



OPÉRATION DE TITRISATION INTERNATIONALES : ASPECTS JURIDIQUES

HERVÉ TOURAINE
FABRICE GRILLO*

Depuis plusieurs années, les professionnels de la place font état du tournant pris par la titrisation en Europe. Le volume des opérations récemment lancées ou en cours de structuration prouve que ce marché a atteint une certaine maturité. Au-delà du seul volume, la diversité et l'originalité des opérations sont les faits marquants de ces dernières années sur le marché européen de la titrisation.

Ainsi, le nombre des cédants a augmenté significativement dans tous les secteurs d'activités. Les actifs titrisés sont eux-mêmes extrêmement diversifiés et les créances classiques de prêts immobiliers aux particuliers, qui représentent encore dans certains pays comme la France des montants très importants¹, laissent la place à de nouveaux types de créances au premier plan desquelles figurent les créances commerciales. Actuellement, les opérations concernent indistinctement des créances présentes ou futures, performantes ou non, sur des débiteurs localisés en France et dans différentes juridictions selon l'activité internationale du cédant ou des cédants concernés.

Le développement de l'intérêt de la titrisation pour les entreprises en Europe s'accompagne d'une prise de conscience par les différentes places des nombreuses possibilités offertes par les mécanismes ou instruments spécifiques de titrisation. Aussi, la plupart des pays européens se sont dotés de législations particulières afin de combler certains vides ou obstacles juridiques constatés dans la structuration d'opérations ou tout simplement pour répondre aux attentes d'investisseurs de plus en plus avertis. Ces législations tiennent souvent compte du caractère d'ensemble des opérations de titrisation et comportent aussi bien un volet juridique qu'un volet fiscal et comptable.

A titre d'exemple, le législateur français est venu modifier la loi sur le fonds commun de créances (les FCC) en créant le FCC à compartiments². A cette occasion, la cession par le FCC de créances échues ou

* Respectivement Avocat Associé et Avocat, *Freshfields Bruckhaus Deringer*, Paris.



déchues de leur terme a été autorisé permettant ainsi de mettre un terme aux difficultés pratiques qui subsistaient quant au traitement des créances irrécouvrables au regard de la taxe sur la valeur ajoutée, depuis l'éligibilité des créances commerciales à l'actif des FCC. Ces récentes modifications législatives ont également permis la modernisation du statut des sociétés de crédit foncier et la constitution d'un véritable marché des obligations foncières comparable à celui des *pfandbriefe* allemands.

En Italie, le législateur entendait aussi simplifier les mécanismes juridiques résultant de l'application de l'ancienne loi dite « *Loi 52* » et de l'article 58 du décret législatif de 1993, dit « *Article 58* », traditionnellement utilisés dans les opérations locales afin de faciliter le recours à la titrisation. C'est désormais chose faite avec l'adoption par le parlement italien de la nouvelle loi sur la titrisation³. Enfin, pour mémoire, les fonds destinés à acquérir des actifs en vue de leur refinancement par l'émission de titres ont été introduit en Espagne par un décret royal de 1998.⁴

Cette sensibilisation accrue du marché européen à la titrisation a facilité le développement d'opérations dites « pan-européennes » ou « internationales ». Ces opérations consistent à utiliser au mieux la législation interne de chaque pays pour réaliser une titrisation globale d'actifs ou de créances localisés dans différentes juridictions. L'enjeu est de taille pour les arrangeurs qui souhaitent proposer à des opérateurs d'envergure internationale d'inclure dans le périmètre de leurs opérations de titrisation aussi bien des actifs ou des créances domestiques qu'étrangers, détenus directement ou par l'intermédiaire de leurs filiales.

Une tendance récente tend à voir également se multiplier des « véhicules » ou « conduits » dédiés à un seul et même groupe afin d'y loger tous types d'opérations de titrisation. Dans une telle hypothèse, ces structures sont mises à disposition de la société mère, de ses filiales (françaises ou étrangères) mais aussi, dans certains cas, de fournisseurs ou partenaires privilégiés du groupe.

La mise en œuvre d'une opération de titrisation internationale n'est cependant pas sans difficulté en raison, notamment, de l'intervention de plusieurs systèmes de droit qui ne sont pas toujours compatibles avec les mécanismes retenus pour le transfert des actifs ou des créances ainsi que de spécificités locales, notamment en matière fiscale. En pratique, l'étude de faisabilité juridique et fiscale tient donc une place prépondérante dans la structuration d'une opération de titrisation internationale, ce qui implique notamment un facteur de temps et de coûts non négligeables.

Schématiquement, une telle opération s'organise autour d'une entité *ad hoc*, unique dans la mesure du possible, permettant la centralisation



des flux générés par les actifs ou créances titrisés. Cette entité *ad hoc*, qui assure un rôle de structure centralisatrice se refinance, directement ou indirectement, par l'émission de titres selon des modalités qui peuvent varier d'une opération à une autre. Les critères de choix de la structure centralisatrice pour un programme de titrisation internationale reposent essentiellement sur des bases objectives, bien que, dans certains cas des critères plus subjectifs, qui tiennent de la stratégie des entreprises et établissements ayant recours à ces instruments, peuvent avoir un poids non négligeable. Par exemple, les grands établissements institutionnels ou nationaux pourront privilégier le choix d'une structure domestique à celui d'une structure *off-shore* pour des raisons de communication interne ou externe, *a fortiori* s'agissant d'entreprises publiques.

Dans ce cadre, l'objet des développements qui suivent est d'analyser succinctement les éléments juridiques les plus importants à prendre en compte lors du montage d'une opération de titrisation internationale et, en particulier, lors du choix de la structure centralisatrice.

ÉLÉMENTS CLÉS D'UNE OPÉRATION INTERNATIONALE

Le montage et la mise en œuvre d'une opération de titrisation internationale combinent une multitude de facettes qu'il faut pouvoir concilier et optimiser afin de répondre au mieux aux objectifs de chaque opérateur. D'une manière générale, ces différentes facettes peuvent être regroupées en quatre catégories qui constituent les éléments clés de chaque opérations, à savoir la structuration financière, comptable, fiscale et juridique.

Structuration financière

La structuration financière de toute opération de titrisation est essentiellement guidée par les mécanismes financiers qui sont couramment appliqués par l'entreprise candidate à une opération de titrisation. En effet, les modalités de paiement, de recouvrement, d'octroi et de gestion des avoirs et d'encaissement des flux sont des éléments (parmi d'autres) susceptibles d'avoir une incidence directe sur la mécanique financière qui sera élaborée par l'arrangeur de toute opération de titrisation. Dans le cadre d'une opération internationale, l'objectif qui sera poursuivi par l'arrangeur consistera, dans la mesure du possible, à homogénéiser ces mécanismes afin de simplifier les flux et les calculs financiers devant être reflétés au niveau de la structure centralisatrice.

Aussi, cet exercice consiste souvent à dupliquer les mécanismes financiers qui sont appliqués par le cédant principal (généralement la société mère ou le cédant représentant le plus grand volume de créances ou d'actifs cédés) à chacun des autres cédants localisés dans un ou



plusieurs autres pays. Une telle méthode est relativement efficace dans le cadre de groupes de sociétés parfaitement intégrées et exerçant une activité identique d'un pays à l'autre, en ce compris la politique de gestion commerciale et contentieuse. Cependant, la pratique des opérations de titrisation internationales montre qu'une telle situation est très rarement rencontrée et que même si chaque société comprise dans une opération donnée exerce une activité « *a priori* » similaire à celle des autres, les modalités de gestion et de recouvrement de créances diffèrent souvent d'une société à une autre et, *a fortiori*, d'un pays à un autre. En effet, ces modalités sont sujettes à des paramètres locaux propres et inévitables dont certains peuvent résulter d'une réglementation spécifique mais aussi de coutumes ou pratiques commerciales locales.

Un des exemples les plus significatifs est probablement la politique des avoirs, rabais ou autres ristournes consenties par une entreprise à ses clients. De telles pratiques peuvent être encadrées par des textes précis dans certaines juridictions et sont souvent guidées par des considérations commerciales sinon économiques ou culturelles ; autant de facteurs qui sont, par définition, différents d'un pays à l'autre. Ces données seront donc susceptibles d'avoir une incidence directe sur le montant et la fréquence des flux financiers qui seront théoriquement appréhendés (ou restitués) par la structure centralisatrice d'une opération de titrisation internationale. Par conséquent, l'étude précise de l'ensemble des mécanismes et flux financiers au niveau des cédants concernés constitue une étape fondamentale de la mise en place de toute opération, d'autant plus qu'en la matière la diversité des mécanismes locaux conduit plus souvent à retenir le plus grand dénominateur commun plutôt que le plus petit.

Structuration comptable

La titrisation, dans sa conception d'origine, était synonyme de déconsolidation dans la mesure où elle consistait systématiquement à céder la propriété d'actifs simples (souvent des prêts), le tout dans un environnement comptable parfois volontairement favorable à ses débits.

Depuis, les choses ont significativement évolué. D'une part, les actifs qui sont aujourd'hui titrisés sont de plus en plus complexes et il en est de même des droits qui sont transférés à la structure centralisatrice. Le marché connaît ainsi depuis quelques années des opérations portant sur des actifs tangibles (immeubles, stocks, outils de production...) et transférant des droits dérivés ou indirects (sous-participation en risques et trésorerie, dérivés de crédit...). D'autre part, le marché de la titrisation s'ouvrant davantage aux entreprises industrielles et commerciales, et n'étant plus réservé aux seuls établissements de crédit l'aspect financement d'une opération donnée tend, dans certains cas, à prévaloir sur son



traitement hors bilan éventuel. Enfin, il est notable que depuis plusieurs années les normes comptables françaises et surtout internationales (IAS et US-GAAPs) en matière de titrisation et, plus généralement, de cessions d'actifs se sont considérablement durcies. Dès lors, il n'est plus rare de voir des opérations de titrisation dont la déconsolidation n'est pas l'objectif prioritaire. Ceci dit, sauf cas particulier, il est probable qu'une entreprise ayant recours à une opération de titrisation souhaitera non seulement lever un financement à des coûts compétitifs mais également, dans la mesure du possible, améliorer ses ratios financiers par un traitement hors bilan.

Compte tenu de la mouvance actuelle des normes comptables françaises et internationales et de leur interactivité croissante avec les mécanismes juridiques et les principes de traitement fiscal, il est recommandé de faire appel à des experts en la matière le plus en amont possible lors du montage d'une opération de titrisation. Cela est d'autant plus vrai dans le contexte d'une opération de titrisation internationale dans la mesure où les normes domestiques comptables peuvent varier d'un pays à l'autre. En outre, un même concept peut donner lieu à des interprétations différentes d'un pays à un autre. Il peut en être ainsi, par exemple, des dotations effectuées par les cédants à des comptes de réserve pour pertes (ou assimilés) ou à la comptabilisation du « *discount* » égal à la différence entre la valeur nominale des créances cédées et le leur prix de cession. Ces frottements et incompatibilités potentiels peuvent, le cas échéant, conduire à privilégier un traitement déconsolidant au niveau des comptes consolidés du groupe au détriment du traitement hors bilan dans les comptes sociaux individuels de certaines filiales localisées à l'étranger.

Structuration fiscale

La fiscalité d'une opération de titrisation internationale est, à l'instar des aspects comptables, une étape fondamentale de la structuration d'une telle opération, ce qui suppose qu'elle soit également traitée par des experts et en amont. En effet, il s'agit d'un des éléments clé de l'optimisation mais aussi de la viabilité et de la sécurité de tout montage. Compte tenu de la technicité des éléments fiscaux à prendre en compte, ces derniers ne seront pas développés ci-après, étant précisé que les considérations fiscales se concentrent généralement autour d'aspects précis. Parmi les plus importants figurent le statut fiscal de la structure centralisatrice, la fiscalité particulière des actifs considérés, l'existence de retenue à la source sur les flux financiers, le risque d'établissement stable de la structure centralisatrice dans un pays autre que celui de son immatriculation, les frottements éventuels de TVA et la fiscalité des cessions d'actifs, en ce compris les plus-values et les droits d'enregistre-



ment éventuels. Ces aspects conditionnent généralement le montage et la mise en œuvre d'une opération de titrisation internationale. Ils ne peuvent être appréhendés correctement que par une consultation préalable et une validation systématique au niveau de chaque pays concerné par une telle opération.

STRUCTURATION JURIDIQUE

La structuration juridique d'une opération de titrisation internationale, qui par nature implique plusieurs juridictions, que ce soit du fait de la localisation des cédants, des débiteurs ou de la structure centralisatrice, requiert une analyse juridique qui peut être plus ou moins complexe en fonction de la configuration de l'opération envisagée. Dans tous les cas, la structuration juridique consiste à concilier et, dans la mesure du possible, à optimiser les règles juridiques, fiscales et comptables locales ainsi que les contraintes opérationnelles et objectifs éventuels propres à chaque opération et à chaque cédant potentiel. En outre, il convient de recourir à des instruments juridiques qui permettent à la structure centralisatrice d'avoir des droits, directs ou indirects, suffisamment efficaces sur les créances ou actifs titrisés pour satisfaire les investisseurs et, le cas échéant, les agences de notation.

Un tel exercice est plus ou moins vaste selon le périmètre géographique retenu, ce qui conduit souvent les arrangeurs et entreprises candidates à une opération de titrisation internationale à réduire le périmètre des pays finalement retenus par rapport au projet initialement envisagé. Bien que la structuration juridique de telles opérations relève souvent du « sur mesure » et soit propre à chaque configuration, certains éléments de solution, développés ci-après sont souvent récurrents.

Contraintes réglementaires françaises de base

Il s'agit tout d'abord des contraintes réglementaires françaises qui ont vocation à s'appliquer à toute entreprise ou établissement de crédit relevant du droit français qui souhaiterait céder ses créances. A ce titre, l'achat de créances peut constituer une opération de crédit et requérir de la part de l'acheteur le statut d'établissement de crédit. En effet, selon une jurisprudence relativement rare mais constante et commune au Conseil d'État⁵ et à la Cour de Cassation⁶, l'achat de créances non échues constitue une opération de crédit. L'analyse d'une telle opération par les tribunaux est simple et difficilement contestable : il s'agit d'une opération à titre onéreux par laquelle le cessionnaire met à la disposition du cédant des fonds, ces fonds correspondant au versement du prix d'achat des créances et la différence entre la valeur actuelle des créances et leur prix d'achat constituant la rémunération du cessionnaire. Finalement, le transfert de la propriété des créances ne matérialise que l'exécu-



tion et la garantie de leur accord. En conséquence et sous réserve des exceptions visés ci-après, l'achat à titre habituel de créances non échues ne pourra être réalisé que par un établissement de crédit. En outre, la réglementation bancaire en vigueur⁷ limite considérablement les personnes auxquelles un établissement de crédit peut céder ses créances, ces dernières étant exclusivement constituées des FCC, des entités habilitées à intervenir sur le marché interbancaire⁸ ou d'organismes étrangers pourvu qu'ils soient, en substance similaires à un FCC⁹.

Heureusement, la réglementation française connaît certains aménagements aux règles ci-dessus mentionnées. D'une part un FCC peut librement acquérir des créances non échues, à titre habituel et rémunéré auprès de tout cédant, de quelque nature qu'il soit. D'autre part, l'article 12-3 de la loi bancaire française autorise les cessions de créances entre sociétés faisant partie d'un même groupe, sans que l'acquéreur ne dispose du statut d'établissement de crédit¹⁰. Enfin, il est généralement admis que les contraintes à l'achat de créances, qu'elles résultent de la loi bancaire ou de la jurisprudence ne s'appliquent qu'aux créances non échues et pour autant que de tels achats soient réalisés à titre habituel et rémunéré et interviennent sur le territoire français. *A contrario*, toute opération d'achat de créances qui ne répondrait pas à ces critères pourrait, sous réserve du respect du Règlement visé à la note 7 ci-dessous et de toute autre réglementation particulière applicable aux parties ou à la nature des créances, être librement effectué par toute entité. Un résumé synthétique des principales exemptions au monopole bancaire en cas d'achat de créances figure en annexe 1.

Mutualisation des risques de défaillance des débiteurs

Une fois, le schéma optimum arrêté, lorsqu'une opération de titrisation implique plusieurs cédants, ce qui est souvent le cas pour les entreprises industrielles et commerciales, la question de savoir si les risques inhérents au portefeuille de créances peuvent ou doivent être mutualisés au niveau de la structure centralisatrice se pose de manière quasi-systématique. En effet, la mise en place d'un tel mécanisme permet généralement aux cédants d'améliorer le volume du financement global qui pourra être levé et d'en, réduire les coûts. Néanmoins, la mutualisation, qui se traduit par une solidarité partielle entre cédants ou des garanties croisées au bénéfice de chacun d'entre eux, requière la mise en place de mécanismes juridiques délicats dans la mesure où il convient de concilier l'utilisation efficace des mécanismes de mutualisation avec l'intérêt social de chaque cédant prenant part à l'opération.

En France, en particulier, il est important d'analyser au préalable la structure capitalistique, opérationnelle, politique et financière du groupe de sociétés concerné afin de s'assurer que la mutualisation ne serait pas



susceptible de constituer un abus de biens sociaux. Il est vrai que les éléments constitutifs (et cumulatifs) d'un tel délit, à savoir un usage des biens ou du crédit de la société contraire à l'intérêt social, la recherche d'un intérêt personnel par le dirigeant auteur du délit et la mauvaise foi du dirigeant en question sont, a priori, exempt d'une opération de titrisation, opération qui s'intègre généralement dans une politique économique de groupe. Cependant, la notion de groupe n'étant pas reconnue en tant que telle, l'argument qui tend à justifier le recours à des garanties croisées au nom de l'intérêt de groupe est extrêmement fragile, sauf situation particulière qui répond aux critères posés par un jugement du tribunal correctionnel de Paris en date du 16 mai 1974¹¹ et repris par la chambre criminelle de la Cour de cassation dans son arrêt de principe en date du 4 février 1985¹². Ainsi, la jurisprudence susvisée dégage quatre critères cumulatifs permettant d'exclure la constitution d'un délit d'abus de biens sociaux dans les relations entre sociétés du même groupe, à savoir l'existence d'un groupe, la poursuite d'un intérêt et d'une politique commune, l'existence d'une contrepartie ou la non-rupture de l'équilibre entre les engagements respectifs des sociétés concernées et l'absence de dépassement des possibilités financières.

Ces critères sont constitués d'éléments financiers et opérationnels de nature plus ou moins subjective et qui dépendent des faits propres à chaque situation. Une analyse détaillée de ces situations est donc primordiale. Cela est d'autant plus vrai dans le cadre d'une opération de titrisation internationale impliquant des cédants implantés dans plusieurs juridictions dans la mesure où la plupart des pays connaissent des concepts (et exemptions) de même nature que l'abus de biens sociaux en France. Il est donc nécessaire de pouvoir les apprécier pour en mesurer les risques et calibrer la mutualisation éventuelle au maximum du montant raisonnablement autorisé dans chaque pays et pour chaque cédant concerné.

Localisation des cédants et débiteurs

Enfin, lors de la structuration juridique d'une opération de titrisation internationale, la détermination de la localisation des cédants et des débiteurs au titre des créances ou des actifs qui seront intégrés dans le périmètre de l'opération présente une importance particulière. En effet, le droit applicable à chacun des cédants dictera le plus souvent le choix des instruments juridiques susceptibles d'être utilisés pour transférer la propriété des créances ou des actifs concernés. Cet aspect de l'opération est d'autant plus important et effectuer que certains mécanismes juridiques peuvent limiter, par exemple, la cession de créances « en bloc » ou de créances futures et donc avoir un impact direct sur l'économie générale de l'opération envisagée, voire sur sa faisabilité. De même, de



cette localisation pourront résulter non seulement les formalités et coûts associés au transfert des créances ou actifs concernés mais également les règles applicables à un cédant en cas de faillite. De la même façon, le pays de localisation des débiteurs est important car les conditions et formalités d'opposabilité aux tiers des cessions de créances relèvent normalement de la loi de son domicile. En pratique, il est donc nécessaire d'analyser de façon précise les règles, conditions, formalités, coûts et effets prévus par la réglementation applicables à chaque cédant et à chaque débiteur. En fonction de la configuration d'une opération de titrisation donnée et en particulier du nombre de pays concernés, un tel exercice peut s'avérer être long et coûteux. Aussi, les arrangeurs et cédants potentiels sont souvent amenés à procéder à des arbitrages qui conduisent à la sélection ou l'élimination de certains pays au regard des coûts qui seront supportés pour inclure un pays donné dans le périmètre de l'opération par rapport au montant du financement qui pourra être obtenu dans ce même pays. Toutefois, cet exercice pourra être grandement facilité lorsque les cédants et les débiteurs sont localisés dans des ... tats ayant ratifié la Convention de Rome du 19 juin 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles¹³, dans la mesure où ladite Convention précise que la loi applicable à une créance donnée détermine, entre autres, les rapports entre le cessionnaire et le débiteur et les conditions d'opposabilité de la cession à ce dernier.

LE RECOURS A UN VEHICULE DE TITRISATION SPECIFIQUE ÉTRANGER

Comme indiqué en introduction, un certain nombre de pays européens se sont récemment dotés de législations tendant à favoriser les opérations de titrisation, notamment par la création de véhicules locaux, entités spécifiques destinées à acquérir des actifs en vue de leur titrisation. Il est ainsi de la Belgique, de l'Espagne, de l'Italie et, bien sûr de la France. A l'occasion de la mise en place d'une opération de titrisation internationale impliquant des cédants localisés dans l'un ou l'autre de ces pays, il peut donc être tentant de recourir à ces entités spécifiques qui présentent souvent de nombreux avantages eu égard à leur régime juridique et fiscal, largement dérogoire du droit commun.

En effet, l'objectif commun à tout véhicule spécifiquement dédié à la titrisation est de permettre la cession d'actifs selon des modalités plus simples, souples, rapides, efficaces et économiques que celles qui résultent généralement du droit commun. Ainsi, il est fréquent que de tels véhicules prévoient la possibilité de céder des créances « en bloc », y compris des créances futures, moyennant des règles d'identification et d'individualisation assouplies et des formalités limitées au strict minimum. En outre, tous ces véhicules prévoient que le transfert de la



propriété des actifs concernés (et le cas échéant de leurs accessoires) sera valable entre les parties et opposable aux tiers sans avoir besoin d'en informer le débiteur ou de requérir son accord, alors que le droit commun, dans la plupart des pays européens, conditionne l'opposabilité au tiers du transfert à la réalisation d'une telle formalité selon des modalités plus ou moins contraignantes. Enfin, le législateur des pays concernés a souvent accompagné la création de tels véhicules de mesures fiscales et comptables qui participent à leur développement en assurant un traitement neutre ou favorable pour les cédants et les investisseurs.

Parmi les exemples de véhicules spécifiques de titrisation figurent bien entendu le FCC mais également les Sociétés d'investissement en Créances et le Fonds de Placement en Créances belges ainsi que les véhicules italiens et espagnols (*fondos de tutulization hipotecaria*).

L'objet du présent article n'est pas de développer les caractéristiques de chacun de ces véhicules, sachant que s'ils présentent tous un certain nombre des éléments communs rappelés ci-dessus, leur utilisation dans le cadre d'une opération de titrisation internationale n'est pas forcément aisée ou recommandée. En effet, certains d'entre eux sont limitativement dédiés à des actifs particuliers ou ont été conçus de telle façon que leur gestion quotidienne ou opérationnelle pratique s'avèrent inadéquates à certains types de créances, alors même que les textes qui les ont créés ont un champ d'application théorique plus large. Tel est le cas des fonds espagnols qui sont exclusivement dédiés aux opérations de titrisation de crédits hypothécaires ou encore de leurs homologues italiens, qui ne sont manifestement pas adaptés aux créances commerciales. Dès lors, il apparaît que leur utilisation, dans le cadre d'une opération de titrisation internationale manque de pratique et d'expérience et que leur mise en œuvre dans ce contexte peut s'avérer plus longue et coûteuse que l'utilisation des techniques et instruments juridiques plus classiques qui prévalaient pour ce type d'opérations avant leur avènement.

Il existe néanmoins une exception, le FCC, dans la mesure où ce véhicule bénéficie de plus de dix ans d'expérience et de centaines d'opérations diverses et variées et a été adapté au fil du temps à l'acquisition et à l'émission de créances et de parts libellées en toutes devises. Ces éléments de souplesse et d'adaptation font du FCC un instrument de prédilection pour une opération de titrisation internationale. D'ailleurs, plusieurs FCC privés ont récemment accueilli des créances en provenance de cédants localisés dans différents pays de l'OCDE.

COMPARAISON : FCC / SPV

A défaut de pouvoir recourir à un véhicule spécifique étranger de titrisation, les arrangeurs et candidats potentiels à la réalisation d'une opération de titrisation internationale peuvent s'interroger quant au



fait de savoir s'il est utile ou, selon le cas, préférable d'utiliser une société *ad hoc* localisée à l'étranger et sans statut particulier (un SPV - *Special Purpose Vehicle* ou une structure dite *off-shore*) pour jouer le rôle de structure centralisatrice plutôt qu'un FCC dans le cadre d'une telle opération.

Le choix d'une structure *off-shore* pour la réalisation d'une opération de titrisation internationale a longtemps prédominé. Ce choix était classiquement dicté par des contraintes légales et, en particulier, par l'inexistence de réglementation spécifique régissant la titrisation de créances commerciales avant l'apparition des FCC.

En France, les dernières contraintes juridiques à la titrisation d'actifs ou de créances par recours à un FCC ont été progressivement levées, de sorte qu'il reste peu d'arguments déterminants en faveur d'une structure *off-shore*. Il s'agissait notamment de l'impossibilité pour un FCC de céder ces créances, ce qui est désormais possible pour autant que les créances concernées soient échues ou déchues de leur terme.

Néanmoins certains arguments peuvent encore demeurer en faveur du choix d'un SPV. En effet, certains arrangeurs préfèrent recourir aux marchés de titres auxquels les investisseurs sont les plus habitués. Il peut s'agir du marché des obligations, des billets de trésorerie, des eurobonds, du *commercial paper*, etc... Ce type de produits financiers leur permet ainsi de bénéficier d'une base d'investisseurs plus large que ne l'est à l'heure actuelle le marché des parts de FCC, au moins en ce qui concerne les maturités courtes. Tout en gardant à l'esprit ces contraintes de placement, il n'est pas impossible cependant de combiner les différentes alternatives qui peuvent se présenter et de créer un schéma à plusieurs « étages » articulé autour d'un FCC dont, tout ou partie des parts seront souscrites par une structure *off-shore* en vue de leur refinancement sur tel ou tel marché français ou étranger.

Le choix d'une structure *off-shore* permet également une protection renforcée des investisseurs qui n'a pas réellement d'équivalent en France, notamment, pour des raisons juridiques et pratiques. Il s'agit généralement de la possibilité d'affecter les actifs transférés au SPV en garantie du remboursement des titres émis par cette dernière. Un tel mécanisme est envisageable dans des pays de droit anglo-saxon où les actifs peuvent être transférés en *trust* entre les mains d'un *trustee* qui prend la qualité de *security trustee*. Ce dernier agit pour le compte des investisseurs. Par conséquent, en cas de procédure collective locale de l'entité *ad hoc*, les actifs détenus en *trust* ne pourront pas être compris dans le patrimoine de l'entité et lesdits actifs seront réalisés par le *security trustee* aux fins de remboursement des titres.

Ceci dit, les différences réelles et sérieuses entre un FCC et un SPV sont devenues de plus en plus marginales (comme le montre le tableau



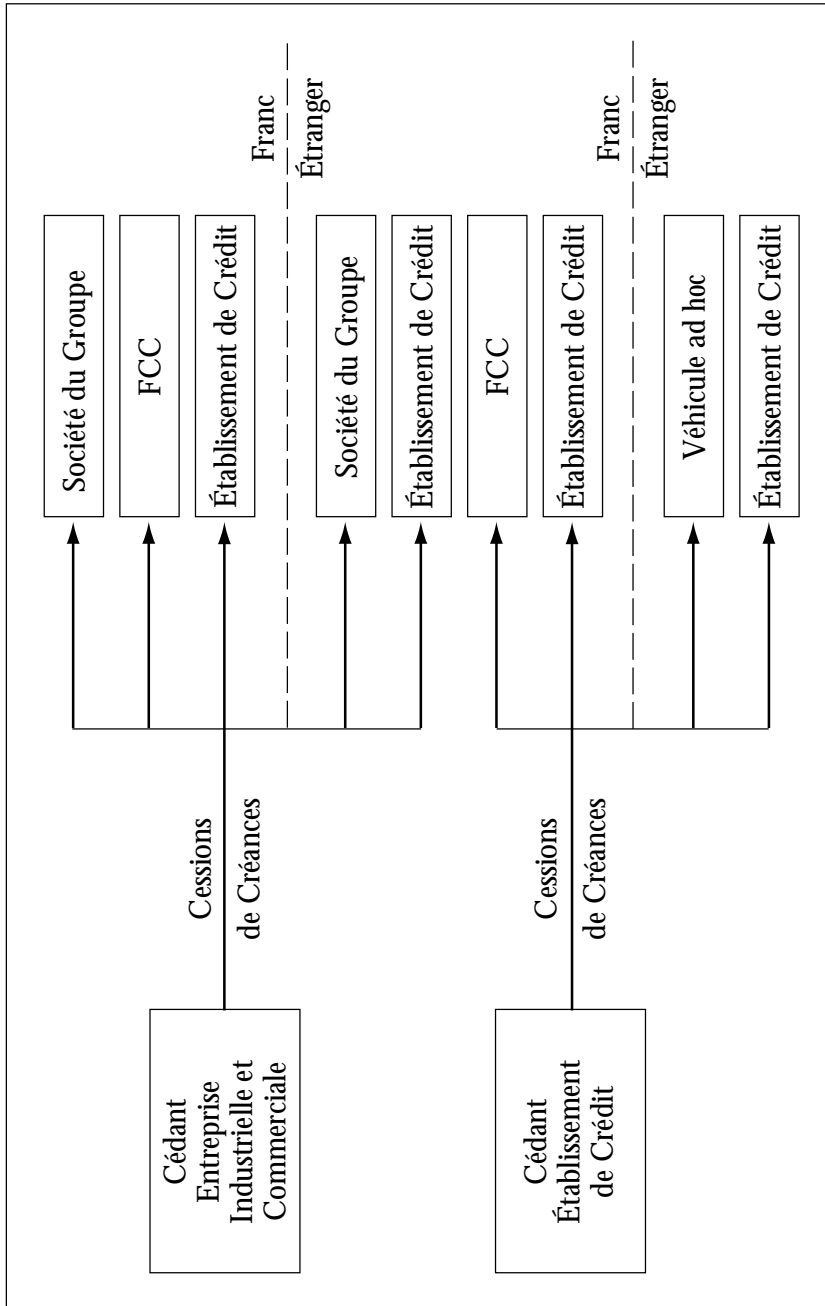
synthétique figurant en annexe 2) et bien souvent l'argument le plus fort qui pousse certains arrangeurs à recourir à une structure *off-shore* est tout simplement l'habitude.

Désormais, aujourd'hui, chaque opération, en fonction de son périmètre géographique, de la nature des cédants et des actifs et des modalités de refinancement souhaitées doit faire l'objet d'une étude de faisabilité détaillée et complète devant permettre de déterminer quel véhicule sera le plus approprié, étant précisé que la cohabitation au sein d'un même montage d'un FCC et d'un SPV est tout à fait possible, voire courante. Cela devrait être davantage le cas dans le futur avec le développement des FCC à compartiments, un tel outils pouvant servir de « plaque tournante » à plusieurs opérations de titrisation menées par un groupe pour ses filiales françaises et étrangères.

NOTES

1. Le fonds commun de créances MASTERDOMOS, constitué de prêts immobiliers aux particuliers représente à lui seul un encours total d'environ 1.5 milliards d'Euros au titre de la Série 1999-1.
2. Loi n°99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière.
3. Loi du 22 avril 1999 sur la titrisation.
4. Décret Royal 926/1998 du 14 mai 1998.
5. Voir par exemple C.E. 8 juillet 1987, J.C.P., ed. E. 1987. 16609.
6. Voir par exemple Crim. 20 février 1984, D. 1984. I.R. 320.
7. Article 2 alinéa 2 du Règlement du Comité de la réglementation bancaire n°85-17 du 17 décembre 1985 relatif au marché interbancaire.
8. Soit un autre établissement de crédit, une maison de titres, le Trésor public, la Banque de France, les services financiers de la Poste, l'Institut d'émission des départements d'outre-mer, l'Institut d'émission d'outre-mer ou la Caisse des dépôts et consignations.
9. Article 1 alinéa 3 du Règlement n°93-06 du 21 décembre 1993 du Comité de la réglementation bancaire relatif à la comptabilisation des opérations de titrisation.
10. Voir la lettre de la Direction du trésor en date du 6 décembre 1985 à l'attention du Conseil national du patronat français relative à l'interprétation extensive de certaines dispositions de la loi bancaire et les rapports annuels du Comité des établissements de Crédit.
11. T. corr. de Paris 16 mai 1975 affaire « Agache-Willot », Gaz. Pal. 1974. 2. 886, D. 1975. 37, Rev. sociétés 1975. 657, obs. B. Oppetit.
12. Cass. crim 4 février 1985 affaire « Rozenblum », D. 1985. 478 note D. Ohl, JCP 1986 II 20585 note Jeandidier, Gaz. Pal. 1985. 1. 377 note Marchi.
13. A ce jour, l'Allemagne, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal et le Royaume-Uni.

Annexe 1 :
Schémas simplifiés des principales exceptions au monopole bancaire lors d'acquisitions de créances.



Annexe 2 :
Tableau synthétiques des principaux points de comparaison entre un FCC et un SPV critères.

Critères	FCC			SPV		
	Oui	+/-	Non	Oui	+/-	Non
	Cédants de toutes natures	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>	
Créances de toutes natures	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>		
Actifs autres que des créances	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		
Non notification des débiteurs	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>		
Possibilité d'emprunter	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>		
Possibilité de sortie des créances	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>		
Rechargement / Réémission	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>		
Instruments de couverture variés	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>		
Neutralité fiscale du véhicule	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Neutralité fiscale TVA	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>		
Possibilité de bénéficiaire de toutes sûretés	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>		
Résistance à la faillite	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>		
Transfert des sûretés	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	
Ségrégation des actifs	<input type="checkbox"/>			<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	