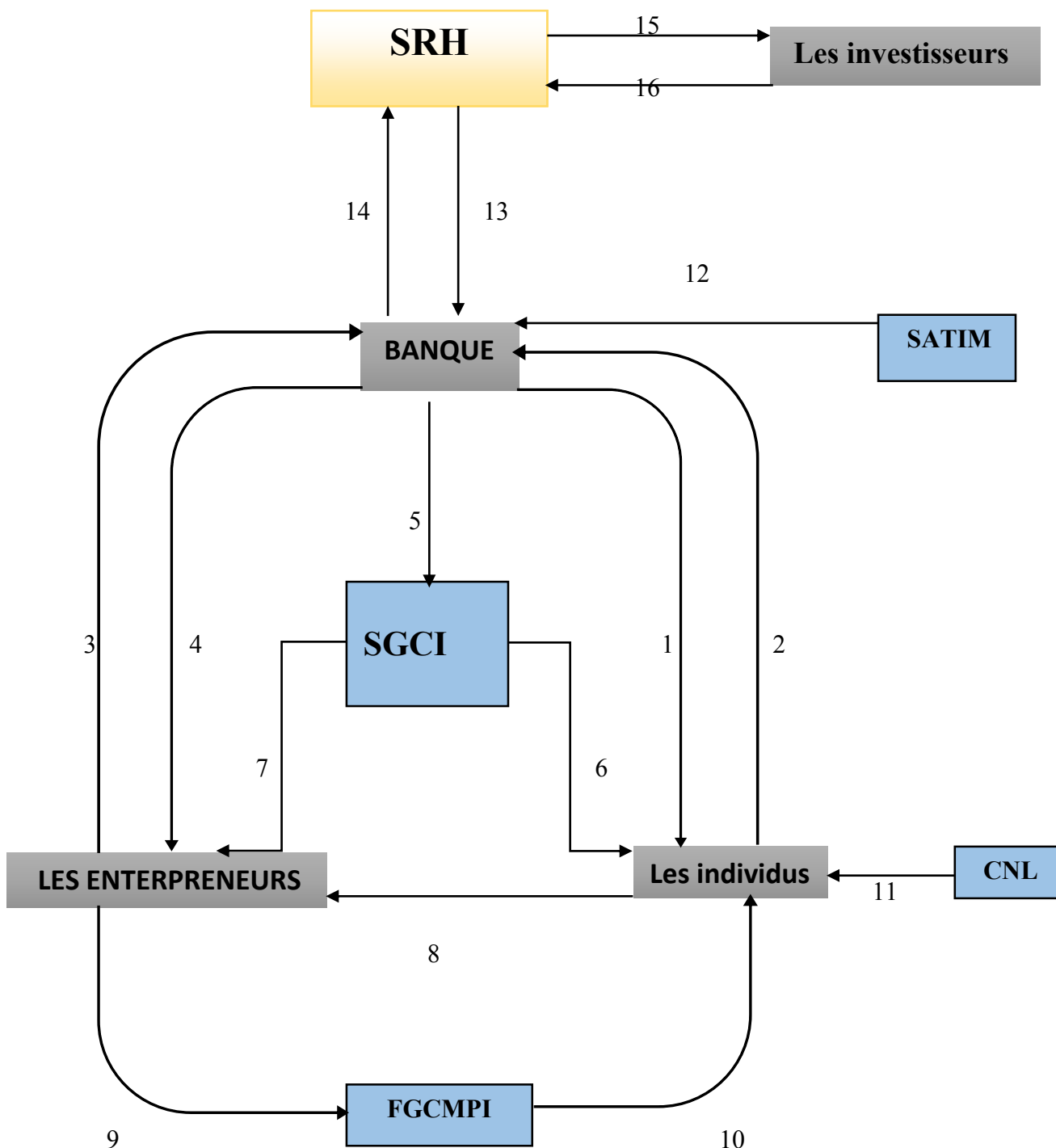
Les missions de la SATIM peuvent se résumer en ce qui suit:

- La modernisation des technologies bancaires;
- Le développement et la gestion d'un système monétique interbancaire;
- La modernisation et la normalisation des instruments de paiement;
- La promotion des traitements interbancaires.

¹Les prestations en matière de monétique se limitent pour le moment à l'élaboration des cartes de retrait, la gestion et la surveillance des distributeurs automatiques sur le territoire national.

²La centrale des risques des ménages est opérationnelle depuis début 2001 .

Figure 3.1 : explication de nouveau dispositif de financement du logement.



Source : par l'étudiant même

- 1- Les crédits hypothécaires accordés aux individus.
- 2- Crédit hypothécaire.
- 3- La banque accordée des crédits aux entrepreneurs.
- 4- Projet hypothécaire, refinancement.
- 5- Paiement de l'assurance.
- 6- La garantie de SGCI, les crédits hypothécaires aux individus.
- 7- La garantie de SGCI, les crédits hypothécaires aux entrepreneurs.
- 8- Paiement des avances aux entrepreneurs.
- 9- Engagement (au choix).
- 10- Garantie des avances par la caisse en cas de défaillance des entrepreneurs.
- 11- Subvention aux individus par CNL.
- 12- Les informations concernant la position financière des emprunteurs.
- 13- Procuration garanties spéciales.
- 14- Ressources financières à long terme.
- 15- Emission des obligations.
- 16- Paiement direct à la SRH.

Section : 02 la titrisation des créances hypothécaire en Algérie :

2-1 La société de refinancement hypothécaire (SRH) :

Dans le but du développement du marché hypothécaire, la société de refinancement hypothécaire (SRH) fut créée en 1997. Elle avait comme objet principal l'animation et le développement du marché de l'immobilier, en refinançant les prêts au logement consentis aux ménages par les banques et les établissements financiers.

Pour démarrer son activité, elle a bénéficié de l'assistance technique de la société américaine FANNIE MAE spécialisée dans le refinancement du logement, ainsi que l'assistance financière de la banque mondiale.

2-1-1 Présentation de la société de refinancement hypothécaire (SRH) :

La **Société de Refinancement Hypothécaire** est un établissement financier, créée le 27 novembre 1997 et agréée par la Banque d'Algérie. La SRH a le statut d'une Entreprise Publique Economique, société par actions (SPA) dotée d'un capital social initial de 3.290.000.000 DA, augmenté à 4.165.000.000 DA en 2003. Son capital est intégralement libéré et souscrit, il est composé de 833 actions d'une valeur de 5.000.000 DA.

Les actions de la SRH sont réparties comme suit :

- **Le Trésor Public** : 254 actions, soit 1270 millions de DA ;
- **La BNA** : 109 actions, soit 545 millions de DA ;
- **La BEA** : 109 actions, soit 545 millions de DA ;
- **Le CPA** : 109 actions, soit 545 millions de DA ;
- **La CNEP** : 76 actions, soit 380 millions de DA ;
- **La BADR** : 50 actions, soit 250 millions de DA ;
- **La CAAR** : 50 actions, soit 250 millions de DA ;

- **La SAA** : 50 actions, soit 250 millions de DA ;
- **La CAAT** : 26 actions, soit 130 millions de DA.

La société de refinancement hypothécaire est un établissement financier chargé du refinancement des crédits immobiliers octroyés aux ménages pour l'achat d'un logement neuf, l'aménagement ou la construction d'une habitation par les banques et les établissements financiers.

Par ailleurs, les ressources financières de la SRH proviennent essentiellement du marché financier et notamment par le recours aux emprunts obligataire a échéances plus ou moins longues permettent ainsi aux banques, le cas échéant, d'opérer les placements de liquidité rémunérateurs et facilement mobilisables.

2-1-2 Les objectifs de la société de refinancement hypothécaire « SRH » :

La SRH émis pour la première fois en 2003 des titres obligataires sur le marché financier en vue de refinancer des portefeuilles de créances hypothécaire présentés par la Banque du Développement Local (BDL).

L'emprunt obligataire a été émis en date du 13 juillet 2003 en deux tranches :

- ✓ La première d'une durée de 3 ans représentait un montant de 1329998000 DA à 4% le coupon avec un taux de rendement annuel de 3,72% et dont la date d'échéance est fixée pour le 15 juillet 2006.
- ✓ La seconde d'une durée de 5 ans représentait un montant de 1179097000 DA à 4.5% le coupon avec un taux de rendement annuel de 4.16% et dont la date d'échéance est fixée pour le 15 juillet 2008.

Le but de l'émission est de dégager les fonds nécessaires à la réalisation des opérations de refinancement de crédit hypothécaires alloués aux emprunteurs, par la BDL.

L'emprunt obligataire SRH a porté sur un montant de deux milliards quatre-cent quatre-vingt millions de dinars (2.480.000.000,00 DA) répartis en deux cent quarante-huit quatre-vingt mille (248.000) obligations ordinaires d'une valeur nominale de dix mille dinars (10.000,00DA) chacune.

Les obligations de la première tranche de l'emprunt proposé à 4% le coupon ont été émises au prix de 10.078 dinars par obligation.

Les obligations de la deuxième tranche de l'emprunt proposé à 4.5% ont été émises au prix de 10.149 DA par obligation.

Les deux tranche d'obligations ont été payables intégralement à la souscription.

Cet emprunt a été souscrit par : la CNEP, la Caisse Nationale d'Assurance Chômage (CNAC), Société Algérienne (BEA), la SICAV « Celim », la Compagnie Algérienne d'Assurance et de Réassurance (CAAR) et la Compagnie Algérienne d'Assurance Transport (CAAT).

Cette opération a connu un succès remarquable auprès de ces investisseurs institutionnels, notamment les banques et assurances et elle a été qualifiée de titrisation associée à une opération de refinancement « avec recours »¹.

Par contre, ce qui intéressait les banques, était plus particulièrement le refinancement des créances hypothécaires « hors-bilan » ou « sans recours »² pour pouvoir alléger leur bilan et se conformer aux ratios prudentiels déjà évoqués.

L'opération de titrisation découlant de refinancement « sans recours » nécessite la cession de créances par établissements financier au profil de la SRH accompagnée du transfert « en bloc » des hypothèques au nom de cette dernière ainsi que la continuité par l'établissement cédant de gérer les créances pour le compte de cessionnaire.

Pour réaliser ce type d'opération, il a fallu donc préparer le cadre réglementaire approprié. C'est pour cette raison que la loi sur la titrisation des créances hypothécaires a été instaurée et promulguée en mars 2006. En revanche, la SRH est habilitée à effectuer l'opération de titrisation de crédits immobiliers. Il est à noter que la SRH a refinancé entre 2001 et 2006 des portefeuilles de créances hypothécaires présentés par BDL pour un montant de 8.5 milliards de dinars.

¹ Les créances hypothécaires demeurent au bilan des intermédiaires agréés, ainsi, les risques de solvabilités des ménages et tous les risques liées aux crédits octroyés, dans le cadre de financement de logement, sont à la charge de ces derniers.

² Les risques liés aux créances refinances sont supportés par la SRH.

2-1-3 Les missions de SRH :

- ✓ Développer l'intermédiation financière destinée au financement du logement afin de réduire la pression sur le budget de l'état ;
- ✓ La participation au développement du marché financier et en particulier le marché hypothécaire en favorisant l'octroi du crédit aux ménages pour l'achat d'un logement ;
- ✓ Le prolongement de la maturité de la structure des taux d'intérêts octroyés par les banques ;
- ✓ La promotion du système de financement du logement à moyen et long terme ;
- ✓ L'encouragement de la concurrence entre les banques et établissements financiers pour l'octroi du crédit hypothécaire ;

2-1-4 L'intervention de la SRH :

La SRH intervient dans le refinancement de l'immobilier sur deux champs distincts à savoir :

- ✓ Sur le marché primaire des créances hypothécaires, c'est-à-dire le marché immobilier :

Pour mobiliser les fonds nécessaires aux besoins de refinancement exprimés par les banques commerciales. Elle joue donc le rôle d'une banque centrale dans ce marché.

- ✓ Et sur le marché secondaire : ou, en vue de drainer une épargne longue et à moindre coût, elle émet des titres garantis par des créances hypothécaires.

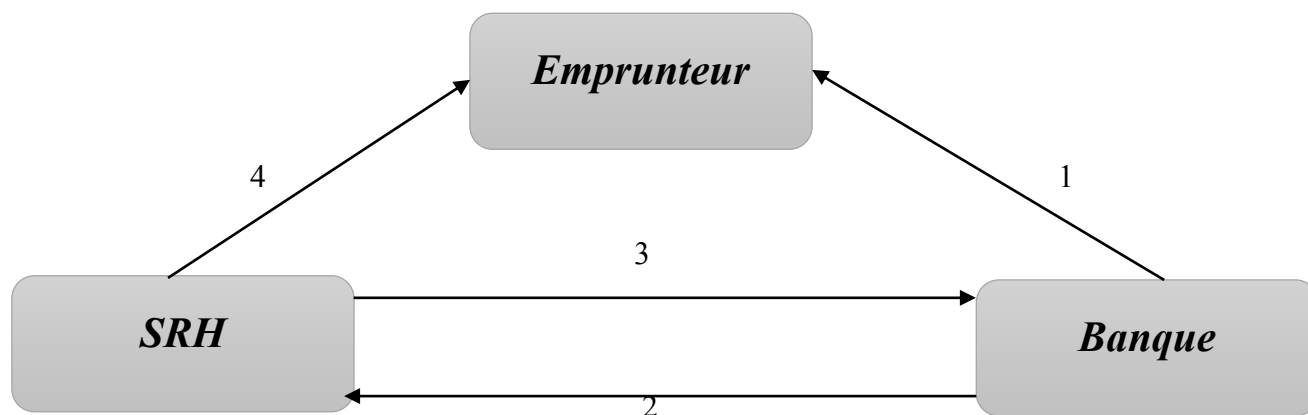
2-1-4-1 Rôle de SRH sur marché primaire :

Sur le marché primaire, la SRH octroi aux banques, des prêts à long terme mobilisables sur plusieurs tranches. Ces prêts sont soumis à des taux d'intérêt inférieurs aux taux débiteurs appliqués par les banques sur les crédits immobiliers.

Cette opération permet donc à la banque de mobiliser des fonds à long terme, et de bénéficier d'une marge sur les taux d'intérêts ainsi que de la liquidité résultante du refinancement.

On peut schématiser l'intervention de la SRH sur le marché immobilier comme suit :

Figure 3.2 : schéma de l'intervention de la SRH sur le marché primaire¹.



- (1) : l'emprunteur souscrit un crédit hypothécaire auprès d'une banque.
- (2) : les garanties sont transférées de la banque à la SRH.
- (3) : la SRH accorde un prêt de refinancement à la banque.
- (4) : la subrogation des droits de recours au profit de la SRH.

❖ **Illustration par un exemple du mécanisme de refinancement par la SRH :**

Pour illustrer le mécanisme de calcul du montant et de la durée de ce prêt de refinancement, nous allons tout d'abord définir les formules à dans l'exemple.

- *Définition et formules utilisées :*

C : le montant du crédit ;

im : le taux mensuel (égal $I/12$, I le taux annuel) ;

P1 : le premier principal remboursé ;

N : la maturité du crédit en mois.

¹ S.Bougaoua, Mémoire de fin d'études, La gestion des crédits immobiliers, 2008, P.66.

S : la mensualité du crédit.

- *Mensualité constante (A)* : Elle représente la somme du principal et des intérêts payables mensuellement :

$$A = C * \left[\frac{Im}{1 - (1 + Im)^{-N}} \right]$$

- *Capital remboursé après "q" paiements (Pq)* : Il représente le cumul du principal payé de la 1 ère à la q ème période :

$$Pq = P1 \times \frac{(1 + im)^q - 1}{im}$$

- *Capital restant dû après "q" remboursements (CRD)* : il représente le reliquat du capital à rembourser.

$$CRD (q) = C - Pq$$

- *Marge nette* : c'est la somme des mensualités reçues de la clientèle diminuée de la mensualité versée à la SRH, plus le produit de réemploi des montants mobilisés éventuellement.

Exemple ;

Soit la banque qui propose un prêt pour un refinancement ayant les caractéristiques suivantes :

- Le montant du prêt : $C = 250\,000\,000,00$ DA
- Le taux d'intérêt : $I = 8\%$
- La durée : 15 ans, soit 180 mois
- Le différé : 02 mois
- La mensualité constante est égal à : $S = 1388\,888,89$ DA.
- Le premier principal remboursé : $P1 = 727\,598,58$ DA.

La banque va se refinancer auprès de la SRH aux conditions résumées dans le tableau suivant :

Tableau 3.2 : les conditions de refinancement des banques auprès de le SRH¹

	<i>Tranche 01</i>	<i>Tranche 02</i>	<i>Tranche 03</i>
<i>Montant (CRD)</i>	250 000 000,00	196 649 678,3	117 481 143,8
<i>La durée (mois)</i>	60	60	60
<i>Le taux (%)</i>	6	6	6
<i>Différé (mois)</i>	2	2	2
<i>Mensualité (DA)</i>	4 833 200,38	3 801 789,201	2 271 239,63
<i>La date de paiement</i>	3 ^{ème}	65 ^{ème}	127 ^{ème}

La mensualité reçues du client et celles versées à la SRH sont comme suit :

¹Elaboré par l'étudiant

Tableau 3.3 : mensualités reçues des clients et celles versées à la SRH¹.

<i>Intervalle en mois</i>	<i>Mensualité reçues du client</i>	<i>Mensualité versée à la SRH</i>
[1-2]	2 377 598,58	0,00
[3-62]	2 377 598,58	4 833 200,38
[63-64]	2 377 598,58	0,00
[65-124]	2 377 598,58	3 801 789,201
[125-126]	2 377 598,58	0,00
[127-186]	2 377 598,58	2 271 239,63

Pour le banquier, l'avantage principal d'une opération de refinancement est de disposer de ressources longues et stables tout au long de son engagement avec ses débiteurs.

Cela permet d'en faire un double usage :

- ✓ Comblent une éventuelle « impasse de liquidité ».
- ✓ Réemployer les montants non utilisés dans d'autres crédits hypothécaires.

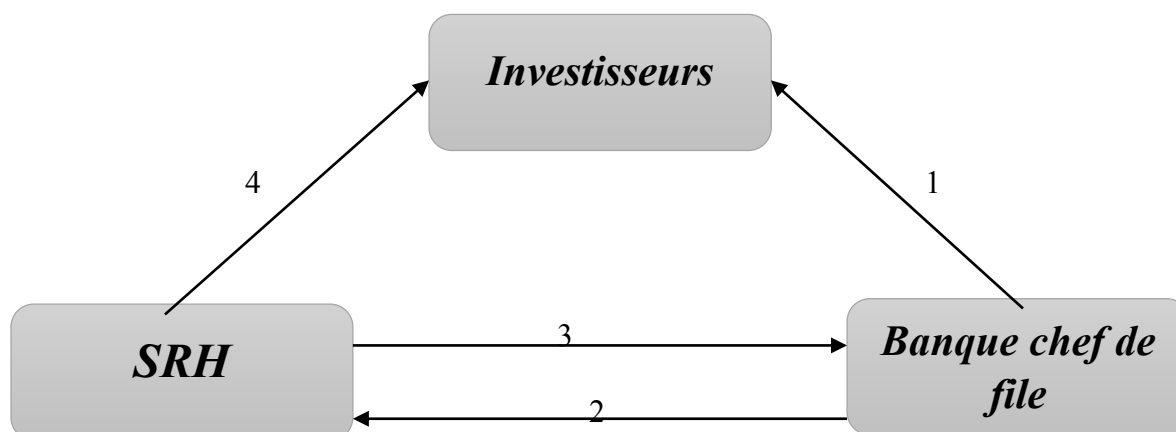
2-1-4-2 L'intervention de la SRH sur le marché secondaire :

Dans le but de développer le marché immobilier en Algérie, la SRH peut intervenir sur le marché financier national. Elle assure ce rôle par des émissions de titres adossés à des portefeuilles de créances hypothécaires.

¹ Elaboré par l'étudiant

On peut schématiser l'intervention de la SRH sur ce marché comme suit :

Figure 3.3 : Schéma d'intervention de la SRH sur le marché secondaire¹.



- (1) L'émission des titres garantis par des créances hypothécaires.
- (2) La diffusion des titres émis.
- (3) Le versement du produit de souscription des titres.
- (4) La SRH devient alors le vis-à-vis des investisseurs.

2-1-5 Les conditions et les caractéristiques de refinancement auprès de la SRH :

2-1-5-1 Les conditions de refinancements auprès de la SRH :

Pour pouvoir bénéficier d'un financement hypothécaire auprès de la SRH, l'établissement de crédit doit remplir certaines conditions, qui sont :

¹ S.Bougaoua, La gestion des crédits immobiliers, op-cite, P.69.

- ❖ Avoir la qualité de la banque ou d'un établissement financier agréé par la banque d'Algérie, ayant accordé des crédits immobiliers aux ménages, et présentant un système de gestion de ces prêts jugé satisfaisant et conforme aux règlements ;
- ❖ L'établissement financier doit présenter une demande de refinancement accompagnée de toutes les informations financières et comptables le concernant ;
- ❖ Les crédits proposés par l'établissement pour le refinancement doivent être concrétisés conformément à la convention de crédit et doivent porter sur :
 - L'acquisition d'un logement neuf ; ou
 - La construction d'une habitation individuelle ; ou
 - L'extension, la réhabilitation ou la rénovation d'une habitation.
- ❖ Toute demande de refinancement doit comprendre :
 - Le nom et l'adresse du demandeur ;
 - Le montant de refinancement demandé ;
 - Les garanties fournies, ces dernières doivent être du premier rang.
- ❖ L'établissement agréé doit disposer des comptes de l'exercice qui précède la demande de refinancement, approuvée par l'assemblée générale des actionnaires ;
- ❖ Les crédits doivent présenter des garanties recueillies auprès des débiteurs, sous forme d'hypothèques légales sur les biens ou sous formes de garanties délivrées par SGCI ;
- ❖ L'établissement financier bénéficiaire du financement doit affecter au profil de la SRH, qui accepte, une subrogation dans ses droits nés de la garantie octroyée par la SGCI ;
- ❖ L'établissement de crédit doit confirmer à la SRH que ses droits sur l'hypothèque sont inscrits conformément aux dispositions légales et que la valeur de la garantie hypothécaire est supérieure à 120 % du montant du crédit. La société se réserve le droit, le cas échéant, de procéder à toute évaluation jugée nécessaire.

-
- ❖ Le bénéficiaire s'engage à transférer à la SRH des garanties supplémentaires sous la forme d'obligations, de bon de trésor, certificats d'émission, titres financiers ou autres en cas de :
 - Baisse de la valeur des garanties consenties due à des fluctuations de taux d'intérêt et d'inflation ;
 - Diminution du crédit hypothécaire d'origine pour cause de remboursement normal ou anticipé ;
 - Défaillance de remboursement.
 - ❖ La SRH ne refinance que les crédits effectivement décaissés. Le décaissement doit être effectué dans un délai d'un (01) mois après la signature de la convention de crédit entre la SRH et la banque ;
 - ❖ Les créances hypothécaires restent au bilan des établissements financiers, mais elles sont la propriété de la SRH qui a le droit de vérifier à tout moment leur existence matérielle ;
 - ❖ Le remboursement du capital et des intérêts dus seront payés mensuellement par les banques au profil de la SRH suivant échéancier avec une période de différé de deux (02) mois.

2-1-5-2 Les caractéristiques du prêt du refinancement SRH :

Le prêt de la SRH est un refinancement avec recours à long terme. Le programme de financement est mobilisable sur plusieurs tranches correspondantes au « Capital Restant Dû » du portefeuille concerné.

Ses principales caractéristiques sont :

- Le montant du prêt :

Le refinancement représente le montant du programme prévisionnel des crédits hypothécaires arrêté par la banque d'Algérie au titre de l'exercice considéré.

La date de mise à disposition des fonds suivra la signature de chaque convention de refinancement de portefeuille des prêts.

- La durée :

Le crédit de refinancement porte sur une durée de cinq ans (05) renouvelable selon les conditions de marché et la durée maximale du crédit hypothécaire en question ne doit pas dépasser les trente ans (30).

- Le taux d'intérêt appliqué :

Le taux à appliquer au refinancement des prêts hypothécaires est fixe¹, et il sera révisé en fonction du cout moyen des ressources.

Cependant, la marge de l'établissement bénéficiaire au titre de son refinancement, ne doit pas excéder 1.50 % l'an².

- Mobilisation du crédit :

Le prêt sera mobilisé à la date de la remise du chèque, qui suivra la signature de la convention, contre un billet à ordre renouvelable.

¹ Il est de 5 % pour les crédits de montant inférieur à 1 000 000 DA et de 6 % pour les autres prêts.

² D'après le rapport sur les conditions de refinancement du crédit hypothécaire.

La constitution du marché financier algérien, son fonctionnement ainsi que les titres financiers émis sur ce dernier ; nous pouvons déduire qu'en raison du nombre réduit de ces titres, le marché financier algérien demeure très peu liquide.

En effet, la réforme de ce dernier constitue un facteur déterminant afin de consolider la croissance économique pour les années à venir.

Une technique qui pourrait apporter ses fruits est bien évidemment la titrisation. En effet, elle va permettre aux banques d'accéder directement au marché financier et de pouvoir se refinancer via le marché et ce en renonçant à la technique classique de refinancement qui s'avère contraignante d point de vue réglementaire.

Ainsi les banques pourront réinvestir les résultats de la cession dans l'octroi de crédits supplémentaires et participer à l'augmentation et le développement de l'offre de logement d'une manière à satisfaire la demande qui ne cesse de s'accroître avec la croissance démographique.

Section 03 : simulation d'une opération de titrisation

3-1 Opération de titrisation entre la CNEP –BANQUE- et SRH :

Au niveau de cette section, nous allons procéder à une simulation d'une opération de titrisation sur le portefeuille de créances de la CNEP-BANQUE. Le modèle proposé est inspiré du modèle français de titrisation, et ce tout en considérant les différentes contraintes réglementaires spécifiques au marché financier algérien.

3-1-1 Le modèle de référence :

Le modèle proposé suppose l'adhésion de la SRH dans le lancement de cette opération. Une opération qui vient s'ajouter à son activité habituelle de refinancement des crédits hypothécaires. Elle jouera le rôle de la société de gestion, et substituera aussi au FCC dans le cadre français.

De ce fait l'organisme de titrisation dans le cas algérien est une institution indépendante qui n'est pas créée par la banque cédante.¹Ainsi la SRH se contentera des commissions de gestion de la transaction.

- Les principales caractéristiques de ce modèle sont :
- L'émission se fait en trois parts : senior, mezzanine et junior.
- La part junior est un mécanisme de garantie. Elle est souscrite par le cédant qui subit les premières pertes éventuelles.
- Le recours à un surdimensionnement, afin de pouvoir palier à un éventuel retard ou défaut de paiement.
- Le montant théorique de l'émission est égal à la valeur du portefeuille à la date de l'émission, duquel on soustrait le montant du surdimensionnement.

¹ Dans d'autres pays, l'organisme de titrisation est créé spécialement et uniquement afin d'assurer le déroulement de la transaction. Cependant, dans notre cas, il n'est pas interdit par la loi la création de cette institution de titrisation par la banque cédante elle-même.

- Le cédant reçoit le prix de cession moins le montant de la part subordonnée (Junior) qu'il va souscrire.
- A la fin de l'opération, les réserves de liquidité non utilisées sont versées au cédant sous forme d'un boni de liquidation.

3-1-2 Les hypothèses retenues dans le modèle sont :

- ❖ **H 1** : Le FCC sera constitué par la SRH qui jouera le rôle de la société de gestion et de l'organisme de titrisation. Elle s'occupera du montage financier de l'opération de titrisation.
- ❖ **H2** : La CNEP-Banque est l'établissement cédant, elle jouera également le rôle du recouvreur des créances.
- ❖ **H 3** : Le rôle du dépositaire, la seconde entité constituant le FCC dans le cadre français, est assuré par la CNEP-Banque.
- ❖ **H 4** : Les créances cédées sont des prêts hypothécaires que la CNEP-Banque a octroyés à sa clientèle sur l'ensemble du pays.
- ❖ **H 5** : Il existe un marché secondaire, où seront négociées les parts émises par la SRH.
- ❖ **H 6** : Les parts émises par la SRH ont l'objet d'une évaluation des agences de notation et la note attribuée est de triple A pour la part Senior, A pour la part Mezzanine. Quant à la part Junior, elle obtient une note de B, vu les risques qu'elle comporte.
- ❖ **H 7** : La structure d'émission choisie est celle dite « Pass Through », où les paiements en principal et intérêts sont assurés par les flux reçus du lot de créances cédées. La SRH reçoit les mensualités du portefeuille de créances qui serviront à la rémunération des investisseurs.
- ❖ **H 8** : L'excédent qui peut résulter de la structuration des flux est réinvesti en des placements sur le marché monétaire.
- ❖ **H 9** : L'organisme de titrisation ne pourra pas faire recours à un endettement, en cas de difficulté de trésorerie.

3-1-3 Le montage de l'opération :

○ Sélection des créances :

Le portefeuille de créances que nous allons titriser est constitué de créances hypothécaires sur les particuliers, dont nous disposons les informations nécessaires pour le montage de l'opération.

Le portefeuille de base sur lequel nous allons effectuer l'étude présente les caractéristiques suivantes :

- Le pool est composé de 103 créances hypothécaires, accordées aux particuliers par la CNEP-Banque sur l'ensemble du territoire national ;
- Le montant initial du portefeuille du crédit à titriser est de 124 828 000.00 DA ;
- Le montant total du portefeuille à titriser, à savoir le Capital Restant Dû, est de DA ;102 689 996.60 DA ;
- Les taux d'intérêts des créances sont des taux variables ;
- Le taux d'intérêts moyen pondéré (le TMP) appliqué aux crédits immobiliers en question est de 6.33 %;
- L'échéance moyenne du portefeuille est de 17 ans et demi ; son échéance moyenne pondérée est de 18 ans ;
- La plus longue échéance des créances proposées est de 25 ans ; et la plus courte est de 7 ans ;
- Les créances choisies pour la titrisation sont garanties par une hypothèque de premier rang ;
- Aucun impayé n'a été constaté sur les prêts constituant le portefeuille ¹ ;
- Le remboursement des crédits se fait par mensualités constantes, et la formule de calcul de la mensualité est comme ainsi :

$$M = K * \left[\frac{Im}{1 - (1+Im)^{-N}} \right]$$

¹ Rappelons que les créances choisies pour la titrisation sont prises d'un portefeuille sain.

Avec : k : Le montant initial des crédits ;

Im : Le taux mensuel constant ;

N : La maturité du crédit en mois.

- La plus grande mensualité est de 17 622 DA ;
- Le plus grand montant de crédit accordé est de 2 850 000.00 DA ;
- Le plus grand montant du capital restant dû est de 2 263 241 DA.

Les créances ont été fondues en une seule créance synthétique, ayant les caractéristiques indiquées dans le tableau qui suit (Tableau 3.4). Ainsi, les calculs ont été effectués par référence à l'échéance moyenne pondérée, durée moyenne pondérée, et taux moyen pondéré.

Tableau 3.4 : Tableau synthétique des créances à titriser

Nombre de prêts	103
Somme totale due	102 689 996,60
Taux moyen pondéré	6.33 %
Durée résiduelle moyenne pondérée	18 ans
Date de dernière échéance	28 juillet 2041

Source : Elaboré par l'étudiant.

Nous avons scindé les créances à céder en trois compartiments, d'après leurs échéances, et ce comme le prévoit la loi.

Tableau 3.5 : Les compartiments des créances à titriser.

Nombre de créances	Échéance	Montant en DA	EMP en années	TMP en %
8	Entre 7 et 10 ans	7 785 000.00	8,36	6
31	Entre 10 et 15 ans	29 243 252,00	12,73	6,10
64	Supérieure à 15 ans	65 661 745,00	21,39	6,47

Source : Elaboré par l'étudiant.

○ **La cession des créances :**

La cession des créances à l'organisme de titrisation, se concrétisera par l'établissement de deux contrats entre la CNEP-Banque et la SRH :

- Un contrat de cession, définissant les conditions et les conséquences de la cession telles qu'indiquées par la loi ;
- Et un deuxième contrat portant sur la gestion et le recouvrement des créances : c'est l'établissement cédant qui s'occupera du recouvrement des créances. Ce contrat définira les modalités et conditions de recouvrement des créances.

○ **Détermination du prix théorique de cession du portefeuille :**

Le prix théorique de cession du portefeuille de créances est égal au capital restant dû du portefeuille à titriser, à la date de cession. Au 01/09/2016, le CRD du portefeuille de la CNEP-Banque choisi pour être cédé est de 102 689 996.60 DA.

○ **Analyse des risques :**

Aucun défaut de paiement n'a été enregistré sur les créances sous-jacentes. Cependant, pour couvrir ce risque un niveau de surdimensionnement a été prévu. Par conséquent, le niveau de surdimensionnement requis est de 7 689 996,60 DA, représentant 7.5 % du montant de l'émission.

Aussi, la part Junior qui est souscrite par l'établissement cédant lui-même, constitue un mécanisme de couverture supplémentaire contre le risque de défaillance des débiteurs. Rappelons que, cette part absorbera les éventuels défauts de paiement, et sera remboursée in fine ; après avoir remboursé les parts prioritaires.

Concernant le risque de remboursements anticipés, il est supposé nul¹.

- **Les frais de montage :**

On a supposé que l'établissement cédant jouera et le rôle du recouvreur des créances et le rôle du dépositaire. La CNEP-Banque recevra donc trimestriellement deux commissions :

-Une commission de recouvrement ;

-Et une commission pour les services qu'elle rend en tant que dépositaire.

Ces dernières seront payées par la SRH. Leurs montant est de 0.05 % du montant du capital restant dû des créances à céder.

Nous supposons que les frais de titrisation représentent 0.35 % du montant de l'émission, soit un montant de 359 414 DA. Ces frais englobent les commissions de gestion et de constitution de la SRH, ainsi que les frais relatifs à la notation des parts.

- **Le prix effectif de cession :**

C'est le montant réellement reçu par l'établissement cédant suite à la cession de son portefeuille. Il est égal au prix théorique diminué du montant de surdimensionnement, et des frais de montage.

Les calculs nous donnent un montant de 94 640 585 DA.

- **Le programme d'émission :**

La CNEP Banque va céder, une seule fois le portefeuille sélectionné. La transaction est effectuée par la remise d'un bordereau de cession, comportant les caractéristiques des créances à céder.

¹ Nous n'avons pas pu avoir une estimation du taux de RA, faute de données.

L'organisme de titrisation dès la réception des créances émettra, le jour même, trois (03) types de titres représentant ces créances :

Une part Senior : dont l'amortissement est prioritaire. L'amortissement des autres parts ne commence qu'après le paiement du principal et des intérêts des titres constituant cette part. Cette part représente 60 % du montant de l'émission.

Une part Mezzanine : son amortissement commence après celui de la part Senior et avant l'amortissement de la troisième part. Elle est à hauteur de 35 % du montant de l'émission.

Une part junior : cette dernière part est souscrite par la CNEP-Banque. Son amortissement intervient une fois les deux premières parts sont totalement amorties. Elle est à hauteur de 5 % du montant total de l'émission.

Le tableau suivant résume la répartition du montant de l'émission :

Tableau 3.6 : Programme d'émission des parts

Types de parts	Nombre de parts	Montant unitaire	Nominal initial	Taux d'intérêts	Maturité en mois	Prix d'émission	Notation
Parts S	570	100 000	57000000	5.15%	36	100%	AAA
Parts M	332	100 000	33200000	5.55%	50	100%	AA
Parts J	48	100 000	4 800 000	6.25%	86	100%	A
Total	950		95 000000				

Source : élaboré par l'étudiant.

○ **La gestion de l'opération au niveau de la CNEP-Banque :**

Pour mener à bien l'opération de cession, la CNEP-Banque aura à gérer deux comptes :

- Un compte qui aura pour objet la réception des flux provenant de sa clientèle : les mensualités payées par les emprunteurs ;
- Un deuxième compte productif d'intérêts débiteurs pour le compte de la SRH. C'est un compte de secours, qui aura pour objet le réajustement entre les flux reçus et ceux payés aux porteurs de parts¹. La CNEP-Banque va actionner ce compte en cas d'insuffisance des paiements reçus pour faire face aux règlements des porteurs de parts. Evidemment, les intérêts prélevés seront en fonction des insuffisances enregistrées.

○ **Les résultats de l'opération :**

La cession des créances via la titrisation permet à la CNEP-Banque de disposer de liquidités immédiates, et de libérer le niveau de fonds propres retenu pour la couverture des crédits octroyés à sa clientèle. En ce qui suit les résultats obtenus :

1. La marge réalisée par la CNEP-Banque s'obtient par l'addition :

- Des revenus de la tranche subordonnée qu'elle a souscrit elle-même ;
- Du produit réalisé par la cession.
- Du boni de liquidation reçu en fin de l'opération, qui correspond au montant des réserves de liquidités non utilisées et le montant du surdimensionnement.

Le tableau qui suit en résume la situation :

Tableau 3.7 : La marge réalisée par la CNEP-Banque².

Le produit de cession	95 000 000,00 DA
Les revenus de la part Junior	2 756 635.87 DA
Le montant du surdimensionnement	7 689 996.60 DA
Total	105 446 632.50 DA

¹ Rappelons que la CNEP-Banque s'occupe du recouvrement des créances et joue aussi le rôle du dépositaire.

² Elaboré par l'étudiant

Ainsi les fonds dégagés par la cession peuvent être réemployés en crédit hypothécaire ou bien utilisés en d'autres crédits.

2. L'économie en fonds propres réalisée :

Tableau 3.8 : L'économie en fonds propres réalisée.

Le CRD (le montant cédé)	102 689 996.60 DA
Le surdimensionnement	7 689 996.60 DA
Les commissions	359 414.98 DA
Le montant effectif de cession	94 640 585.01 DA
Fonds propres dégagés ¹	4 107 599.86 DA

Source : élaboré par l'étudiant.

Interprétation :

Le montant des fonds propres dégagés peut être utilisé :

Soit pour l'accroissement du niveau du bilan ;

Soit pour une recapitalisation.

Si on opte pour la première option, le montant de l'accroissement possible, sera égal, suivant le ratio de solvabilité, au montant des risques pondérés correspondant au niveau de couverture à hauteur de l'économie de fonds propres dégagée. Pour un réemploi en crédit hypothécaire pondéré à 50 %² ; le montant de l'accroissement sera de : 51 344 987 DA.³

Ou bien ; la CNEP-Banque pourra opter pour la deuxième option, et utiliser les fonds propres dégagés pour renforcer sa solidité financière.

¹ Le montant des fonds propres exigés = 102 689 996.60 * 50 % * 8 %

² D'après l'accord de Bale, les crédits garantis par une hypothèque sont pondérés à 50 %

³ L'accroissement = l'économie en fonds propres / (le taux de pondération * 8 %).

Nous tenons à signaler que le montant du portefeuille choisi pour être cédé ne représente que 0.5 % du portefeuille de crédit de la CNEP-Banque. Conséquemment, les résultats obtenus ne peuvent avoir un impact remarquable sur la situation bilancielle de la banque.

Cependant, plus le portefeuille choisi pour être cédé est grand, plus les résultats obtenus auront un impact remarquable sur les états financiers de l'établissement cédant.

Notons enfin, que la cession par la CNEP-Banque d'un certain nombre des créances qu'elle détient sur ses clients, lui permet de se débarrasser du risque y inhérent aux investisseurs.

Pour la SRH, l'opération est porteuse de revenus. Le détail des revenus est indiqué à l'annexe. En ce qui suit l'explication des résultats obtenus :

- La trésorerie partielle 1 représente la différence entre les flux reçus des clients et les flux payés pour les porteurs de parts Seniors.
- La trésorerie partielle 2 représente la différence entre les flux reçus et le paiement des intérêts de la part Mezzanine, et ce jusqu'à l'amortissement total de la première part. A partir du 51^{ème} trimestre on commence à amortir la deuxième part, la trésorerie dégagée est indiquée dans la trésorerie partielle 2. La même chose pour la troisième part.
- Quant à la trésorerie totale elle représente la somme des trois trésoreries partielles et donc les flux dégagés de l'opération.

Nous constatons que les gains rapportés par la transaction sont à hauteur de : 35 730 458 da. Enfin, notons que ce montant peut être ramené à un niveau plus important si le montant du portefeuille à céder proposé par la banque cédante est élevé.

3-2 Les limites et les conditions du développement de la titrisation en Algérie :

La titrisation est une technique financière assez complexe. Son introduction dans notre système financier sera délicate. Cela est dû essentiellement aux différentes contraintes juridiques et réglementaires que présente notre environnement économique. Nous constatons en effet plusieurs limites.

3-2-1 Les limites du développement de la titrisation

3-2-1-1 Le cadre juridique :

La promulgation de la loi 06-05 du 14 mars 2006 portant la titrisation des créances hypothécaires, constitue le premier pas de l'acculturation de la titrisation en notre pays. Toutefois, les textes établis par le gouvernement restent insuffisants et ne définissent pas l'aspect comptable et fiscal relatifs à l'opération. Nous constatons également qu'aucun dispositif juridique ne définit le véhicule de titrisation comme dans le cas du trust aux Etats Unis ou du Fonds Commun de Créances dans le cadre français.

3-2-1-2 Un marché hypothécaire peu développé :

Le marché hypothécaire Algérien a connu un nouvel essor depuis la mise en place du nouveau dispositif de financement de logement en 1997. Cependant, ce marché reste loin des marchés hypothécaires mondiaux et des efforts restent à fournir dans ce domaine pour atteindre les attentes du gouvernement.

En effet, plusieurs facteurs ralentissent le développement de ce marché :

- ✓ La réticence de la CNL dans sa procédure d'octroi de l'aide au logement ;
- ✓ La lourdeur de la procédure judiciaire d'inscription des hypothèques ainsi que l'exécution des droits conférés par celles-ci ;
- ✓ La difficulté d'appréciation de la capacité du remboursement des débiteurs, vu l'irrégularité des revenus due à l'instabilité économique du pouvoir d'achat.

3-2-1-3 La faiblesse du marché secondaire :

L'un des principaux handicaps du développement de la titrisation réside dans l'absence d'un marché secondaire où pourraient se réalisées les négociations des titres émis lors de l'opération. Ce marché s'il existe, il se caractérise par quelques critères qui font de lui un marché inactif :

- Manque d'informations, ou inexistence d'information sur les titres qui s'y trouvent ;
- Volume minime de transactions ;
- Manque de liquidité des titres ;
- Absence de standardisation des produits.

3-2-1-4 Difficultés de placement des titres :

A l'absence ou l'inactivité de notre marché secondaire qui freine développement de la titrisation dans notre pays, vient s'ajouter une autre limite relative aux spécificités de nos investisseurs. En effet, les parts émises lors de la titrisation trouvent généralement comme acquéreurs les investisseurs institutionnels.

Malheureusement, nos investisseurs et précisément les particuliers, sont réticents par rapport à ce genre d'investissement. Cela est dû essentiellement à l'absence d'une culture financière, aux manques d'information sur le marché de sensibilisation des investisseurs.

3-2-1-5 Le problème de valorisation des risques liés aux créances pouvant être cédées :

L'appréciation et l'évaluation des risques inhérents à l'activité de crédit bancaire nécessitent des systèmes de modélisation efficaces pour une mesure rigoureuse du risque, ceci demande des investissements matériels et humains.

L'évaluation des risques s'avère difficile, surtout en ce qui concerne le risque de taux et de remboursement anticipé dans la mesure où il n'existe pas de référence des taux à moyen et long terme sur le marché, et de système d'information au sein de nos banques.

3-2-2 Les conditions d'évolution de la titrisation en Algérie :

En vue de garantir le développement de la titrisation, il nous paraît souhaitable de :

- Titriser des créances de bonne qualité en vue de bénéficier d'une notation optimale.
- Clarifier, autant que possible, les relations entre les intervenants par la conclusion de conventions définissant les droits et obligations de chacune des parties sans ambiguïté.

- Veiller à une stricte séparation des fonctions entre les divers intervenants par des conventions claires et contraignantes.
- Assurer un rendement des parts émises supérieur à celui des obligations et des bons de trésor.
- Disposer de toutes les informations sur les créances et pour la mise à la disposition du public d'une information abondante et pertinente sur les créances et les parts.
- Titriser des créances à forte marge. En effet, la titrisation des créances ne peut être réussie que si la marge sur les créances couvre la rémunération des investisseurs (les intérêts reçus sur les créances doivent être supérieurs à ceux payés aux porteurs de parts émises). De ce fait nous pensons qu'il est préférable de titriser les créances des banques qui ont un taux d'intérêt assez élevé, et donc exclure les crédits aux taux d'intérêts proches des taux du marché monétaire ;
- Interdire l'endettement de l'organisme de titrisation, tout en acceptant le recours aux avances techniques et de liquidités déposées dans un compte de réserve qui doit être créé à la date de cession ;
- Titriser les créances de fortes pondérations pour le risque, afin de bénéficier au maximum de l'effet du ratio Cooke ;
- Faire intervenir un nombre un nombre important d'investisseur, et ce pour élargir le marché financier.

Conclusion du chapitre :

A la lumière de ce chapitre il nous paraît que notre système bancaire n'est pas vraiment assez mûr pour accueillir une opération de titrisation, une technique financière relativement complexe nécessitant beaucoup d'ardeur et de souplesse.

Certes, la simulation que nous avons présentée a donné des résultats positifs, mais elle a exigé plusieurs hypothèses, faute de données, de textes de loi plus indicatifs.

L'adoption de cette nouvelle ingénierie dans notre environnement financier risque d'être très lente et très difficile, si nous tenons compte des différents obstacles qui viennent entraver son développement. En perspective d'une titrisation réussie, les contraintes évoquées doivent être soulevées par une modification de notre environnement réglementaire et financier.

CONCLUSION GENERAL

Conclusion générale

La titrisation, «Securitization» selon l'expression américaine, constitue l'une des innovations financières internationales les plus importantes de ces vingt dernières années. Elle est définie comme la technique par laquelle un établissement de crédit, appelé établissement cédant, cède à une structure ad hoc, généralement un fonds, des créances qu'il détient dans son bilan en vue de les transformer en titres négociables sur le marché public.

La titrisation est née aux États-Unis et a été la conséquence de la pression du marché de logement. En effet, le développement du crédit hypothécaire aux États-Unis a fait suite à un marché de logement très dynamique. Un système de financement à long terme s'est progressivement mis en place pour favoriser l'acquisition de logement.

Cependant, au-delà du simple « gadget » financier la titrisation, est surtout utilisée par les grandes banques comme moyen privilégié de financement de leurs bilans. Ses initiateurs l'ont trouvé comme solution adéquate à leurs soucis de refinancement. Les résultats qu'ont réalisés les banques américaines dans le refinancement des «Mortgages» à l'origine de l'opération, et des différents postes d'actif par la suite en est la preuve.

Tous au long de notre exposé nous avons mis en relief l'importance de la titrisation dans le financement de l'économie à travers des processus compliqués mais très organisés.

Notre étude nous a permis de constater que cette nouvelle ingénierie est fort complexe et qu'elle nécessite un système juridique très souple. C'est, en effet, sa clé de réussite aux États-Unis. Néanmoins, son acculturation dans notre environnement financier reste envisageable. De nos jours, notre système bancaire connaît un nouvel essor avec l'avènement de plusieurs banques commerciales et d'établissements financiers, la création de la bourse, de la société de clearing chargée des fonctions du dépositaire ; et surtout par la création de la **SRH** comme société de refinancement des crédits hypothécaires.

Notre sphère financière se trouve ainsi étendue et devrait se traduire par une bancarisation plus importante.

Cependant, la réalité n'est pas aussi étincelante que cela. En effet, le secteur bancaire algérien souffre de l'instabilité, la lourdeur des transactions, manque d'organisation, manque d'un système d'information, beaucoup de facteurs qui rendent le système moins performant.

Les ressources bancaires sont limitées et sont confrontées à des contraintes réglementaires de taille. Il devient nécessaire alors de faire appel au marché comme cela s'est fait dans plusieurs pays. Il apparaît à l'évidence que la titrisation constitue le moyen le plus adapté à ce choix.

Cela doit être productif aussi bien pour les autorités que pour l'intermédiation bancaire.

Notre travail a consisté donc à présenter cette nouvelle technique de financement et mettre en exergue les opportunités qu'elle offre aussi bien pour les établissements de crédits qu'aux investisseurs. Notre souci était d'expliquer le mécanisme de la transaction et de toucher à la réalité de notre marché financier susceptible d'accueillir cette nouvelle technique de gestion du bilan, plutôt que de traiter le volet rentabilité financière pour l'établissement cédant car cela serait non significatif.

L'étude que nous avons menée nous permet d'affirmer que la titrisation des créances peut apporter une solution satisfaisante aux attentes de nos banques en matière de refinancement du bilan. Cependant son adoption dans notre environnement économique soulève plusieurs obstacles.

Faute d'aménagements indispensables, l'acculturation de la titrisation en Algérie ne saurait se faire. Nous avons jugé essentiel "**Les Recommandations**" suivantes :

- ◆ Vue le nombre élevé de risque émanant des opérations de titrisation, les initiateurs de ces opérations ont essayés d'éliminer sinon de minimiser ces risques moyennant des techniques avancées.
- ◆ Le résultat de ces opérations est encourageant et permet la résolution des problèmes de liquidités pour les institutions financières et le problème de financement de l'économie.
- ◆ Développer la fonction *ALM* : Gestion Actifs Passifs au sein des banques, qui va leurs permettre de déterminer leurs besoins de liquidité à court, moyen et long terme où la titrisation leur sera une solution.
- ◆ La révision du prix du logement qui reste très élevé et donc peu abordable au regard du pouvoir d'achat de la population ;

-
- ◆ Revoir la procédure de l'octroi de l'aide *CNL*.
 - ◆ Travailler à ce qu'il y ait une transparence et une disponibilité de l'information sur le fonctionnement du marché financier et les différents agents y activant.
 - ◆ La valorisation de la structure chargée de l'encadrement des crédits en introduisant de nouvelles techniques de gestion du risque crédit, telle que le Crédit « Scoring », afin de pouvoir prévoir les taux de défaillance des clients ainsi que le taux de remboursement anticipé.
 - ◆ Néanmoins, le problème majeur de la titrisation réside dans la complexité du montage de ces opérations et dans l'ampleur du risque ex ante qui pourra l'atteindre.
 - ◆ L'origine de ces problèmes réside dans la nature des produits sous-jacents de la titrisation qui sont en générale des créances, ce qui implique l'augmentation de la taille de l'économie monétaire au détriment de l'économie réelle.
 - ◆ L'insuffisance de capital entraîne un recours excessif à l'emprunt ce qui conduit à une fragilité excessive de l'économie. Pour que le modèle de titrisation fonctionne, il faut réduire la grande déconnection entre la répartition du risque et celle du capital dans le système.
 - ◆ La solution est d'ouvrir la titrisation aux actifs réels pour donner à la création monétaire issue de cette opération un support matériel de référence dans les situations de crise. C'est le cas avec les nouveaux textes de lois régissant la titrisation dans le monde.
 - ◆ On ajoute à cela, les pratiques des agents boursiers qui perturbent la stabilité et le cours normal des marchés boursiers transformant, ainsi les produits titrisés aux produits de spéculation très risqués, ce qui a conduit au déséquilibre de ces marchés et par suite aux crises.

La réunion de toutes ces actions va certainement contribuer à améliorer le secteur de l'habitat et surtout l'environnement bancaire et financier Algérien. Ainsi, la titrisation trouvera son milieu approprié et viendra répondre aux attentes de nos banques en matière de refinancement du bilan, et par conséquent les aider pour atteindre les objectifs fixés par les pouvoirs publics dans le secteur du logement.

Table Bibliographique

1- Ouvrage :

- 1- BELTAS Abdelkader « LA TITRISATION : instrument efficace pour la gestion du risque de crédit », légende, Alger, 2007.
- 2- GAGEY. Paul « la titrisation », SEFI, 1990.
- 3- GRANIER Thierry & JAFFEAUX Corynne, « LA TITRISATION aspects juridique et financier », Economica, paris, 2004.
- 4- E. COHEN, Gestion de l'entreprise et Développement Financier, EDICEF, Paris, 1991.
- 5- P. MATHIEU, Les Dérivés De Crédit : Une nouvelle gestion du risque du crédit, Economica, Paris, 1998.
- 6- Pierre Vernimmen Pascal Quiry et Yann Le Fur, « Finance d'entreprise » Dalloz-Sirey ; Édition : 10e édition (31 août 2011),
- 7- M.Gaudin, ed.séfi “ Le crédit au particulier“, 1996.
- 8- J-J Granelle, ed. Economica, “Economie immobilière“, 1998.
- 9- Jean-Michel B et Benoît H, ‘Titrisation maillon clé du financement de l'économie ‘, Édition 18, 2013 RB.
- 10- Mathieu, « Les dérivés de crédit » : Une nouvelle gestion du risque de crédit, Economica, Paris 1998.

2- Travaux universitaires :

- 1- Amel ZOUAOUI, La Titrisation des Créances Bancaires, Mémoire de fin d'études, ESB, 2003.
- 2- Assia YOUSFI, Bahia SAIDI et Nassima TOUBAL, Le Crédit Hypothécaire et La Crise De Logement, Mémoire de fin d'études, INC, 2006.
- 3- Lynda OUGAIDA, Comment La Banque stimule-t-elle l'Offre et la Demande Immobilière ? (Cas de la CNEP-Banque), Mémoire de fin d'études, ESB, 2009.
- 4- Sofiane ARAB, La Titrisation des Créances Bancaires, Mémoire de fin d'études, ESB, 2007.

- 5- Zineddine FEDALA, La Titrisation des Créances Bancaires, Mémoire de fin d'études, ESB, 2008.

3- Les articles :

- 1- Article : Henry Raymond, le marché des créances hypothécaire, 2015

4- Les guides :

- 1- Manuel des procédures, SRH.
- 2- Notice d'information, Emprunt Obligataire, SRH, Juillet 2003.
- 3- Société de Refinancement Hypothécaire, Guides Pratique : Refinancement des Crédits Immobiliers.

5- webographie :

- 1- www.cdvm.gov.ma/
- 2- www.Alroya.Com/
- 3- www.Cnl.gov.dz/
- 4- www.Fgcmpi.org.dz/
- 5- www.Srh.org.dz/
- 6- www.Thegulfbiz.com/
- 7- www.apn.gov.dz/
- 8- www.algerie-focus.com/

Table des matières

Dédicaces

Remerciement

Liste des abréviations.....I

Liste des figures.....IV

Liste tableaux.....V

Liste des annexesVI

Résumé.....VII

Sommaire.....X

Introduction générale.....a

Partie I : présentation du processus général de la titrisation.

Chapitre Introductif : Caractères généraux de titrisation.....1

Section 01 : Marché des créances hypothécaire et la titrisation.....2

1-1 Marché des créances hypothécaire.....2

1-1-1 Définition de marché hypothécaire.....3

1-1-2 Le crédit hypothécaire.....4

1-2 La Titrisation.....4

Section 02 : Définition, Genèse et prémices de la titrisation.....6

2-1 Définitions courantes.....6

2-2 Genèse et prémices de la titrisation.....8

2-2-1 aux Etats Unis.....8

2-2-2 En Europe.....10

2-2-3	En Afrique.....	11
Section 03 : Principes et domaine de la titrisation.....		13
3-1	Principe de la titrisation.....	13
3-2	Domaine de la titrisation.....	13
Chapitre 1 : Mécanisme de titrisation.....		16
Section 01 : les formes et les produits issus dans l'opération de titrisation.....		18
1-1	Formes de titrisation.....	18
1-1-1	Le Pass through securities.....	18
1-1-2	Le Pay Through securities.....	19
1-1-3	La titrisation classique (off balance sheet) ou titrisation Désintermédiée.....	21
1-1-4	La titrisation synthétique (on balance sheet) ou titrisation intermédiée	21
1-2	Les produits issus dans l'opération de titrisation.....	22
1-2-1	Les Mortgage Backed Securities (MBS).....	22
1-2-2	Les Asset Backed Securities (ABS).....	23
1-2-3	Les innovations récentes de la titrisation.....	26
Section 02 : les différents intervenants dans l'opération de titrisation.....		26
2-1	Le cédant.....	26
2-2	Le Fonds Commun de Créances.....	26
2-2-1	La société de gestion.....	26
2-2-2	Le dépositaire.....	27
2-3	L'arrangeur.....	27
2-4	Le recouvreur.....	28
2-5	Les agences de notation.....	28
2-6	Les investisseurs.....	28
2-7	Les autorités de surveillance.....	28
2-8	L'agent payeur.....	28

Section 03 : le processus de la titrisation.....	30
3-1 Cession des créances.....	30
3-1-1 Sélection des créances à titriser.....	30
3-1-2 Les statistiques historiques des créances.....	31
3-1-3 La cession.....	32
3-2 Structuration et émission des parts.....	33
3-2-1 L'évaluation du prix de cession des créances.....	33
3-2-2 La structuration des flux.....	33
3-2-3 Emission des parts.....	34
3-3 La notation des titres émis.....	36
3-3-1 Définition de la notation (Rating).....	36
3-3-2 Définition de la notation (Rating).....	37
3-3-3 Méthodologie de notation.....	40
 Chapitre 2 : Risques, avantages et inconvénients de la titrisation.....	43
 Section 01 : les risques inhérents à une opération de titrisation.....	45
1-1 Le risque de défaillance des débiteurs.....	45
1-2 Le risque de remboursement anticipé.....	46
1-3 Le retard de paiement ou risque d'immobilisation.....	47
1-4 Le risque de détérioration de la notation.....	48
1-5 Le risque de perturbation des flux financiers.....	48
1-6 Le risque de défaillance des intervenants.....	48
 Section 02 : les techniques de réduction du risque.....	49
2-1 Le surdimensionnement (overcollateralization).....	49
2-2 La subordination (ou Credit Tranching).....	50
2-3 Les fonds de garantie (réserve).....	52

2-4 Les produits dérivés de crédit.....	52
2-4-1 Le Total Return Swap (Swap de Performance).....	53
2-4-2 Le Credit Defaut Swap.....	54
2-5 Les avances techniques.....	55
2-6 Les garanties externes.....	55
Section 03 : les avantages et inconvénients de titrisation.....	57
3-1 Les avances techniques.....	57
3-1-1 Les garanties externes.....	57
3-1-2 L'intérêt de la titrisation pour les investisseurs.....	62
3-2 Les inconvénients de la titrisation.....	63
3-2-1 Un montage complexe.....	63
3-2-2 Un coût de mise en place élevé.....	63
3-2-3 L'utilisation accrue de la titrisation peut engendrer des résultats défavorables.....	64
3-2-4 La mauvaise utilisation de la titrisation (cas de la crise américaine des subprime).....	64
Partie II : la titrisation en Algérie	
Chapitre I : perspective d'une opération de titrisation des créances hypothécaire de la CNEP-Banque- au niveau de la SRH.....	
	71
Section 01 : le marché hypothécaire en Algérie.....	
	72
1-1 Financement du logement en Algérie.....	72
1-1-1 Financement bancaire de logement en Algérie.....	73
Section 02 : la titrisation des créances hypothécaire en Algérie.....	
	81
2-1 La société de refinancement hypothécaire (SRH).....	81
2-1-1 Présentation de la société de refinancement hypothécaire (SRH).....	81
2-1-2 Les objectifs de la société de refinancement hypothécaire « SRH ».....	82
2-1-3 Les missions de SRH.....	84

2-1-4 L'intervention de la SRH.....	84
2-1-5 Les conditions et les caractéristiques de refinancement auprès de la SRH.....	89
Section 03 : simulation d'une opération de titrisation en Algérie.....	94
3-1 Opération de titrisation entre la CNEP –BANQUE- et SRH.....	94
3-1-1 Le modèle de référence.....	94
3-1-2 Les hypothèses retenues dans le modèle sont.....	95
3-1-3 Le montage de l'opération.....	96
3-2 Les limites et les conditions du développement de la titrisation en Algérie.....	103
3-2-1 Les limites du développement de la titrisation.....	104
3-2-2 Les conditions d'évolution de la titrisation en Algérie.....	105
CONCLUSION.....	108

Bibliographie

Table des matières

Annexes

Les Annexes

1- Les lois concernées la titrisation des créances :

Projet de loi n°33-06 relative à la titrisation de créances et modifiant et complétant la loi n°35-94 relative à certains titres de créances négociables et la loi n°24-01 relative aux opérations de pension

LA TITRISATION DE CREANCES

Dispositions générales

Article premier : Le présent titre a pour objet de fixer le régime juridique applicable à la titrisation de créances, telles que visées à l'article 16 ci-dessous, par l'intermédiaire de fonds de placements collectifs en titrisation dénommés ci-après FPCT, créés conformément aux dispositions du présent titre.

Article 2 : Pour l'application du présent titre, on entend par :

Titrisation : l'opération financière qui consiste pour un FPCT à acquérir des créances d'un ou plusieurs établissements initiateurs au moyen de l'émission de parts et, le cas échéant, de titres de créance ;

Créances en souffrance : toute créance litigieuse ou qui présente un risque de non recouvrement total ou partiel, eu égard à la détérioration de la capacité de remboursement immédiate et/ou future de la contrepartie ;

- Débiteur : le débiteur d'une créance faisant l'objet d'une opération de titrisation ;
- Etablissement gestionnaire : toute personne morale visée à l'article 39 du présent titre et chargée de la gestion d'un FPCT ;
- Etablissement dépositaire : toute personne morale visée à l'article 48 du présent titre et chargée de la garde des actifs d'un FPCT ;

- Etablissement initiateur : personne qui veut se départir de créances visées à l'article 16 ci-dessous, en tout ou en partie, dans le cadre d'une opération de titrisation conformément aux dispositions du présent titre ;
- Investisseur qualifié : investisseur qualifié au sens des dispositions de l'article 12-3 du dahir portant loi n°1-93-212 du 4 rajb II 1414 (21 septembre 1993) relatif au conseil déontologique des valeurs mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, tel que modifié et complété.

Article 3 : Le FPCT est une copropriété qui a pour objet exclusif d'acquérir des créances, telles que visées à l'article 16 ci-dessous, d'un ou plusieurs établissements initiateurs, au moyen de l'émission de parts, et le cas échéant, de titres de créance.

Le FPCT n'a pas la personnalité morale. 2

Le FPCT peut comporter plusieurs compartiments si son règlement de gestion le prévoit. Chaque compartiment donne lieu à l'émission de parts représentatives des actifs du FPCT qui lui sont attribués.

Les parts représentent des droits de copropriété sur la totalité ou une partie des actifs du FPCT ou du compartiment concerné.

Les dispositions de la loi n°34-03 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés ne s'appliquent pas aux FPCT.

Les dispositions de la loi n°17-99 portant code des assurances, telle que modifiée et complétée, ne s'appliquent pas aux FPCT.

Les dispositions des articles 190, 192, 195 et 960 à 981 du dahir du 9 ramadan 1331 (12 août 1913) formant code des obligations et contrats, tel que modifié et complété, ne s'appliquent pas aux FPCT.

Il ne constitue pas une société civile ou commerciale, ou une société en participation.

Article 4 : Un FPCT est constitué à l'initiative conjointe d'un établissement gestionnaire et d'un établissement dépositaire.

Ces organismes établissent le règlement de gestion du fonds prévu à l'article 32 ci-dessous.

Si le fonds se compose de plusieurs compartiments, des dispositions spécifiques à chaque compartiment peuvent être prévues dans le règlement de gestion du fonds.

La création d'un nouveau compartiment, au cours de la vie du FPCT, se fait à l'initiative conjointe de l'établissement gestionnaire et de l'établissement dépositaire.

Article 5 : L'actif d'un FPCT est composé de l'un ou des éléments d'actifs suivants :

- a) de créances éligibles à une opération de titrisation, telles que visées à l'article 16 ci-dessous ;
- b) de liquidités placées dans les conditions définies à l'article 52 ci-dessous et du produit de leur placement ;
- c) d'actifs qui lui sont transférés au titre de la réalisation ou de la constitution des garanties et sûretés attachées aux créances cédées au FPCT, conformément à l'article 25 ci-dessous, ou au titre des garanties accordées dans les conditions définies à l'article 51 ci-dessous ;
- d) de tout produit affecté au FPCT dans le cadre de son objet.

Des Titres émis par les FPCT

Article 6 : Les parts émises dans le cadre d'une opération de titrisation régie par le présent titre sont assimilées à des valeurs mobilières conformément aux dispositions de l'article 3 du dahir portant loi n° 1-93-211 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif à la Bourse des valeurs, tel que modifié et complété.

Les titres de créance émis dans le cadre d'une opération de titrisation sont assimilés à des valeurs mobilières. 3

Article 7 : Les titres de créance qui peuvent être émis par un FPCT sont :

- des billets de trésorerie régis par les dispositions de la loi n° 35-94 relative à certains titres de créances négociables, telle que modifiée et complétée ;
- des obligations dont le remboursement est assuré par les flux financiers générés par une partie des actifs du FPCT.

Le produit des titres de créance est affecté à la constitution de l'actif du FPCT, au remboursement ou à la rémunération de parts ou de titres de créance émis par le FPCT ou au

remboursement ou à la rémunération d'emprunts déjà contractés par le fonds, conformément aux dispositions du présent titre.

Article 8 : Sous réserve des dispositions de l'article 9 ci-dessous et des dispositions législatives et réglementaires ou statutaires ainsi que des règles prudentielles de placement qui lui sont applicables, toute personne morale ou physique peut souscrire ou se porter acquéreur des parts et titres de créance émis par un FPCT.

Toutefois, seuls les organismes ayant la qualité d'investisseurs qualifiés tels que définis à l'article 2 du présent titre, les investisseurs non-résidents à l'exclusion des personnes physiques, et les établissements visés au 2^{ème} alinéa de l'article 50 ci-dessous, peuvent souscrire ou se porter acquéreur :

- des parts et titres de créance spécifiques visées au c) de l'article 51 ci-dessous ;
- des parts et titres de créance émis par un FPCT dans le cadre de la titrisation d'un portefeuille de créances en souffrance.

Article 9 : Tant l'établissement initiateur que l'établissement dépositaire et l'établissement gestionnaire peuvent se porter acquéreurs des parts et titres de créance du FPCT dans les conditions prévues par le règlement de gestion.

A défaut d'une telle possibilité prévue par le règlement de gestion, les organismes visés à l'alinéa 1^{er} ci-dessus ne peuvent souscrire aux parts et titres de créance du FPCT constitué.

Ne peuvent détenir plus de 5% de la valeur des parts d'un FPCT :

- Les fonds communs de placement, régis par le dahir portant loi n°1-93-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières, tel que modifié et complété, gérés par un établissement de gestion placé sous le contrôle, au sens de l'article 144 de la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes, de l'établissement initiateur ;
- Les sociétés d'investissement à capital variable, régis par le Dahir portant loi précité n°1-93-213 du 4 rabii II 1414 (21 septembre 1993) dont les dirigeants sont liés directement ou indirectement à l'établissement initiateur.

Article 10 : La souscription des parts et des titres de créance émis par un FPCT est faite aux termes d'une convention de souscription et emporte acceptation du règlement de gestion dudit fonds. 4

Article 11 : Les parts et les titres de créance d'un FPCT sont émis conformément au règlement de gestion et à la convention de souscription et sont souscrits sous la forme nominative, globale ou individuelle, ou sous la forme au porteur.

Toutefois, les parts et titres de créance spécifiques ou celles émises dans le cadre de la titrisation d'un portefeuille de créances en souffrance doivent être émises sous la forme nominative.

Les parts et titres de créance émis par un FPCT doivent obligatoirement être matérialisés par une inscription en compte, soit auprès du fonds s'ils sont sous forme nominative, soit auprès d'un établissement affilié au depositaire central.

Les parts et les titres de créance inscrits en compte sont transmis par virement de compte à compte.

Les formalités et les modalités relatives aux opérations portant sur les titres inscrits en compte sont établies par le règlement de gestion.

Les parts et titres de créance, à l'exception de ceux mentionnés au deuxième alinéa de l'article 8 ci-dessus, émis par un FPCT peuvent faire l'objet d'une inscription à la cote de la Bourse des valeurs, conformément à la législation et la réglementation en vigueur, si le règlement de gestion du FPCT le prévoit.

Article 12 : Les parts et les titres de créance émis par un FPCT ou attribués à un compartiment de FPCT peuvent être de différentes catégories ou sous catégories.

Les différentes catégories ou sous catégories de parts ou de titres de créance, le cas échéant, représentent des droits différents sur la totalité ou une partie des actifs du fonds ou du compartiment concerné dans les conditions prévues par le règlement de gestion.

Le paiement des sommes exigibles au titre des parts émises par le fonds est subordonné au paiement des sommes exigibles de toute nature dues aux porteurs de titres de créance émis par le FPCT et au paiement des emprunts d'espèces.

Les caractéristiques des titres de créance ainsi que leurs droits, rangs, préférences et priorité respectifs, de même que leurs différentes catégories et sous catégories, le cas échéant, sont précisés dans le règlement de gestion.

Article 13 : Les catégories et sous catégories des parts et des titres de créance peuvent être subordonnées les unes aux autres, comme indiqué au règlement de gestion.

Certaines de ces catégories ou sous catégories peuvent être appelées à supporter en priorité les risques financiers.

Toutes les parts et tous les titres de créance d'une catégorie ou sous-catégorie donnée sont égaux en droits.

Article 14 : Les parts et les titres de créance d'un FPCT ne peuvent donner lieu, par leurs porteurs, à une demande de rachat de parts ou de remboursement de titres de créance, par le FPCT.

Article 15 : Le FPCT ne peut acquérir, en totalité ou en partie, dans le cadre d'une opération de titrisation, que les créances visées à l'article 16 ci-dessous.

L'acquisition de ces créances par le FPCT s'effectue par cession.

Toutefois, le fonds peut souscrire directement à l'émission des titres de créance visés au II de l'article 16 ci-dessous.

Article 16 : Les créances éligibles à une opération de titrisation sont :

I - les créances :

- assorties de sûretés hypothécaires et détenues par des organismes autres que ceux détenant les créances énumérées ci-dessous au présent article ;
- des établissements de crédit et organismes assimilés régis par les dispositions de la loi précitée n°34-03 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés, et résultant d'opérations de crédit ou d'opérations assimilées à des opérations de crédit, telles que définies à l'article 3 de la loi précitée n°34-03 ;
- des établissements publics, sociétés d'Etat et filiales publiques au sens de la loi n°69-00 relative au contrôle financier de l'Etat sur les entreprises publiques et autres organismes ;
- des personnes morales délégataires ou titulaires de licences d'exploitation de services publics, sous réserve de l'accord préalable de l'autorité délégante ;
- des entreprises régies par la loi précitée n°17-99 portant code des assurances, relatives aux opérations d'assurance et aux opérations assimilées à des opérations d'assurance telles que définies respectivement par les articles 159 et 160 de la loi précitée n°17-99.

Ces créances peuvent résulter, soit d'un acte déjà intervenu, soit d'un acte à intervenir, que le montant ou la date d'exigibilité soient ou non encore déterminés.

II - les titres de créance, dont notamment les titres de créances négociables régis par la loi précitée n°35-94, représentant chacun un droit de créance sur l'entité qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou par tradition, à l'exception des titres donnant accès directement ou indirectement au capital d'une société.

Article 17 : Le FPCT peut acquérir de nouvelles créances, telles que visées à l'article 16 ci-dessus, et émettre de nouvelles parts et/ou de nouveaux titres de créance après l'émission initiale de parts et/ ou de titres de créance.

Ces nouvelles créances ne doivent pas entraîner de dégradation du niveau de sécurité offert aux porteurs de parts et/ou titres de créance émis précédemment.

Sous réserve des dispositions du 2^{ème} alinéa ci-dessus, la faculté pour le FPCT d'acquérir de nouvelles créances, leurs caractéristiques ainsi que les conditions de cette acquisition doivent figurer dans le règlement de gestion du fonds et, le cas échéant, au niveau des dispositions spécifiques relatives aux compartiments. 6

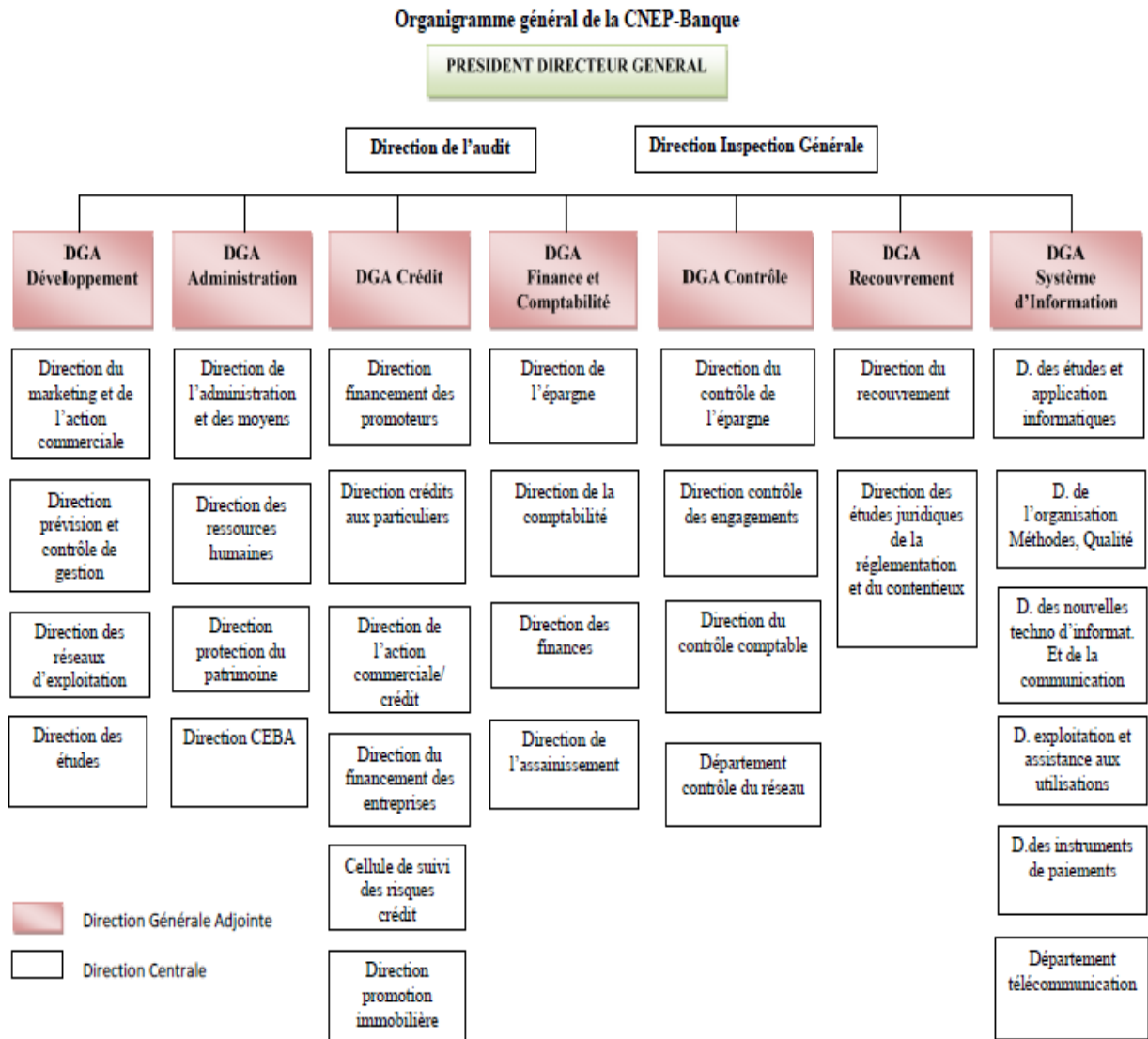
Article 18 : Un FPCT ne peut céder les créances non échues et non déchues de leur terme qu'il a acquis auprès d'un ou plusieurs établissements initiateurs dans le cadre d'une opération de titrisation, sauf s'il apparaissait, après leur acquisition par le FPCT que celles-ci n'étaient pas conformes au règlement de gestion.

Par dérogation aux dispositions du 1^{er} alinéa ci-dessus, et si le règlement de gestion le prévoit, les créances acquises auprès d'un ou plusieurs établissements initiateurs dans le cadre d'une opération de titrisation peuvent faire l'objet d'une cession, en une seule fois et pour leur totalité, dans les cas suivants :

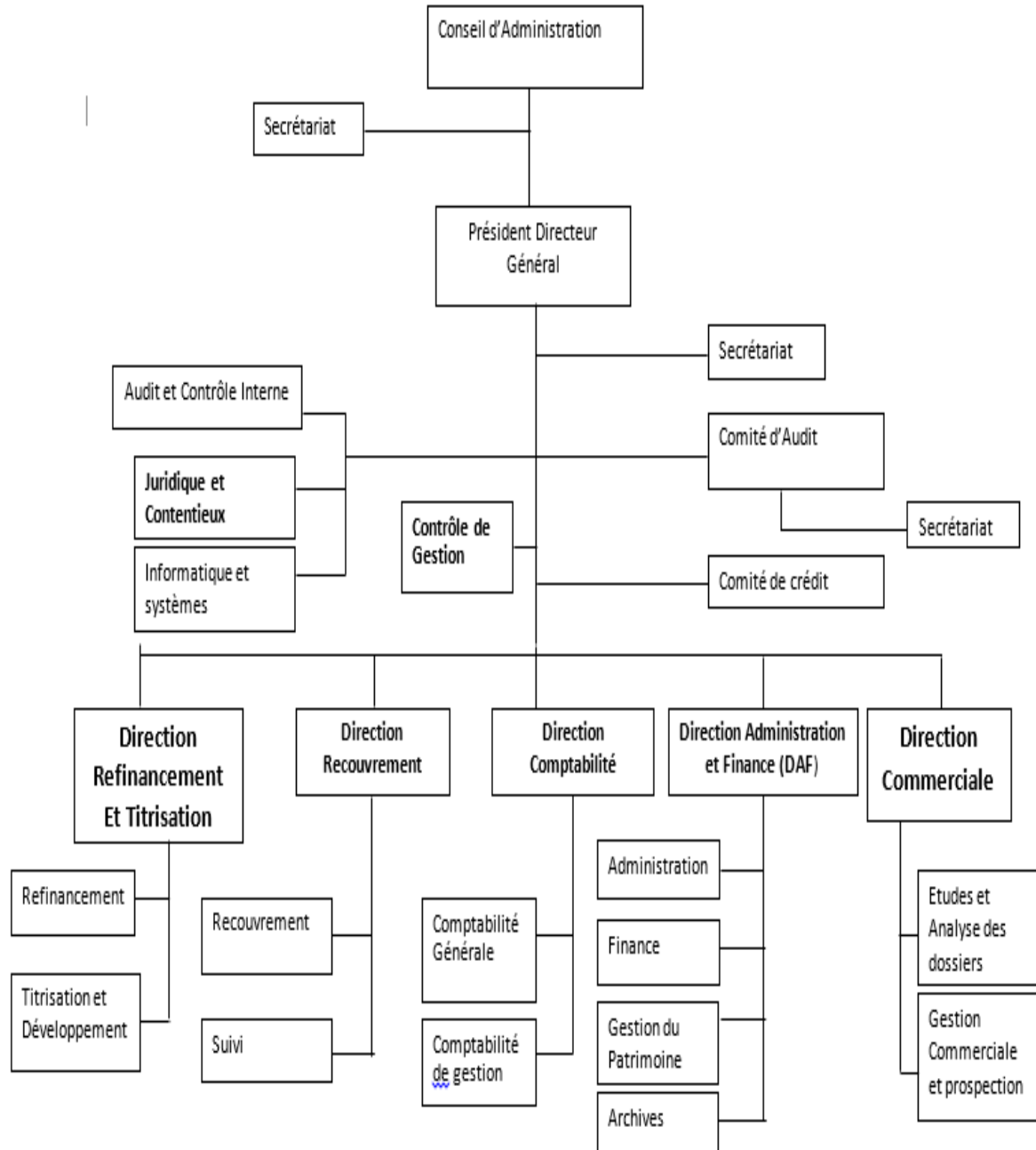
- lorsque la valeur des créances est inférieure à 10% du maximum de la valeur des créances constatée depuis la création du FPCT;
- lorsque les parts ne sont détenues que par un seul porteur et à sa demande ;
- en cas de liquidation du FPCT.

Article 19 : Un FPCT ne peut nantir les créances acquises auprès d'un ou plusieurs établissements initiateurs dans le cadre d'une opération de titrisation.

2- L'organigramme général de la CNEP-Banque :

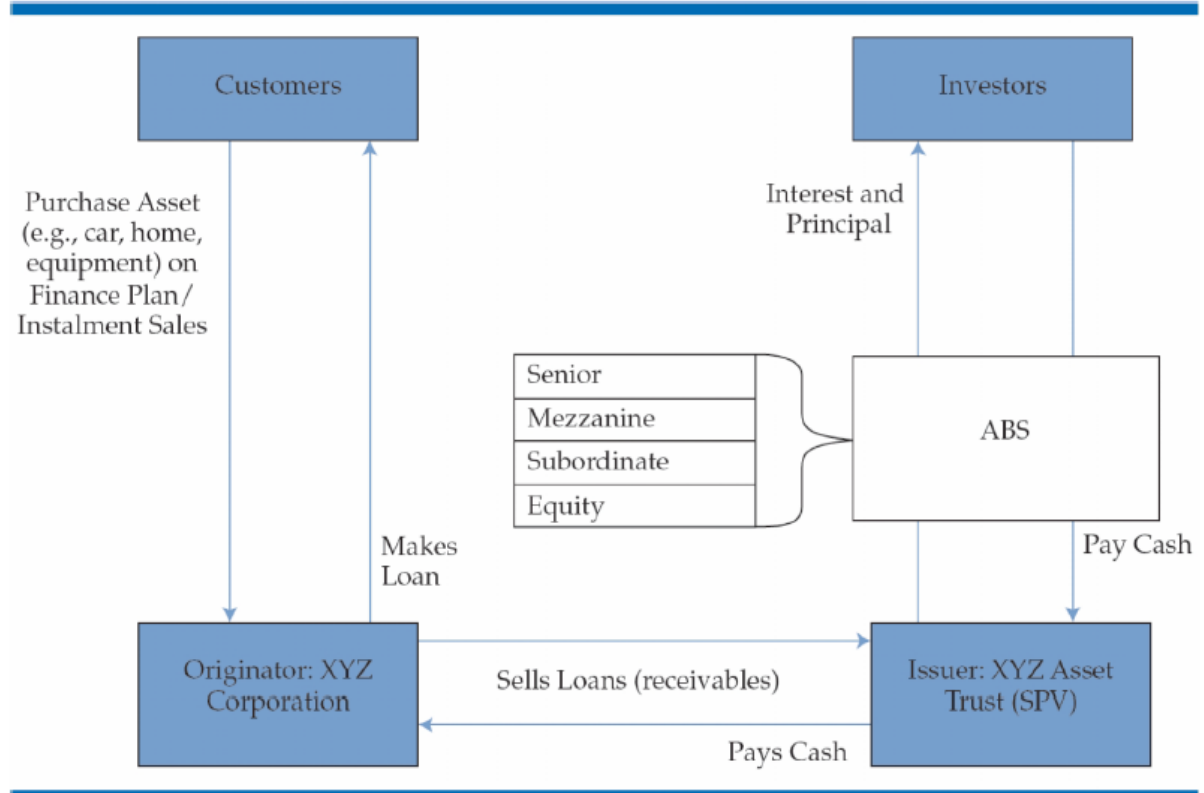


3- L'organigramme de la société de refinancement hypothécaire « SRH »



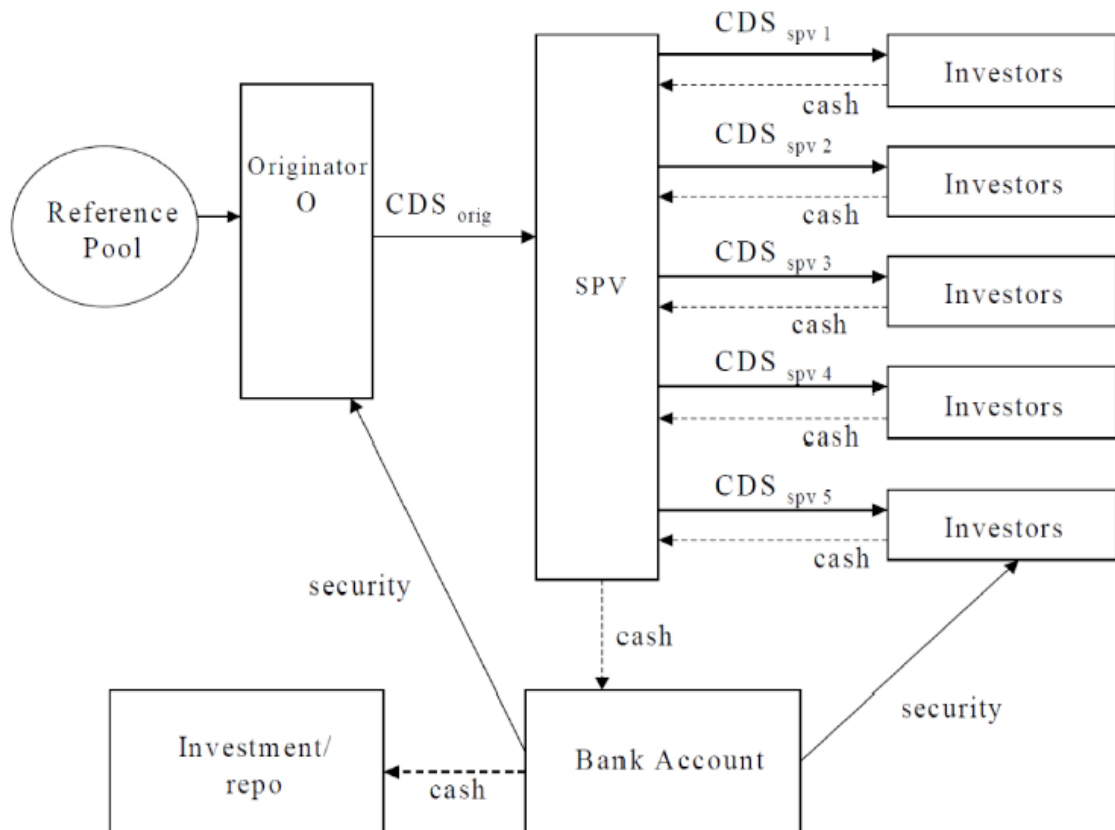
4- La titrisation classique

Graphique 1: une titrisation classique



5- La titrisation synthétique

Graphique 2: une titrisation synthétique



6- Tableau des résultats pour « SRH »

Trimestres	Trésorerie Partielles 1	Trésorerie Partielles 2	Trésorerie Partielle 3	Trésorerie Totale
Trim 1	-1 685 918,27	377 954,88	1 314 346,00	6 382,61
Trim 2	-1 671 480,94	380 470,77	1 300 521,65	9 511,48
Trim 3	-1 657 167,25	382 984,24	1 286 848,68	12 665,67
Trim 4	-1 642 976,13	385 495,40	1 273 325,47	15 844,74
Trim 5	-1 628 906,54	388 004,34	1 259 950,41	19 048,21
Trim 6	-1 614 957,43	390 511,18	1 246 721,88	22 275,63
Trim 7	-1 601 127,78	393 016,01	1 233 638,33	25 526,56
Trim 8	-1 587 416,55	395 518,94	1 220 698,17	28 800,56
Trim 9	-1 573 822,74	398 020,07	1 207 899,88	32 097,20
Trim 10	-1 560 345,35	400 519,49	1 195 241,92	35 416,06
Trim 11	-1 546 983,36	403 017,31	1 182 722,77	38 756,72
Trim 12	-1 533 735,80	402 174,33	1 170 340,95	38 779,49
Trim 13	-1 520 601,69	404 767,06	1 158 094,98	42 260,35
Trim 14	-1 507 580,04	407 357,74	1 145 983,39	45 761,08
Trim 15	-1 494 669,91	409 946,48	1 134 004,74	49 281,30
Trim 16	-1 481 870,34	412 533,38	1 122 157,59	52 820,63
Trim 17	-1 469 180,37	415 118,56	1 110 440,53	56 378,72
Trim 18	-1 456 599,08	417 702,11	1 098 852,15	59 955,19
Trim 19	-1 444 125,52	422 953,85	1 087 391,09	66 219,41
Trim 20	-1 431 758,78	425 441,60	1 076 055,95	69 738,76
Trim 21	-1 419 497,94	427 928,70	1 064 845,39	73 276,14
Trim 22	-1 407 342,10	430 415,25	1 053 758,07	76 831,21
Trim 23	-1 395 290,36	432 901,34	1 042 792,66	80 403,63
Trim 24	-1 383 341,82	435 387,05	1 031 947,84	83 993,08
Trim 25	-1 371 495,60	437 872,49	1 021 222,33	87 599,22
Trim 26	-1 359 750,82	440 357,73	1 010 614,84	91 221,75
Trim 27	-1 348 106,63	442 842,87	1 000 124,10	94 860,34
Trim 28	-1 336 562,14	445 328,00	989 748,85	98 514,71
Trim 29	-1 325 116,52	447 813,21	979 487,85	102 184,53
Trim 30	-1 313 768,91	450 298,57	969 339,87	105 869,53
Trim 31	-1 302 518,48	452 784,19	959 303,70	109 569,41
Trim 32	-1 291 364,39	455 270,14	949 378,14	113 283,90
Trim 33	-1 280 305,82	457 756,52	939 561,99	117 012,70
Trim 34	-1 269 341,94	460 243,41	929 854,09	120 755,55
Trim 35	-1 258 471,96	462 730,88	920 253,26	124 512,18
Trim 36	-1 247 695,06	465 219,04	910 758,35	128 282,33

Trim 37	-60 223,74	901 368,24	841 144,50
Trim 38	-59 628,95	892 081,79	832 452,83
Trim 39	-59 040,04	882 897,88	823 857,84
Trim 40	-58 456,95	873 815,42	815 358,48
Trim 41	-57 879,61	864 833,33	806 953,71
Trim 42	-57 307,98	855 950,51	798 642,53
Trim 43	-56 741,99	847 165,90	790 423,91
Trim 44	-56 181,59	838 478,46	782 296,86
Trim 45	-55 626,73	829 887,13	774 260,40
Trim 46	-55 077,35	821 390,88	766 313,54
Trim 47	-54 533,39	812 988,70	758 455,31
Trim 48	-53 994,80	804 679,58	750 684,77
Trim 49	-53 461,54	796 462,51	743 000,97
Trim 50	-52 933,54	788 336,51	735 402,97

Trim 51	747 174,97	747 174,97
Trim 52	739 086,39	739 086,39
Trim 53	731 085,37	731 085,37
Trim 54	723 170,97	723 170,97
Trim 55	715 342,24	715 342,24
Trim 56	707 598,27	707 598,27
Trim 57	699 938,12	699 938,12
Trim 58	692 360,91	692 360,91
Trim 59	684 865,72	684 865,72
Trim 60	677 451,67	677 451,67
Trim 61	670 117,88	670 117,88
Trim 62	662 863,48	662 863,48
Trim 63	655 687,62	655 687,62
Trim 64	648 589,44	648 589,44
Trim 65	641 568,10	641 568,10
Trim 66	634 622,77	634 622,77
Trim 67	627 752,63	627 752,63
Trim 68	620 956,86	620 956,86
Trim 69	614 234,66	614 234,66
Trim 70	607 585,23	607 585,23
Trim 71	601 007,78	601 007,78
Trim 72	594 501,54	594 501,54
Trim 73	588 065,73	588 065,73
Trim 74	581 699,59	581 699,59
Trim 75	575 402,37	575 402,37
Trim 76	569 173,33	569 173,33
Trim 77	563 011,71	563 011,71
Trim 78	556 916,80	556 916,80
Trim 79	550 887,86	550 887,86
Trim 80	544 924,20	544 924,20
Trim 81	539 025,09	539 025,09
Trim 82	533 189,85	533 189,85
Trim 83	527 417,77	527 417,77
Trim 84	521 708,18	521 708,18
Trim 85	516 060,41	516 060,41
Trim 86	510 473,77	510 473,77
Total Trésorerie		35 730 458,49