



# LA CONSOLIDATION DES FONDS COMMUNS DE CRÉANCES : CONTEXTE ET CONSÉQUENCES

PIERRE MASIERI\*

La titrisation est apparue aux États-Unis dans les années 1960. Elle a été instituée en France par la loi du 23 décembre 1988 qui a donné un cadre juridique global aux opérations de cession de créances rendues possibles par d'autres techniques : cession Dailly, cession de l'article 1 690 du Code civil.

Pour les cédants qui ne pouvaient être alors que des établissements de crédit, la titrisation répondait à trois objectifs principaux :

- aider au respect du ratio Cooke ;
- permettre d'obtenir des liquidités, ou des liquidités à moindre coût ;
- disposer d'un outil de gestion de bilan.

Après plus d'une dizaine d'années de pratique, force est de constater que les établissements de crédit français n'ont guère utilisé la titrisation pour respecter leurs contraintes de fonds propres. Trois explications peuvent être avancées :

- compte tenu des modalités de calcul du ratio de solvabilité, seul un volume de titrisation conséquent pouvait avoir une incidence positive sur ce ratio, par ailleurs la contribution des cessions de créances devait être positive en termes de résultat comptable, ce que ne permettait pas toujours la configuration de la courbe des taux ;
- les délais accordés aux établissements de crédit (règlement CRB 91-05 du 15 février 1991 issu de la directive européenne 89/299 du 17 avril 1989) pour respecter le ratio de 8 % prenaient fin au 31 décembre 1992, ce qui laissait peu de temps aux cédants pour mettre en œuvre des opérations de titrisation significatives alors qu'il était nécessaire d'acquérir une expertise préalable ;
- les établissements de crédit ont restructuré leurs fonds propres en utilisant des démarches alternatives : émission d'instruments financiers classés en quasi-fonds propres tels que les titres subordonnés à durée indéterminée et les titres subordonnés remboursables, apport partiel

\* Commissaire aux comptes associé Mazars et Guerard.

d'actifs immobiliers accompagné d'une réévaluation immobilière constatée en franchise d'impôt.

A l'opposé, la titrisation a permis à certains établissements en proie à une crise de liquidité de ne pas apparaître en défaut vis-à-vis des marchés. Exception faite de ces situations ponctuelles, le recours à la titrisation a minoré les coûts de refinancement des emprunteurs dont le *rating* se trouvait quelque peu dégradé.

Enfin, et indépendamment du besoin de liquidités, les cédants ont utilisé la titrisation pour la gestion de leur bilan :

- gestion fiscale et comptable du bilan ;
- gestion du risque de taux ;
- gestion de certains ratios prudentiels des établissements de crédit puis des compagnies d'assurance ;
- réduction de l'endettement par cession d'actifs.

La traduction des opérations de titrisation, selon le règlement bancaire 91-07 modifié, aboutit à une cession parfaite des créances et génère un résultat de cession, perte ou profit qui a une incidence directe sur le résultat comptable et fiscal du cédant dans la mesure où la « juste valeur » n'est pas retenue pour l'évaluation des créances au bilan des établissements de crédit.

La cession d'un bloc de créances peut permettre au cédant d'externaliser un risque de taux qu'il n'est pas en mesure de couvrir.

S'agissant des contraintes prudentielles, nous avons constaté que la titrisation ne pouvait seule permettre un rehaussement du ratio de solvabilité bancaire afin de le faire correspondre à la norme en vigueur. Toutefois, la recherche par les actionnaires des établissements de crédit d'une meilleure rentabilité des fonds propres et d'une croissance de l'activité, font de la titrisation une technique séduisante pour limiter le besoin en fonds propres. A noter toutefois, que la titrisation ne produit le plein effet escompté que dans l'hypothèse où le cédant ne détient pas de parts subordonnées issues de la titrisation pour un montant significatif.

Les entreprises, confrontées à l'impossibilité de céder des actifs non stratégiques trouvent également dans la titrisation une technique leur permettant de céder un actif non liquide, issu du métier exercé, et reconstituable par la poursuite de l'activité.

Enfin la déconsolidation de certains actifs et l'amélioration des ratios d'endettement peuvent motiver, à titre principal ou accessoire, une titrisation de créances.

L'application des normes comptables concernant la consolidation n'est donc pas sans influence sur l'intérêt des opérations de titrisation.

Les normes comptables françaises en matière de consolidation ont récemment évolué avec l'adoption par le Comité de la réglementation comptable des règlements 99-02 du 29 avril 1999 relatif aux comptes

consolidés des sociétés commerciales et entreprises publiques et 99-07 du 24 novembre 1999 relatif aux règles de consolidation des entreprises relevant du Comité de la réglementation bancaire et financière.

Ces textes rendent obligatoire, sous certaines conditions, la consolidation des entités *ad hoc*, parmi lesquelles figurent, en principe, les véhicules de titrisation.

Il est dès lors permis de s'interroger sur l'incidence de ces textes sur le développement des opérations de titrisation.

S'agissant des entreprises commerciales, le règlement 99-02 impose l'existence d'un contrôle du véhicule *ad hoc* en vertu de contrats, d'accords ou de clauses statutaires conclus avec une entreprise du périmètre de consolidation pour obliger à inclure le véhicule dans la consolidation.

Les situations suivantes peuvent caractériser l'existence d'un tel contrôle par l'entreprise consolidante ou une entreprise contrôlée par elle :

- « l'entreprise dispose en réalité des pouvoirs de décision et de gestion sur l'entité *ad hoc* ou sur les actifs qui la composent, même si ce pouvoir n'est pas effectivement exercé, elle peut par exemple dissoudre l'entité, changer les statuts, ou au contraire s'opposer formellement à leur modification ;

- l'entreprise peut, en substance, bénéficier des résultats de l'entité, par exemple sous forme de flux de trésorerie ou de droits : droit à une quote-part d'actif net, droit de disposer d'un ou plusieurs actifs, droit à la majorité des actifs résiduels en cas de liquidation ;

- l'entreprise supporte *in fine* les risques relatifs à l'entité : tel est le cas si les investisseurs extérieurs bénéficient d'une garantie de la part de l'entité ou de l'entreprise, leur permettant de limiter de façon importante leur prise de risques » (section I paragraphe 10052).

Deux situations permettent de déterminer les modalités d'appréhension de la titrisation dans les comptes consolidés :

- une ou plusieurs entreprises du périmètre de consolidation détiennent une part ou une action du véhicule de titrisation. Dans ce cas les actifs, passifs et résultats de l'entité sont consolidés ;

- les entreprises du périmètre de consolidation ne détiennent aucune part ou action du véhicule de titrisation. Dans ce cas, les actifs, passifs et résultats de l'entité font l'objet d'une simple information dans l'annexe des comptes consolidés.

S'agissant des entreprises relevant de la réglementation bancaire et financière (règlement 99-07), soit les établissements de crédit et certaines entreprises d'investissement, le véhicule de titrisation sera consolidé dès lors que des contrats, accords ou clauses statutaires permettront d'établir l'existence d'un contrôle de l'entité.

L'appréciation du contrôle reposera sur les critères suivants étant

précisé que la prise en compte d'un seul d'entre eux ne suffira pas à caractériser l'existence du contrôle de l'entité :

- « pouvoirs de décision et de gestion sur les activités courantes de l'entité *ad hoc*, ou sur les actifs qui la composent : capacité de dissoudre l'entité, d'en changer les statuts, ou au contraire de s'opposer formellement à leur modification ;
- capacité à bénéficier de tout ou de la majorité des résultats de l'entité, que ce soit sous forme de flux de trésorerie ou de droit à une quote-part d'actif net, de droit de disposer d'un ou plusieurs actifs, de droit à la majorité des actifs résiduels en cas de liquidation ;
- exposition à la majorité des risques relatifs à l'entité : tel est le cas si les investisseurs extérieurs bénéficient d'une garantie de la part de l'entité ou de l'entreprise, leur permettant de limiter de façon importante leur prise de risques » (section I - paragraphe 10052).

Le texte bancaire apporte la précision suivante :

« En ce qui concerne les entités *ad hoc* issues d'opérations de cession de créances et compte tenu de la nature de ces entités, les critères concernant les pouvoirs de décision et de gestion sont déterminants pour décider de l'exclusion de ces entités du périmètre de consolidation, ou de leur inclusion ; ces critères sont mis en œuvre lorsque les créances sont cédées :

- à un fonds commun de créances en conformité avec les dispositions de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 modifiée relative aux OPCVM et portant création des fonds communs de créances et aux textes pris pour son application ;
- ou à un organisme étranger ayant pour objet unique d'émettre, en vue de l'achat de celles-ci, dans le cadre de lois ou règlements locaux spécifiques qui présentent des garanties équivalentes à celles existant en France, des titres dont le remboursement est assuré par celui des créances acquises (section I - paragraphe 10052).

Une dérogation a été instituée au bénéfice des entreprises relevant de la réglementation bancaire et financière concernant la date de première application des nouveaux textes. Cette dérogation permet de ne pas consolider les véhicules de titrisation sous les conditions suivantes :

- « aucun nouvel investissement n'est effectué dans l'entité consolidée par l'entreprise consolidante ou par une entreprise consolidée, et l'entité ne réalise aucune nouvelle opération financée par l'entreprise consolidante ou par une entreprise consolidée ;
- l'entité aura cessé d'exister, en respectant les dispositions qui la régissent, dans un délai maximum de cinq ans à compter de l'ouverture de l'exercice de la première application du présent texte ;
- une information complète sur l'activité, les actifs, les passifs et les résultats latents et réalisés de cette entité est fournie en annexe » (section V - paragraphe 51).

A ce stade de l'exposé, nous pouvons constater que la nouvelle méthodologie des comptes consolidés risque de limiter le caractère déconsolidant des titrisations.

Doit-on pour autant en déduire qu'il s'agit d'un texte hautement restrictif s'inscrivant en rupture avec les évolutions réglementaires de la décennie qui ont favorisé :

- l'accroissement du périmètre des cédants afin d'éviter la délocalisation des opérations : les entreprises d'assurance (loi du 4 janvier 1993) et les entreprises commerciales (loi du 2 juillet 1998) peuvent céder des créances ;
- l'élargissement du gisement titrisable : les créances dont la durée à l'origine est inférieure à deux ans (décret du 23 mars 1993), les créances de crédit-bail (décret du 6 octobre 1997), les créances en devises (décret du 6 octobre 1997), les créances immobilisées douteuses ou litigieuses (décret du 6 octobre 1997), les créances futures résultant d'un acte déjà intervenu (décret du 6 octobre 1997) peuvent être cédées en la forme d'une titrisation légale ;
- l'assouplissement des techniques d'arrangement des véhicules de titrisation : les fonds communs de créances peuvent acquérir de nouvelles créances (loi du 4 janvier 1993), émettre de nouvelles parts (loi du 2 juillet 1996), conclure des *swaps* de taux d'intérêt (loi du 4 janvier 1993) et des *swaps* de devises (décret du 6 octobre 1997), céder globalement des créances dans certaines situations (décret du 6 octobre 1997), emprunter (loi du 2 juillet 1998), créer des compartiments (loi du 29 juin 1999), céder des créances dans des situations particulières (loi du 29 juin 1999).

Par souci de concision, nous limiterons nos analyses à la titrisation légale réalisée par un cédant relevant de la réglementation bancaire et financière.

Il convient tout d'abord d'observer que le règlement 99-07 couvre la problématique des entités *ad hoc* et non les fonds communs de créances pris spécifiquement.

Doivent être considérés comme entités *ad hoc* au sens de ce règlement : les OPCVM dédiés, les structures de défaussement et les véhicules de titrisation.

Les OPCVM dédiés sont utilisés par les établissements de crédit pour constituer des plus-values latentes. Les structures de défaussement ont été utilisées durant la crise des années 1990 afin de cantonner des actifs exposant le cédant à des risques de perte potentielle. La titrisation, sans être d'une totale neutralité en matière de risque et de résultat répond à d'autres objectifs comptablement moins sensibles.

Le règlement 99-07 n'est pas le premier texte traitant des opérations de cessions de créances. Le règlement 89-07 du Comité de la réglementation bancaire qualifie de cession parfaite les cessions de créances aux

fonds communs de créances alors même que l'établissement cédant acquiert des parts spécifiques, accorde une garantie aux fonds, ou détient un droit sur l'attribution de tout ou partie du *boni* de liquidation.

Le règlement 93-06 du Comité de la réglementation bancaire aborde la valorisation des parts détenues au sein de fonds communs de créances.

Toutefois, aucun règlement bancaire relatif à la consolidation n'abordait jusqu'à une date récente le traitement des entités *ad hoc*.

Nous avons constaté que le règlement 99-07 mettait en avant trois critères pour apprécier l'exigence de consolidation, ainsi qu'une faculté d'exemption.

Préalablement à l'analyse des critères, il convient de remarquer que la consolidation des entités *ad hoc* ne semble viser que des entités sous contrôle exclusif. Il est en effet précisé que « une entité *ad hoc* est une structure juridique distincte, créée spécifiquement pour gérer une opération ou un groupe d'opérations similaires pour le compte d'une entreprise » (section I, paragraphe 10052).

S'agissant des fonds multicédants dont les créances proviennent de plusieurs entreprises, nous concluons que leur consolidation n'apparaît pas obligatoire indépendamment de l'application des critères de contrôle. En effet ces fonds ne peuvent être considérés comme des entités *ad hoc* au sens de la section I - paragraphe 90052. Ils ne répondent pas à une situation d'entreprise sous contrôle ou sous influence notable au sens des paragraphes 1002 à 1004 dans la mesure où cette situation suppose que les entreprises soient associées ou actionnaires du fonds communs de créances, ce qui est juridiquement impossible. La situation devrait vraisemblablement être analysée différemment dans l'hypothèse où tous les cédants du fonds appartiendraient au même groupe. Dans ce dernier cas, l'analyse des critères de contrôle devient nécessaire.

### PREMIER CRITÈRE

Le règlement 99-07 précise que le critère relatif au pouvoir de décision et de gestion est déterminant en ce qui concerne la consolidation des entités issues d'opérations de cession de créances.

#### *Le pouvoir de décision et de gestion sur les activités courantes de l'entité ad hoc*

Le fonds commun de créances n'est pas doté de la personnalité morale, il est constitué à l'initiative de la société de gestion et du dépositaire qui établissent le règlement intérieur du fonds.

La société de gestion qui doit être agréée par la Commission des opérations de Bourse a pour objet exclusif la gestion des fonds, elle ne peut pas être contrôlée exclusivement par le cédant dans la mesure où le législateur a prévu des limites à la concentration du capital des sociétés de

gestion. Elle doit agir de façon indépendante (règlement COB 94-01).

En effet, aux termes du règlement 94-01 de la Commission des opérations de Bourse, les cédants ou les sociétés contrôlant des cédants ne peuvent détenir individuellement ou collectivement plus du tiers, moins une des actions de la société de gestion.

Dans l'hypothèse où le cédant appartient à un groupe n'entretenant aucun lien en capital avec la société de gestion du fonds, le cédant ne sera pas perçu comme ayant un pouvoir de décision et de gestion sur les activités courantes du fonds.

Il sera par contre nécessaire de compléter l'analyse dans l'hypothèse où le cédant, ou son groupe, détient une participation au capital de la société de gestion et, par exemple, nomme un de ses mandataires sociaux.

#### *Le pouvoir de décision ou de gestion sur les actifs de l'entité ad hoc*

L'établissement cédant ne peut plus modifier la consistance des créances transmises à compter de la cession, par exemple en procédant à des rééchelonnements ou à des remises de dettes.

A l'origine, les circonstances de la cession des créances acquises par le fonds étaient limitées. Elles ont ensuite été étendues. Par ailleurs, le règlement du fonds doit expressément mentionner les règles applicables à la cession des créances par le fonds.

Le cédant conserve en général le recouvrement des créances cédées mais cette prestation peut être déléguée. Le recouvrement des créances constitue un acte de gestion administrative d'une partie de l'actif du fonds. Cette mission ne peut, selon nous, être assimilée à un pouvoir de gestion qui comprendrait la possibilité de disposer des créances.

De part ses fonctions de constitution du fonds et de conservation des actifs du fonds, le dépositaire s'assure de la régularité des décisions de gestion. Cette mission ne nous semble pas constitutive d'un pouvoir de décision ou de gestion sur les actifs des fonds communs de créances.

Afin d'éviter toute situation d'incertitude, les arrangeurs pourront prévoir :

- la délégation de la gestion du recouvrement ;
- l'impossibilité de céder les créances acquises par le fonds commun de créances hormis les cas de cessions imposées par la réglementation.

#### *La cession globale des créances*

La cession globale des créances et donc la dissolution du fonds doit intervenir dans les cas suivants :

- le fonds n'a pu acquérir des créances ou réémettre des parts après l'émission initiale des parts et si la dissolution est conforme à l'intérêt des porteurs ;

- le fonds a dépassé le ratio de liquidité de 60 % pendant au moins six mois ;
- la survenance d'une circonstance nouvelle indépendante du niveau constaté des défaillances des débiteurs, de nature à entraîner une dégradation du niveau de sécurité offert aux porteurs de parts.

La cession globale des créances peut intervenir dans les cas suivants :

- le capital restant des créances non échues est inférieur à 10 % du montant maximum du capital restant dû des créances au cours de la vie du fonds ;
- les parts ne sont détenues que par un seul porteur ;
- les parts ne sont détenues que par le ou les cédants et à leur demande.

Dans les trois derniers cas, le règlement du fonds doit prévoir la cession des créances pour que celle-ci se réalise.

Les possibilités de dissolution du fonds à l'initiative du cédant demeurent donc limitées.

*Capacité de changer les statuts ou au contraire de s'opposer formellement à leur modification*

Cette capacité devra être appréciée en fonction des situations d'espèce. Le contenu du règlement du fonds commun de créances et des diverses conventions, le caractère privé ou public du placement, la nature des relations entretenues avec les porteurs devront être analysés.

## SECOND CRITÈRE

*Capacité à bénéficier de tout ou de la majorité des résultats de l'entité*

La notion de résultat n'est pas significative pour un fonds commun de créances, il convient plutôt d'analyser ce critère sous l'angle de la trésorerie, des revenus ou de l'attribution du *boni* de liquidation.

*Capacité à bénéficier de tout ou de la majorité des flux de trésorerie*

Cette situation correspond à la détention significative des parts subordonnées ou prioritaires par des sociétés du groupe de consolidation. Le texte ne précise pas si cette analyse doit être conduite au niveau du fonds commun de créances ou au niveau des compartiments pour les fonds qui profiteraient des dispositions de la loi du 29 juin 1999 sur l'épargne et la sécurité financière. Un cédant pourrait ainsi recevoir la majorité des flux de trésorerie d'un compartiment sans pour autant bénéficier de la majorité des flux de trésorerie du fonds commun de créances.

*Capacité à bénéficier de tout ou de la majorité des résultats sous forme de droit à une quote-part d'actif net*

Contrairement aux OPCVM, la notion d'actif net est inexistante et n'a pas d'équivalent dans les fonds communs de créances. Le montant



du *boni* de liquidation récupéré par le cédant est en général peu significatif, en particulier par rapport aux flux de trésorerie alloués.

#### *Capacité à disposer d'un ou plusieurs actifs*

Nous avons énuméré *supra* les situations rendant obligatoires ou possibles les cessions de créances, réalisées globalement. La loi du 29 juin 1999 précitée autorise la cession isolée de créances échues ou déchues de leur terme. Cette disposition permet au cédant de récupérer la TVA acquittée sur les débits lorsqu'une créance titrisée est irrécouvrable, et de reprendre possession de créances douteuses dans le cadre d'une gestion active des impayés (transaction, abandon de créances...).

La consolidation ne se justifierait selon nous que dans la mesure où le cédant détient ce droit avec l'intention de réaliser des actes de disposition significatifs.

#### *Capacité à bénéficier de droit à la majorité des actifs résiduels en cas de liquidation*

Le fonds commun de créances émet deux types de parts, les parts ordinaires et les parts spécifiques. La part dite « résiduelle » qui est une part spécifique détenue par le cédant ne fait pas l'objet d'une rémunération déterminée ou déterminable *ex ante* et présente un caractère de subordination. Cette part permet au cédant de récupérer le *boni* de liquidation, c'est-à-dire les revenus des actifs minorés des rémunérations des autres parts de l'éventuelle charge du risque, et des frais de fonctionnement.

La détention de la part résiduelle, lorsqu'elle existe, par une entreprise rattachée au périmètre de consolidation, serait donc constitutive de droit à la majorité des actifs résiduels en cas de liquidation alors même que ceux-ci peuvent être très peu significatifs par rapport au volume de la titrisation et des revenus qui en découlent.

### TROISIÈME CRITÈRE

Exposition à la majorité des risques de l'entité lorsque les investisseurs extérieurs bénéficient d'une garantie de la part du fonds ou d'une entreprise rattachée au périmètre de consolidation leur permettant de limiter de façon importante leur prise de risque.

S'agissant des fonds communs de créances, les garanties sont accordées aux fonds et non aux investisseurs souscrivant les parts ordinaires du fonds. Ces garanties se matérialisent en règle générale par la souscription de parts spécifiques, la constitution d'un dépôt de garantie, le fonds peut également bénéficier de prêts subordonnés octroyés par le cédant ou des tiers en vertu du décret du 6 novembre 1998.

L'analyse du degré d'exposition aux risques conduira à examiner :

- l'existence de garanties engageant le cédant ou une entreprise rattachée au groupe de consolidation ;
- le niveau de risque du portefeuille de créances titrisées par rapport à l'engagement des investisseurs extérieurs ;
- la proportion du risque couverte par le cédant ou une entreprise rattachée au groupe de consolidation.

Indépendamment de la consolidation des fonds communs de créances, le règlement 93-06 du Comité de la réglementation bancaire prévoit que l'établissement garant fasse état, dans l'annexe de ses comptes sociaux, de la nature et du montant des garanties octroyées, des risques couverts et de la provision éventuellement constituée.

#### *Faculté d'exemption*

Nous avons enfin constaté que le règlement 99-07 exemptait momentanément et sous certaines conditions les entités *ad hoc* de la consolidation (règlement 99-07 section V paragraphe 5.1).

Ce texte n'aborde pas spécifiquement le cas des fonds communs de créances, mais nous semble applicable aux fonds considérés comme entités *ad hoc*.

10

L'application de l'exemption suppose que les trois conditions suivantes soient cumulativement réunies :

- absence d'investissement nouveau tel que la souscription par le cédant lors des rémissions de parts ;
- cessation d'activité fixée par les dispositions qui régissent les fonds dans un délai maximum de cinq ans à compter du premier exercice d'application par l'entreprise consolidante du règlement 99-07 : cette condition suppose que la durée de vie résiduelle du fonds soit compatible avec ce délai. Par ailleurs, l'existence de situation pouvant conduire à la liquidation anticipée des fonds devra être analysée en fonction de leur probabilité de survenance qui dépend largement de l'intention des cédants ;
- nécessité de fournir en annexe une information sur l'activité, les actifs, les passifs et les résultats du fonds : cette exigence n'appelle pas de commentaire particulier.

En synthèse, nous estimons que la nouvelle méthodologie applicable aux comptes consolidés des établissements de crédit ne constitue pas un réel frein au développement de la titrisation légale, ce pour trois raisons :

- les États-Unis détiennent la première place du marché de la titrisation, or le référentiel comptable US GAAP (FAS 125) oblige les cédants à respecter des conditions strictes tant pour la sortie des créances des comptes sociaux que pour la non consolidation des *special purpose entity*.



En effet, les actifs transférés doivent être juridiquement isolés du cédant, les porteurs de part du *special purpose entity* doivent pouvoir céder leurs parts sans contrainte, il ne doit pas y avoir d'accord de rachat entre le cédant et le véhicule ;

- les arrangeurs sauront tenir compte des nouvelles contraintes introduites par le règlement dans l'hypothèse où l'objectif de déconsolidation apparaîtrait prioritaire ;

- la déconsolidation des créances cédées n'est qu'un des trois objectifs de la titrisation, son importance relative est tendanciellement décroissante. En effet, la technique de titrisation est aujourd'hui maîtrisée et les parts de fonds de créances se sont banalisées auprès des investisseurs ; le coût des montages est devenu par conséquent beaucoup plus attractif pour les cédants.