

Fiche 430



La titrisation de créances

Mots clés : titrisation, créances, titres, marchés

Sommaire

1. Présentation générale.....	2
1.1. Définition.....	2
1.2. Intérêts de la technique pour les entreprises industrielles et commerciales.....	2
1.3. Mécanisme et acteurs de l'opération de titrisation	2
1.4. La structuration financière des opérations de titrisation	4
2. Comptabilisation	6
2.1. Comptes sociaux	6
2.2. Comptes consolidés et analyse critique du périmètre de consolidation du cédant.....	6
3. Le traitement en analyse financière	7
3.1. Les montages non déconsolidants.....	7
3.2. Les montages déconsolidants	7

[Retour sommaire général](#)

1. Présentation générale

1.1. Définition

La « titrisation »¹ est une technique financière qui consiste à obtenir un financement en cédant des actifs à une entité ad hoc. Celle-ci finance l'acquisition des actifs par l'émission de titres sur les marchés de capitaux. Le paiement des sommes (principal et intérêts) dues sur ces titres est assuré au moyen des flux de trésorerie générés par les actifs cédés.

En théorie, n'importe quel actif qui génère des flux de trésorerie peut faire l'objet d'une titrisation : un immeuble génère des loyers, une créance commerciale un règlement, des stocks une vente... jusqu'aux créances futures qui offrent la garantie, à terme, d'un flux de trésorerie.

- ⇒ La titrisation de créances s'apparente, dans une large mesure, aux différents procédés de mobilisation de créances (escompte, cession Dailly, affacturage...) à la différence que le financement résulte d'une émission de titres sur le marché des capitaux.

Née aux États-Unis dans les années 70, cette technique financière a été introduite en France en 1988. Réservée tout d'abord aux établissements financiers, son utilisation a été étendue aux entreprises industrielles et commerciales en 1998.

1.2. Intérêts de la technique pour les entreprises industrielles et commerciales

La technique financière de la titrisation présente les intérêts suivants :

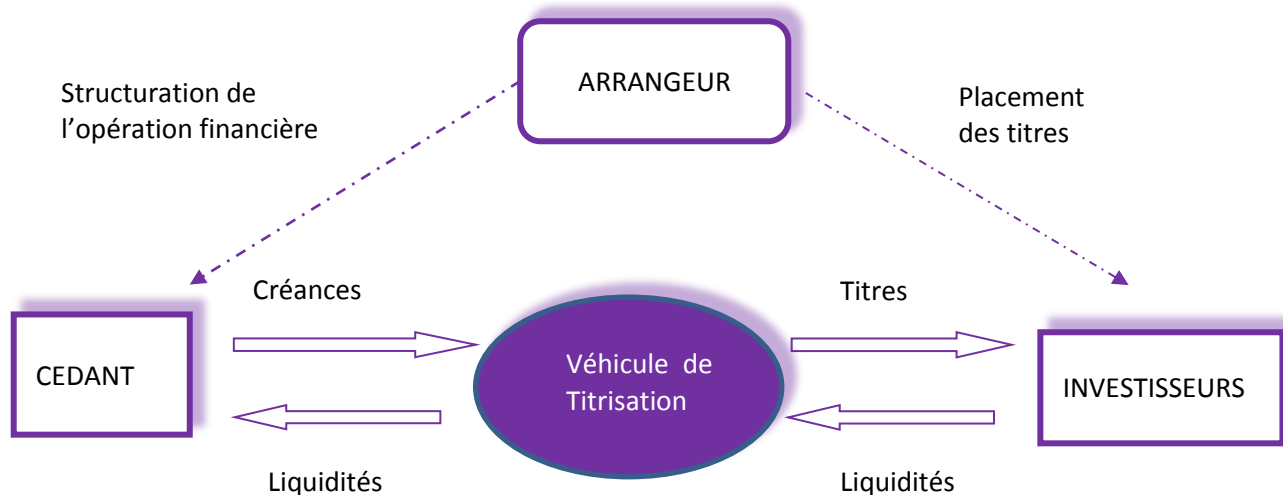
- **diversifier les sources de financement** : la titrisation constitue une source alternative au financement bancaire ; elle permet à une entreprise de se financer par un recours direct au marché,
- **réduire les coûts de financement** : dans la mesure où la décision d'investissement est fonction de la qualité des actifs cédés, une entreprise qui ne serait pas en bonne situation financière pourrait toutefois lever des fonds à des conditions satisfaisantes,
- **transférer totalement ou partiellement des risques** liés aux actifs cédés aux investisseurs,
- **« Améliorer » la présentation du bilan** : le refinancement des actifs permet² de réduire les besoins en fonds de roulement et plus largement les capitaux engagés comptabilisés au bilan.

1.3. Mécanisme et acteurs de l'opération de titrisation

Les montages juridiques en matière de titrisation sont particulièrement variés. Certains éléments se retrouvent néanmoins de manière assez constante dans les montages de titrisation. Le schéma ci-dessous présente un montage de titrisation « classique » :

¹ « Securitization » en anglais

² Sous réserve de respecter les critères de déconsolidation, cf. point 2.2



- **Le cédant** : établissement de crédit agissant pour son propre compte ou émetteur de type industriel ou commercial.

Il est à l'origine de l'opération. Son objectif est de mobiliser des actifs par le biais d'un contrat de cession de créances à une entité ad-hoc.

- **L'arrangeur**

Bien que l'opération de titrisation s'inscrive dans une logique de désintermédiation bancaire, les banques sont très présentes dans le processus de titrisation. En effet, l'opération est très fréquemment structurée par un établissement bancaire qui aura pour mission :

- de choisir et regrouper les actifs à titriser ('pooling'),
- de créer le véhicule de titrisation,
- d'assurer la structuration financière de l'opération,
- de placer des titres auprès des investisseurs.

- **Le véhicule de titrisation**

Le terme de 'Spécial Purpose Vehicule' (SPV) est utilisé dans le cadre des opérations de titrisation. Il désigne toute entité juridique créée spécifiquement pour ce type de montage³. Le recours à un véhicule ad hoc est essentiel dans le montage financier car il permet de déconnecter le risque de crédit du portefeuille d'actifs, du risque attaché au cédant (les actifs ainsi cédés sont protégés contre le risque de défaut du cédant).

En France, les organismes de titrisation prennent la forme soit de fonds communs de titrisation⁴ (FCT), soit de sociétés de titrisation⁵. Ces organismes financent l'acquisition des actifs par l'émission de titres obligataires ou de Billets de Trésorerie (BT).

³ La notion d'entité ad-hoc correspond à la traduction française de SPV.

⁴ Organismes de titrisation constitués sous la forme de copropriété qui n'ont pas la personnalité morale.

Depuis [l'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008](#), les FTC ont remplacé les Fonds Commun de Créances (FCC).

⁵ La société de titrisation n'est pas une copropriété et elle peut prendre la forme d'une société anonyme, d'une société par actions simplifiées ou d'une SARL lorsqu'il n'est pas fait appel public à l'épargne.

Les véhicules de titrisation peuvent servir à plusieurs opérations de titrisation portant sur des portefeuilles de créances distincts (la technique financière du compartimentage est alors utilisée). On parle dans ce cas de 'conduits' (ou master trusts). L'avantage de ces structures est de réduire les coûts de financement et de faciliter les placements des titres grâce à la notoriété acquise par celles-ci.

Seuls les organismes de titrisation qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public font l'objet d'un agrément par la Commission de Surveillance du secteur financier.

- Les titres

Chaque investisseur acquiert une fraction du portefeuille d'actifs titrisés : les titres acquis par les investisseurs sont dits « adossés » au portefeuille d'actifs.

Les termes employés pour désigner les titres émis dans le cadre d'opérations de titrisation diffèrent selon le type d'actifs sous-jacent.

ABS (*Asset-Backed Securities*) est le terme générique qui désigne les titres émis (securities) adossés (backed) à des actifs (asset). Les titres⁶ prennent l'appellation de CDO⁷ (*Collateralized Debt Obligations*), pour les opérations adossées à des dettes diverses. Les actifs concernés par une opération de CDO sont :

- les crédits bancaires aux entreprises (il s'agit alors de CLO " *Collateralised Loans Obligation*"),
- les titres obligataires (il s'agit alors de CBO « *Collateralised Bonds Obligations* »),
- ou des dérivés de crédit sur un risque d'entreprise.

Lorsque l'objectif du cédant est limité au simple transfert du risque (en opposition au double objectif de refinancement et de transfert de risque), on parle alors de titrisation ou de CDO « synthétique »⁸.

L'échéance des titres émis par le véhicule de titrisation peut être :

- à moyen - long terme : l'instrument utilisé est l'obligation (en général entre 3 et 7 ans),
- ou à court terme : l'instrument utilisé est le papier commercial (commercial paper – Billet de Trésorerie) ; on parle alors de programme ABCP (Asset-backed commercial paper).

1.4. La structuration financière des opérations de titrisation

Afin de bénéficier des meilleures conditions de refinancement et d'adapter au mieux les caractéristiques des titres émis aux besoins et contraintes des cédants mais également des investisseurs, la structuration financière des opérations est essentielle dans le mécanisme de la titrisation. La granularité du risque et de la liquidité des titres émis est notamment rendue possible par un ensemble de procédures :

⁶ Parmi les termes utilisés mais qui ne concernent que les titres adossés à des opérations de prêts bancaires, les RMBS (*Residential mortgage Backed Securities*) désignent les opérations relatives à des crédits habitat hypothécaires et les CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*) désignent les opérations relatives à des crédits hypothécaires commerciaux.

⁷ Alors que les ABS sont adossés à un portefeuille d'actifs homogènes, les CDO font davantage jouer le principe de la diversification.

⁸ Via les dérivés de crédit CDS – « Credit Default Swap » ou Total Return Swap.

- **le découpage en tranches de l'émission de titres**

La création de classes subordonnées est appelée « tranchage » («tranching» en anglais). Cette opération est effectuée en lien avec les agences de notation qui indiqueront les conditions à remplir pour que l'opération bénéficie des notations correspondant aux souhaits du cédant et des investisseurs. Chaque tranche émise bénéficiera de caractéristiques de risques et de rendements spécifiques déterminés en fonction de son degré de séniorité.

Par exemple, on pourra émettre 3 classes d'obligation (A, B et C), étant entendu que si le portefeuille subit une perte, c'est la classe « C » qui sera en premier lieu exposée au risque financier. Lorsque la classe « C » est épuisée (c'est-à-dire que l'investisseur dans cette classe a tout perdu), la classe « B » commencera à perdre de l'argent, et ainsi de suite.

On dira dans ce cas-là que la classe « C » est subordonnée aux classes « A » et « B », et que la classe « B » est subordonnée à la classe « A ».

La tranche A correspond à la classe supérieure (senior) qui bénéficie de la meilleure notation, la tranche B correspond à la tranche « junior » et la classe C, la plus risquée, à la tranche « equity ».

- **le rehaussement de crédit externe (ou monoline en anglais)**

Le rehaussement de crédit est une opération financière par laquelle un établissement financier spécialisé, appelé rehausseur de crédit, apporte sa garantie à un organisme qui émet des emprunts sur les marchés financiers.

Le rehausseur de crédit donne des garanties financières aux émetteurs, leur permettant ainsi de profiter d'une meilleure notation et donc d'un coût de refinancement plus faible.

Cette garantie peut prendre plusieurs formes juridiques, par exemple une garantie à première demande ou une intervention du "monoline" comme contrepartie.

- **le surdimensionnement**

Les créances sont cédées pour un prix inférieur à leur valeur actuelle au moment du transfert au véhicule de titrisation. La différence constitue un « surdimensionnement », c'est-à-dire une garantie (consentie à l'organisme de titrisation et donc aux investisseurs) destinée à couvrir, le cas échéant, le non-recouvrement de certaines créances. Cette décote vient couvrir les pertes sur les créances subies par l'organisme de titrisation (FCT ou société de titrisation). Ce n'est qu'en fin de vie de l'organisme de titrisation, lors de sa liquidation et s'il existe un excédent (pertes inférieures au montant prévu), que ce dernier sera remboursé au cédant sous forme de boni.

- **garanties complémentaires**

Pour obtenir les meilleurs niveaux de notation, l'établissement bancaire intervient également pour apporter deux niveaux de protection supplémentaires par :

- **la ligne de garantie** qui a pour objet d'absorber les pertes qui dépasseraient la couverture de crédit de premier niveau (surdimensionnement, parts subordonnées...). Le plus souvent, cette ligne représente 10 % du total des émissions du conduit. Elle constitue en quelque sorte les « fonds propres » du conduit et sert à couvrir toute erreur de gestion, risque résiduel ou protection insuffisante sur une opération donnée ;

- **la ligne de liquidité (ou réserve de liquidité, « back up line »)** qui a pour objet de lisser les paiements dans le temps et d'assurer ainsi aux investisseurs qu'ils seront payés en temps et en heure. La nécessité d'une ligne de liquidité se justifie d'une part par l'existence de décalage dans le temps entre les flux générés par les actifs titrisés et les échéances de paiement des BT, d'autre part, par le risque éventuel d'un dysfonctionnement sur le marché des BT qui empêcherait le conduit de procéder à une nouvelle émission pour rembourser les BT déjà émis.

2. Comptabilisation

2.1. Comptes sociaux

Cession de créances

La cession de créances à un organisme de titrisation s'effectue par la simple remise par le cédant d'un bordereau intitulé « acte de cession de créances » largement inspiré du bordereau Dailly.

La titrisation s'analyse donc comme une cession :

- les créances cédées disparaissent du bilan ;
- l'ensemble des frais entraînés par l'opération constitue des charges de l'exercice au cours duquel a lieu l'opération. Selon le Lefebvre comptable, ces charges doivent être enregistrées dans le compte 6616 « Intérêts bancaires et sur opération de financement (escompte,...) ».

Convention de surdimensionnement

La décote constitue, selon le Lefebvre comptable, une perte sur cession à inscrire au compte « 661 intérêts bancaires » par analogie à l'escompte (le boni ne peut être constaté en produits financiers qu'une fois réalisé).

2.2. Comptes consolidés et analyse critique du périmètre de consolidation du cédant

Consolidation des SPV en Normes françaises

Pour les entités ad hoc issues d'opérations de cessions de créances, le maintien (ou la perte) du pouvoir de décision est déterminant pour décider de leur inclusion (ou de leur exclusion) du périmètre de consolidation ; ce critère devant être apprécié en substance.

Ainsi, contrairement aux autres entités ad hoc, la conservation de la majorité des risques et avantages économiques afférents aux créances cédées ne suffit pas pour pouvoir consolider.

Toutefois, la conservation de la majorité des risques et avantages économiques constitue une présomption que le cédant conserve également une partie significative des pouvoirs de décision et contrôle donc en substance l'entité ad hoc. Cette présomption peut être réfutée par la démonstration de l'indépendance de gestion de la société de gestion et l'indépendance financière du fonds commun de titrisation.

Consolidation des SPV en Normes IFRS

Comme en normes françaises, le critère « risques et avantages » n'est pas suffisant pour décider de la consolidation d'un véhicule de titrisation.

Pour permettre la sortie des créances du bilan du cédant, l'opération doit remplir à la fois :

- les critères de décomptabilisation d'un actif financier d'IAS39,
- les critères de non-consolidation d'une entité ad hoc (interprétation SIC12)

Cependant, si l'IAS 39 se réfère à la notion de contrôle pour apprécier la nécessité ou la possibilité de sortie d'un actif financier du bilan, les critères utilisés pour son application font largement appel aux notions de droit aux avantages et d'exposition aux risques pour déterminer l'existence ou non de ce contrôle.

3. Le traitement en analyse financière

La diversité des montages de titrisation rend particulièrement difficile une analyse financière standard des opérations de titrisation. Il semble notamment nécessaire de distinguer entre les montages déconsolidants et ceux qui sont sans effet sur le bilan.

3.1. Les montages non déconsolidants

Dans les montages non déconsolidants, l'opération de titrisation a essentiellement pour effet une modification de la nature de la dette : allègement de l'endettement bancaire au profit d'un recours au marché, allongement de la durée de l'endettement, allègement de la charge d'intérêt...

Aucun retraitement particulier n'est à effectuer.

3.2. Les montages déconsolidants⁹

La titrisation s'apparente à une **opération de financement** : la cession de créances est un moyen pour l'entreprise d'obtenir un financement. L'opération se substitue à la contraction d'une dette financière classique.

L'analyste devra rechercher dans les annexes les informations relatives aux créances mobilisées « décomptabilisées » afin de les réintégrer au niveau de l'analyse des BFR (et éventuellement des délais de crédit accordés aux clients) ainsi qu'au niveau de l'endettement.

⁹ Le principe de la déconsolidation est le suivant : l'entreprise détient des actifs (actions, immeuble, stocks, créances clients) générateurs de trésorerie à échéance plus ou moins rapprochée, qu'elle va céder ou donner en gage contre une rémunération immédiate (tout en conservant la jouissance pour les immobilisations).

Cette approche **vise à :**

- **faciliter l'analyse comparative de deux entreprises ou d'une même entreprise dans le temps.**

En effet, ignorer les effets de la titrisation revient à apprécier la situation d'une entreprise à partir de ratios qui ont été artificiellement améliorés par l'opération. Or, l'amélioration induite sur les ratios peut masquer une situation financière délicate qui transparaîtra dans l'importance de l'endettement après retraitement de la titrisation.

- **mieux cerner les besoins de financement de l'entreprise.**

Sous de nombreux aspects, l'opération de titrisation de créances déconsolidante présente des similitudes avec l'affacturage : les créances et leurs accessoires font l'objet d'un transfert de propriété, l'entreprise est ainsi dégagée de toute responsabilité quant à leur recouvrement.

Dans le cadre de l'affacturage, le factor choisit les créances qu'il accepte. Dans le cadre de la titrisation un mécanisme de protection contre le risque de perte sur créance est mis en place. Dans les deux cas, le financement obtenu par l'entreprise l'est de manière définitive.

La ressemblance entre les deux opérations –à la différence néanmoins non négligeable que l'une concerne essentiellement les petites entreprises et l'autre les grands groupes- semble justifier un traitement similaire, à savoir la réintégration au bilan des créances et de l'endettement qui leur est lié.

Références

- Avis du comité d'urgence du CNC n°2004-D du 13 octobre 2004
- Banque de France, documents et débats N°2 (février 2009)
- Banque de France - Centralisation des risques – cahier des charges (2007)
- La titrisation, collection La vie du droit bancaire et financier Anthemis 2008.
- Francis Lefebvre, Mémento pratique comptable 2016
- Francis Lefebvre, Mémento pratique comptes consolidés 2013
- Vernimmen, Finance d'entreprise 2016
- Lamy, droit du financement 2016