

La titrisation, un mécanisme innovant de diversification des sources de financement

Securitization as an innovative mechanism for diversifying funding sources

LANANI Zineb

Doctorante en Sciences de Gestion

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion, Casablanca

Université Hassan II, Casablanca

Laboratoire de Recherche Prospective en Finance et Gestion

Maroc

zineb.lanani@gmail.com

MOUDINE Chorouk

Enseignant chercheur

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion, Casablanca

Université Hassan II, Casablanca

Laboratoire de Recherche Prospective en Finance et Gestion

Maroc

chourouk_7@yahoo.fr

Date de soumission : 01/08/2021

Date d'acceptation : 21/09/2021

Pour citer cet article :

LANANI. Z & MOUDINE. C (2021) «La titrisation, un mécanisme innovant de diversification des sources de financement», Revue Internationale des Sciences de Gestion « Volume 4 : Numéro 4 » pp : 97 - 116

Résumé

A l'heure actuelle, le marché bancaire subit des transformations profondes en matière des exigences minimales en fonds propres imposées aux institutions financières dans le cadre des accords Bâle. En dépit de ses exigences et de la conjoncture économique, l'accès au financement bancaire devient plus en plus contraignant pour les entreprises ayant un besoin de financement immuable. Nonobstant, la dette obligataire reste un moyen de financement à moindre coût et ne grevant l'émetteur d'aucune garantie, cette solution demeure désormais inaccessible pour les structures dotées d'une faible notoriété sur la place financière.

L'objectif de cet article est d'analyser la pertinence et les potentialités de la titrisation comme une pratique innovante alternative aux sources de financement classiques, qui permet une meilleure maîtrise des coûts au regard des établissements initiateurs, et une couverture complète des risques liés aux investisseurs.

Mots clés : Titrisation ; FPCT ; dette obligataire ; actifs ; risque.

Abstract

Currently, the banking market is undergoing huge changes in the minimum capital requirements imposed on financial institutions under the Basel agreements. Despite this regulations and the economic situation, access to bank financing is becoming more and more restrictive for companies in need of ongoing funding. However, bond debt remains a tool of financing at a lower cost and does not burden the issuer with any guarantee, meanwhile this method of financing remains inaccessible for structures with a low notoriety in the financial market.

The objective of this article is to highlight the potential of securitization as an innovative financing practice for diversifying funding sources, which allow better control of costs on the part of originator institutions, and optimal hedging of investor risks.

Keywords : Securitization; bond debt ; assets; SPV; risk.

Introduction

Le système financier international a connu des mutations spectaculaires, marquées principalement par le développement de nouvelles solutions technologiques qui ont révolutionnées la place financière dans sa globalité. Cette évolution met en exergue des solutions de financement innovantes, et offre aux investisseurs l'opportunité de diversifier leur portefeuille en investissant dans des instruments financiers modernes avec, a priori, un bon compromis entre le rendement et le risque.

Avec l'avènement de la pandémie du Covid 19, l'économie mondiale est en train de se déstabiliser. Entre peur et incertitude sur les marchés financiers, besoin de liquidité flagrant, enjeu de solvabilité des agents économiques, absence de solidarité internationale et mauvaise gestion du risque de crédit. Les répercussions de cette crise sanitaire s'aggravent de plus en plus, et engendrent par conséquent des pressions considérables sur le système économique à un horizon plus large ; ce qui contribue à durcir les conditions d'accès au financement.

D'ailleurs afin de pouvoir financer ses activités, l'entreprise peut obtenir des fonds de plusieurs façons, soit emprunter de l'argent à des banques ou à d'autres prêteurs, soit solliciter les moyens financiers de leurs propriétaires, soit faire un appel public à l'épargne (**K.Benyetho, 2020**). A côté de ces sources de financement classiques, la titrisation offre une solution de financement immédiate pour répondre à la demande des acteurs économiques, sans passer par l'intermédiation bancaire. C'est une source de financement moins coûteuse pour les actionnaires que le financement par dettes (**C.James, 1988**). Elle constitue donc une alternative à l'endettement qui permet une répartition des risques sur les marchés financiers.

En continent européen, l'encours des titres de créance émis par les véhicules financiers effectuant des opérations de titrisation (VFT) de la zone euro a atteint 1 607 milliards d'euros¹ au deuxième trimestre 2021, comparé à 1 406 milliards² au quatrième trimestre 2017. Ainsi, selon les statistiques de l'AMMC³, le total actif des fonds de placement collectifs en titrisation à fin 2020 s'élève à 9,91 milliards de dirhams contre 7,83 milliards de dirhams en 2018.⁴

Dans ce cadre, la titrisation s'avère un essor indéniable pour un financement plus moderne de l'économie marocaine, un support d'investissement attractif pour les investisseurs, et une

¹ Banque Centrale Européenne, communiqué statistique (17 août 2021)

² Banque Centrale Européenne, communiqué de presse (19 février 2018)

³ Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux

⁴ Rapport sur la stabilité financière (2020)

prémisse de dynamisation de la sphère aussi bien économique que boursière notamment dans l'état de crise actuelle.

Tout au long du présent article, nous répondrons à la problématique suivante :

La titrisation s'avère-t-elle une solution de financement innovante et alternative par rapport à la dette obligataire ?

Autrement dit, nous cherchons à l'aide d'une analyse financière, juridique et économique à définir les facteurs d'arbitrage pour qu'une entreprise marocaine privilège le choix de la titrisation au détriment de la dette obligataire.

Ceci nous conduit à formuler les hypothèses suivantes :

-Hypothèse 1 : la titrisation est une solution de financement alternative à la dette obligataire.

-Hypothèse 2 : la titrisation n'est pas une solution de financement alternative à la dette obligataire.

Pour mieux cerner le sujet, nous allons suivre une méthodologie qui traite notre thématique selon trois sections principales :

Nous exposerons, dans un premier lieu, le mécanisme de fonctionnement de la titrisation, son historique d'apparition dans un contexte de crise financière révélant de nombreux conflits d'intérêts. Dans la deuxième section, nous présenterons le cadre juridique, économique et légal du marché de la titrisation au Maroc. En outre, la troisième section exposera une analyse comparative descriptive de deux solutions de financement déployées par la cible de notre étude (groupe x) entre 2019 et 2020 ; soit la dette obligataire et la titrisation des actifs immobiliers.

Enfin, nous présentons un éclairage, encore partiel, de la titrisation comme un montage sécurisé de développement des entreprises, un dispositif emblématique de la gestion du bilan et un fondement de libéralisation du marché financier ; contrairement à la perception négative héritée de la crise des subprimes.

1. La titrisation : terminologie, origine, cadre conceptuel

1.1. Revue de littérature et schéma de fonctionnement

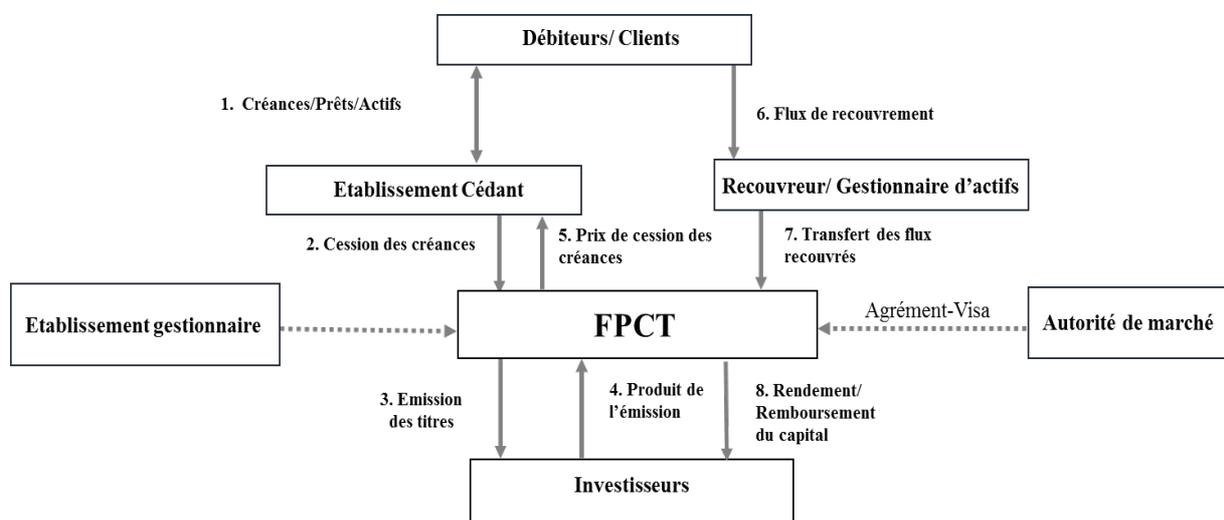
La titrisation peut être définie comme étant « un mécanisme permettant de transformer un ensemble d'actifs, en général des créances non nécessairement matérialisées par des titres négociables et éventuellement destinées initialement à être conservées par le prêteur jusqu'à leur terme, en des titres négociables appelés génériquement ABS, Asset Backed Securities ou Actifs Adossés à des Créances **(T.Granier, 2016)**.

En effet, la titrisation des créances représente un moyen attractif de financement externe souvent préféré aux autres moyens tels que les émissions de nouvelles actions et l'emprunt obligataire grâce aux bénéfices qu'elle offre aussi bien pour le cédant que pour les investisseurs (risque minimum et rendement meilleur) ». **(M.Kolsi, 2006)**. D'ailleurs, plusieurs auteurs suggèrent que le recours à la titrisation permet aux établissements initiateurs de réduire le coût de financement en isolant le risque inhérent aux actifs transférés du risque global du cédant **(Hess et Smith, 1988)**

Bien que la titrisation, comme toute autre transaction d'ingénierie financière, peut être motivée par la recherche de certains objectifs légitimes de la finance d'entreprise, tels que la minimisation du coût de capital et le partage des risques, le manque de transparence inhérent à cet outil pourrait être à l'origine de son utilisation dans l'intention de gérer les résultats **(Dharan, 2003)**. Cette hypothèse reste tout de même réfutée par les études d'**Hervé Stolowy (2002)** qui considère que le reconditionnement des actifs sous forme de titrisation est plutôt une opération à finalité d'habillage du bilan qu'une finalité réelle.

En revanche, la titrisation peut être utilisée comme un montage déconsolidant auquel peuvent recourir certaines organisations pour réduire fictivement leur niveau d'endettement. Cette affirmation est appuyée par les résultats des études menées par **(Dechow et al, 2004)**. D'un autre côté, les scandales financiers (Worldcom, l'Enron, Qwestl...etc.) ont démontré à travers des études empiriques que les sociétés dotées d'un faible mode de gouvernance peuvent recourir à des pratiques comptables frauduleuses basées sur des techniques d'ingénierie financière, telle que la titrisation, pour manipuler les chiffres comptables publiés.

Figure N°1 : Schéma d'une opération de titrisation en droit marocain



Source : Conception personnelle sur la base des données collectées

Tout d'abord, il est important de comprendre le montage financier d'une opération de titrisation avant de pouvoir porter un jugement rationnel sur l'intérêt économique que peut présenter une telle pratique. Le concept est simple, pour initier une opération de titrisation l'établissement initiateur (cédant) ayant un besoin de financement, cède un portefeuille d'actifs éligibles à un Fonds de Placement Collectif en Titrisation (FPCT) moyennant un acte/bordereau de cession. A cet effet, l'arrangeur (trustee) qui a aussi la qualité de l'établissement gestionnaire du fonds, structure et crée à son initiative le FPCT conjointement avec le dépositaire⁵.

Le fonds transforme les actifs transférés par le cédant en des titres négociables sur le marché financier. Ces derniers prenant généralement la forme des parts et des obligations sous différentes tranches. Les investisseurs souscripteurs deviennent donc propriétaires des titres du fonds en contrepartie du versement du produit d'émission. Ce dernier est versé à l'établissement initiateur au paiement d'acquisition des actifs cédés au fonds. Le recoureur, ou le gestionnaire d'actifs dans le cas de la cession des actifs immobiliers, joue le rôle d'un intermédiaire entre le cédant et le fonds en versant sur le compte du fonds à chaque période de recouvrement les flux recouverts des débiteurs. Ces flux servent comme rémunération des titres et remboursement du principal pour les investisseurs.

⁵ Article 4 de la loi 33.06 relative à la titrisation de créances et modifiant et complétant la loi n° 35-94 relative à certains titres de créances négociables. (2013)

L'établissement gestionnaire assure la représentation légale et la gestion du fonds, depuis sa création administrative à sa liquidation effective, et ce conformément à sa documentation juridique préalablement agréée ou visée par l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux, selon la nature de l'opération : appel public à l'épargne ou placement privé auprès des investisseurs qualifiés⁶.

1.2. Avènement de la titrisation

Un bref rappel de la crise financière de 2008, connue par la crise des subprimes, à l'image des prêts hypothécaires, accordés aux ménages américains pour encourager la croissance économique. Les institutions financières ont opté pour une stratégie d'endettement massif auprès des emprunteurs peu solvables et potentiellement risqués. Les crédits sont ainsi débloqués à des taux d'intérêt bas pendant les premières années, mais révisés inéluctablement à la hausse en fonction de la valeur du bien immobilier et la fluctuation du taux directeur.

Face à la non surveillance des conditions d'octroi de crédit et à l'asymétrie d'information portant sur les conditions de remboursement des contractants, les emprunteurs n'étaient plus en mesure de rembourser leur prêt, mettant ainsi leurs biens immobiliers en garantie. Ces derniers qui ont vu leur valeur se dégrader avec l'effondrement du marché immobilier et le financement hypothécaire à 100 %. Encouragés par ces facteurs, les établissements prêteurs se sont orientés à la mise en place du mécanisme de la titrisation comme un moyen d'externalisation et de gestion des crédits à risque.

En effet, cette technique de sauvetage, qu'on estimait efficace à l'époque, allait alléger leur bilan et générer sans doute des plus-values sur la cession desdits actifs sur les marchés financiers. Le montage consistait alors à regrouper les créances titrisés complexes et les répartir en tranches selon la qualité du risque adossé aux sous-jacents. Ensuite, ces créances étaient arrangées en portefeuilles opaques et jumelées entre des créances saines et douteuses ; afin de susciter l'intérêt des investisseurs et déjouer sur l'évaluation produite par les agences de notation.

Par ailleurs, c'est par l'appréhension débridée et mal maîtrisée des techniques de titrisation, qui en était encore à ses balbutiements, que plusieurs entités se sont retrouvées avec des produits financiers sans valeur, indexés sur des actifs toxiques. Au début, ces perturbations étaient essentiellement conscrites aux Etats-Unis, sans plus tarder avec l'effet de la

⁶ Un investisseur qualifié est une personne morale disposant des compétences et moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur valeurs mobilières. La liste des investisseurs qualifiés est fixée par le C.D.V.M.

mondialisation, cette contagion s'est diffusée sous d'autres cieux ; devenant une crise financière et bancaire touchant les systèmes financiers internationaux et créant un véritable marasme financier d'une dimension planétaire.

En analysant ces faits, nous pouvons facilement déduire que la titrisation est un élément central suscitant la survenance de la crise financière, mais ce mécanisme n'est pas le seul principal déclencheur. D'ailleurs, multiples sont les attributs qui ont accentués les effets engendrés par cette crise, en l'occurrence : l'absence de vigilance, de surveillance et de veille des autorités de régulation, le comportement irrationnel des investisseurs, le non-respect des ratios prudentiels bancaires, l'inefficience et l'asymétrie du marché ainsi que le non recours des banques centrales au mécanisme de test de résilience pour identifier les risques d'alerte susceptible d'engendrer une dégradation de l'environnement macro-économique et financier.

2. La titrisation au Maroc : Etat des lieux

2.1. Le cadre juridique de la titrisation au Maroc

Au Maroc, le cadre juridique de la titrisation a vu le jour en 1999, notamment avec la loi n°10-98 relative à la titrisation des créances hypothécaires. Les directives de cette loi avaient comme ultime objectif de favoriser et dynamiser le financement de l'habitat. Une étape préliminaire à l'élaboration d'un cadre juridique prudent et considérablement inspiré de la loi française n° 88-1201 (la loi française du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances) En premier lieu, la nature des actifs éligibles à la titrisation était restreinte qu'aux créances hypothécaires non litigieuses, ne comportant aucun risque de non recouvrement à la date de leur cession ; et dont le remboursement est garanti par une hypothèque de premier rang (Articles 16-17 de la loi n° 10-98 relative à la titrisation de créances hypothécaires).

Il a fallu attendre jusqu'à l'année 2002 pour que le marché de la titrisation voit le jour avec le premier né : le fonds CREDILOG I, arrangé et géré par Maghreb Titrisation. Cette opération pilote initiée par le CIH⁷ pour renflouer sa trésorerie et assainir sa situation financière critique, a porté sur une cession de 500 millions de dirhams de créances détenues par le CIH, soit 9 % de son portefeuille. En effet, la loi n°10-98 fut abrogée en 2008 par la loi n°33-06 relative à la titrisation de créances. Cette loi présentait des barrières concernant les actifs éligibles à une opération de titrisation, ainsi la titrisation synthétique était interdite.

⁷ Crédit Immobilier et Hôtelier

Face à un contexte marqué par des restrictions réglementaires et des contraintes juridiques du côté des investisseurs et des établissements initiateurs. Le nouveau-né de la finance moderne n'était pas doté d'une batterie de textes nécessaires à sa pratique sur le marché financier ; ce qui constituait à l'époque un frein majeur de développement de ce financement structuré. Il a fallu donc un temps considérable pour que le cadre légal et juridique marocain accompagne l'appétit des investisseurs vers la spéculation sur des instruments financiers, sécurisés et plus rentables, et ouvre par conséquent le terrain des opportunités aux établissements initiateurs ; pour un financement par levée de fonds sur le marché financier, au lieu de l'intermédiation bancaire.

Le Maroc a lancé en 2013 un amendement en profondeur de la loi 33-06 régissant le mécanisme de la titrisation au Maroc. La loi n° 119-12 du 05 septembre 2013 a élargi le champ des créances pouvant faire l'objet de titrisation (la titrisation de tout actif, corporel ou incorporel) et a fixé des dispositions relatives à l'introduction de la titrisation islamique. Sur le même sens, la loi n° 33-06 prévoit un élargissement de la liste des types d'établissements qui sont autorisés à pratiquer ce mécanisme de financement.

L'exclusivité de l'établissement initiateur/cédant qui se limitait, en premier lieu, aux établissements de crédit, institutions financières et compagnies d'assurance, s'est propagée pour élargir le périmètre d'exercice aux établissements publics et à l'Etat puis aux organisations privées selon certaines conditions. La diversification des actifs sous-jacents éligibles, et l'ouverture d'accès au financement à un large public, s'avèrent comme un élément structurant pour la libéralisation du marché financier, qui grâce à ses avancés va permettre de répondre aux exigences de différentes catégories d'investisseurs en terme de rendement et de qualité de signature du cédant.

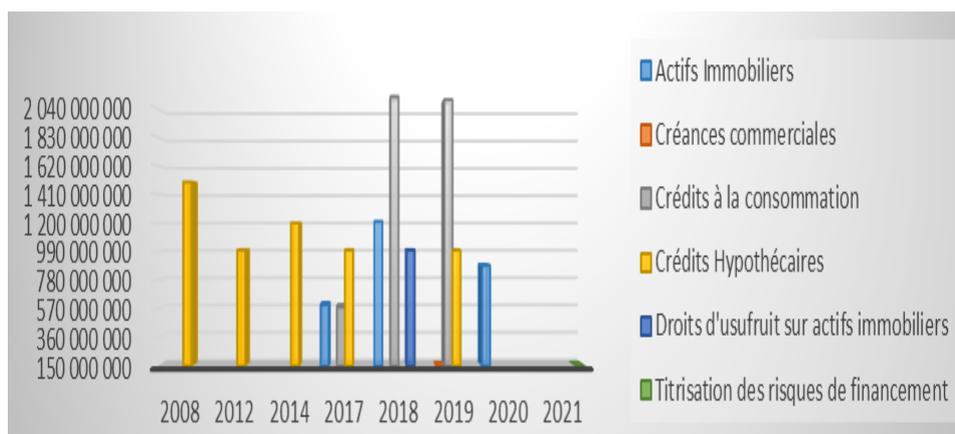
2.2. Le marché marocain de la titrisation en chiffres

A l'heure actuelle, nous pouvons clairement constater que le marché de la titrisation au Maroc connaît une expansion singulière. Une concurrence solide naît, se tisse et se développe entre les sociétés de gestion et arrangeur des fonds créés dans le cadre d'une opération de titrisation. A savoir que le marché abrite au terme de l'année 2020 quatre sociétés de gestion de FPCT : Maghreb-titrisation, Attijari-titrisation, Bmce Capital Titrisation et Sofac Structured Finance.

Distinguées brillamment par des montages diversifiés et innovants touchant une large catégorie d'actifs titrisés. En effet, suite à l'entrée de la première opération de titrisation

synthétique au Maroc en mars 2021, initiée par le Groupe OCP⁸, le montant des émissions des titres a atteint **14,4 milliards de dirhams** en progression de 42% par rapport à l'année 2018. L'actif titrisé s'est ainsi levé à **9,50 milliards de dirhams**⁹ en progression de 25 % par rapport à l'année 2018.

Figure N°2 : Emission des titres FPCT au Maroc au premier trimestre 2021



Source : Construit par les auteurs sur la base des données collectées auprès des sociétés de gestion marocaines

3. Analyse empirique : Etude de Cas Groupe X

3.1. Méthodologie

Tout d'abord, l'entreprise cible (groupe X) est un groupe de sociétés opérant dans le domaine de la grande distribution et le commerce. L'étude de cas porte sur l'analyse et l'arbitrage entre deux moyens de financement diversifiés à savoir : la dette obligataire classique et le financement structuré par le recours à la titrisation des actifs immobiliers. Ces opérations financières ont été mises en place par le groupe X pour financer son cycle d'exploitation et accompagner son expansion stratégique au niveau national et international.

L'approche adoptée pour cette étude est une approche descriptive comparative entre le cadre conceptuel des deux opérations sur le volet financier, juridique et fiscal, afin de mettre en évidence les avantages liés à la pratique de la titrisation comme choix de financement alternative portant un réel intérêt pour le groupe.

La méthodologie que nous avons adoptée dans notre article consiste tout d'abord à collecter les données statistiques et financières auprès de l'établissement initiateur, de l'arrangeur de

⁸ Office Chérifien des Phosphates

⁹ Rapport annuel de l'Autorité Marocaine des Marché de Capitaux. (2019)

l'opération de titrisation et des reportings publiés par l'autorité marocaine des marchés de capitaux. Pour des raisons de confidentialité, nous avons mis la lumière que sur les données autorisées à être diffusées publiquement par les intervenants aux montages financiers. Par ailleurs, nous nous focaliserons principalement sur une analyse qualitative de l'intérêt financier et économique des deux opérations, les risques inhérents à leur pratique, et enfin le coût de financement lié à chaque montage financier.

3.2. Analyse des données

Tout d'abord, nous avons procédé à la comparaison entre les deux choix de financement mis en place par le groupe X sur la même période de référence coïncidant avec la crise sanitaire.

3.2.1 Emission Obligatoire

Afin d'accompagner le développement de l'activité du groupe et d'améliorer sa politique de gestion proactive de la dette, le groupe X a procédé en 2019 à une émission obligatoire par voie d'appel public à l'épargne.

Tableau N°1 : Caractéristiques de l'émission obligatoire

	Obligation 1	Obligation 2	Obligation 3	Obligation 4
Montant de l'émission	750 000 000 MAD			
Date de jouissance	02 décembre 2019			
Taux moyen de sortie	3,40%			
Intérêts	Paiement annuel			
Maturité	5 ans		7 ans	
Prime de risque (Pbs)	110		100	
Remboursement du principal	In fine		Linéaire	
Taux d'intérêt facial (*courbe BDT 52 semaines)	Révisable par an 1 ^{ère} année : 3,40%	Fixe 3,65%	Révisable par an 1 ^{ère} année : 3,30%	Fixe 3,65%

Source : AMMC (Prospectus Emission d'obligations ordinaires, 2019)

3.2.2 Titrisation des actifs immobiliers

En 2020, le groupe X a initié une opération de titrisation des actifs immobiliers. La transaction porte sur la cession de 20 actifs, détenus intégralement par le groupe et respectant les critères d'éligibilité, au profit du fonds de placement en titrisation et moyennant un acte de cession.

Le fonds alors détient la pleine propriété des actifs transférés, qui constitue la principale garantie des porteurs de titres. Par ailleurs, la propriété des actifs est rétrocédée à l'établissement initiateur à l'issue de l'opération. Ainsi, la valeur vénale du pool des actifs est évaluée à 507.000.000 dirhams soit un ratio de couverture à l'émission de 1.18.

Tableau N°2 : Caractéristiques de la titrisation des actifs immobiliers

	Obligation 1	Obligation 2	Parts spécifiques
Montant de l'émission	430 950 000 MAD		
Date de jouissance	02 septembre 2020		
Intérêts	Paiement trimestriel		
Maturité	5 ans		
Prime de risque (Pbs)	Entre 100 et 120 pbs		NA
Remboursement du principal	In fine		
Taux d'intérêt facial (*courbe BDT 52 semaines)	Fixe : 3,06% ; 3.26%	Révisable par an 1 ^{ère} année : 2,68% ; 2,88%	NA

Source : AMMC (Document d'information titrisation d'actifs immobiliers, 2020)

3.3. Résultats

3.3.1 Avantages et intérêt liés au choix de financement

Que ce soit la dette obligataire ou la titrisation, le recours à un de ces moyens de financement répond principalement à un besoin de liquidité pour l'émetteur/le cédant. En effet, de par le souci d'optimisation de la trésorerie ou le financement d'un plan d'investissement, le choix entre les deux mécanismes ressort de la politique stratégique et managerielle de l'entité. Dans notre cas, les deux opérations financières, amène pour le groupe X et les investisseurs un véritable intérêt.

D'après l'analyse financière et économique des données, nous constatons dans un premier lieu que le choix de la dette obligataire fait ressortir des avantages culminants pour le groupe X, dont on peut les présenter comme suit :

- Renforcer le haut du bilan de la société par un reprofilage de sa dette long terme, notamment l'encours de sa dette privée à travers l'émission de nouvelles obligations réservées aux porteurs des obligations existantes ainsi qu'aux nouveaux investisseurs.
- Assurer une levée de fonds sans recours à des sûretés réelles ni garanties aux investisseurs, ce qui a permis à la société d'optimiser le coût du financement.

- Bénéficiaire d'un effet de levier favorable à la rentabilité des fonds propres : le financement partiel des projets en dette permet aux investisseurs en capitaux propres de bénéficier d'un retour sur investissement supérieur et ainsi, améliorer la rentabilité des fonds propres investis.
- Optimiser le coût d'endettement en profitant des fluctuations des taux d'intérêt sur le marché, notamment en période de taux baissiers de la courbe des taux ; ce qui impacte considérablement le coupon versé aux obligations à taux révisable.

Sur le même sens de l'analyse des répercussions du recours au groupe X à la titrisation, nous constatons les avantages suivants :

En effet, , le groupe X a pu se soustraire aux contraintes d'un emprunt bancaire ou obligataire, la sortie des actifs de ses comptes lui a permis d'alléger significativement son bilan avec des actifs moins liquides et d'avoir de nouvelles ressources à travers des sources de financement innovantes sans pour autant augmenter le niveau d'endettement. Ainsi, le recours à des montages financiers divers et innovants confirme l'ambition du groupe à développer sa politique de financement et son positionnement sur le marché financier.

Ensuite, la cession temporaire de ses actifs immobiliers permet au groupe X de rester focalisé sur son cœur de métier qui est la distribution, tout en restant informé sur l'évolution des actifs cédés. Ainsi, le groupe X encaisse une rémunération supplémentaire (commission sur la gestion courante des actifs cédés au FPCT), suite à sa qualité de gestionnaire des actifs.

En revanche, afin d'estimer la qualité des actifs cédés et leur capacité à générer des cash flows nécessaires au remboursement des porteurs de titres (maîtrise du risque de défaut du fonds) ; le groupe X a eu recours à une évaluation des actifs transférés au FPCT selon les normes internationales RICS. A cet effet, le groupe X amende la qualité de sa signature sur le marché et gagne davantage la confiance des acteurs économiques notamment les investissements et institutions financières autant qu'un établissement initiateur solvable.

Du côté de la protection des investisseurs, tout d'abord, le FPCT créé suite à la dite opération de titrisation, répond à un niveau extrêmement maîtrisé de risque. Ceci se confirme par une structuration financière basée sur la méthode des « stress test » simulés sur différents scénarios des conditions économiques extrêmes.

Ainsi, mis à part le compte de réserve qui a été constitué par le cédant (groupe X) comme mécanisme de couverture afin de remédier aux insuffisances des flux générés par les actifs du fonds. Il est judicieux de noter que les actifs sont garantis par un ratio de surdimensionnement

de 1.18 par rapport aux obligations émises, ce qui constitue une véritable garantie pour les investisseurs.

Sur le volet fiscal, le FPCT bénéficie d'une panoplie d'avantages fiscaux et des exonérations, à savoir :

- Exonération droits d'enregistrement et de timbre exigibles sur les actes relatifs à sa constitution, à l'acquisition des actifs cédés par le groupe X, à l'émission et à la cession des titres auprès des investisseurs ainsi que les avenants conclus par le FPCT ;
- Exonération de la taxe professionnelle pour les activités réalisées par le fonds dans le cadre de son objet de constitution ;
- Non-imposition des bénéfices réalisés par le fonds dans le cadre de son objet de constitution : L'impôt sur les sociétés (IS) non applicable pour le FPCT.
- Non application de la retenue à la source pour les intérêts et produits similaires perçus par le fonds.

3.3.2 Analyse des risques inhérents :

S'agissant de la nature juridique de chaque technique financière, il est d'une importance capitale de prendre en considération en amont les facteurs des risques latents, susceptibles d'impacter toute décision de financement ou d'investissement, à la fois du côté du groupe X et des investisseurs que ce soit dans le cadre de la dette obligataire ou la titrisation.

Dans un premier lieu, nous recensons que les deux choix de financement engendrent des risques communs, dont on cite : le risque de liquidité des titres, le risque de taux et le risque d'inflation.

Tout d'abord, l'absence de liquidité sur le marché secondaire pourrait faire fluctuer la valorisation du titre non coté et engendrer une perte substantielle pour les porteurs de titres.

Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt sur le marché peut impacter défavorablement la valeur des titres notamment pour les obligations à taux révisable. D'ailleurs, en période des taux haussiers, la revente des titres avant leur maturité génère en principe des moins-values. Par conséquent, la variation des obligations à taux révisable peut engendrer un coût supplémentaire pour le groupe X, concernant la rémunération des porteurs de ces titres.

Enfin, l'évolution des indicateurs macroéconomiques, notamment la fluctuation des taux d'inflation pourrait impacter le rendement des titres. Il s'agit bien d'une variation importante

où l'évolution de l'inflation devient supérieur au rendement des titres, de même que lorsqu'il s'agit d'un réajustement des taux d'intérêts.

Dans un deuxième lieu, de par les risques communs aux deux méthodes de financement précitées, nous constatons que chaque méthode incombe des risques spécifiques à son montage financier. En effet, le choix de la dette obligataire soumis le groupe X à des risques significatifs qui s'étendent systématiquement aux investisseurs, notamment le risque de défaut du groupe X suite à la détérioration de son activité, ce qui rend l'émetteur dans l'incapacité d'honorer ses engagements contractuels vis-à-vis des détenteurs d'obligations, en termes de rendement ou de remboursement du capital.

Ainsi, les perturbations du secteur d'activité dont lequel opère le groupe X, les crises sociales ou les pandémies ont des répercussions considérables sur la détérioration de la rentabilité économique, ce qui met en enjeu la solvabilité du groupe et sa capacité à payer les sommes dues aux investisseurs.

Concernant les risques inhérents à l'opération de titrisation des actifs immobiliers, nous pouvons les résumer dans les deux points ci-après :

Premièrement, le recours limité aux actifs transférés. En effet, le FPCT dispose dans son actif que des actifs transférés à la date de cession. Le paiement des coupons, le remboursement du capital dû aux investisseurs, et les frais de gestion du fonds sont limités uniquement aux flux générés par les actifs cédés.

Deuxièmement, le risque de liquidité des actifs transférés au fonds qui demeurent des actifs physiques au caractère non fongible et difficilement cessible en cas de défaut du groupe X, contrairement à un actif financier.

3.3.3 Arbitrage et décision financière :

Pour des raisons de confidentialité, le détail du coût-all-in des deux opérations financières n'est malheureusement pas publique. Désormais, afin de réaliser un arbitrage financier relativement rationnel entre les deux sources de financement, nous avons procédé par l'analyse du taux moyen de sortie des deux opérations financières ; sous l'hypothèse que les deux opérations offrent des caractéristiques similaires en terme de spécificités des obligations et du tranching.

En effet, dans l'hypothèse où les souscripteurs de l'emprunt obligataire étaient répartis seulement entre les tranches A et B, ayant la même maturité des obligations du FPCT (cinq ans), et le même degré de séniorité. L'emprunt obligataire est relativement plus coûteux pour

le groupe X avec un taux moyen de sortie de 3,40%, comparé à un taux moyen de 2,97% pour l'ensemble de l'opération de titrisation. Ce qui conduit à dire que la titrisation contribue à une optimisation véritable du coût de financement, comparée à d'autres moyens de financement notamment l'emprunt obligataire.

4. Synthèse des travaux

A la lumière de l'étude de cas présentée ci-haut, il est indéniable que le recours à la titrisation pourrait avoir des potentialités importantes pour certaines sociétés. D'ailleurs, le développement de ce mécanisme sur le système financier marocain a élargi son application à une panoplie d'organisations publiques et privées, qui ont marqué leur introduction sur le marché de la titrisation avec des montages financiers créatifs portant sur des montants d'émission significatifs. En outre, l'existence d'un tranching des titres a permis d'attirer judicieusement une large catégorie d'investisseurs même ceux de petite taille, en leur offrant des instruments financiers à la fois rentables et sécurisés par un arsenal d'attributs de couverture des risques latents.

Selon l'analyse des paramètres d'arbitrage entre la dette obligataire et la titrisation, nous pouvons ressortir que l'adoption de la titrisation comme un moyen de financement n'est nullement un facteur déclencheur de crise, tel que cette pratique a été historiquement appréhendée. D'ailleurs, l'opération de titrisation analysée tout au long du présent article porte preuve. C'est un montage financier qui couvre l'ensemble des aspects des risques financiers et, suscite une surveillance rigoureuse et une veille particulière des autorités de contrôle du marché financier.

La titrisation confirme des potentialités encore plus importantes et attractives que les financements classiques, en l'occurrence la dette obligataire. En fonction de la nature des actifs cédés et l'arrangement de cette opération financière, la titrisation offre une panoplie d'opportunités, dont on peut citer :

- Diversification des sources de financement : la titrisation est un mécanisme innovant qui permet à l'établissement initiateur d'avoir une alternative souvent moins coûteuse à l'emprunt obligataire. Le cédant peut ainsi se créer une excellente notoriété sur le marché financier à travers la notation attribuée au sous-jacent du titre FPCT.
- Gestion du bilan : le cédant évacue de son bilan une partie de ses actifs, ce qui lui permet de refinancer un portefeuille de crédit et redynamiser son activité. Ce montage est communément utilisé par les établissements de crédit pour évacuer de leurs bilans une partie de leurs

créances, et alléger les contraintes prudentiels du ratio de fonds propres tout en générant de la liquidité.

- Rendement élevé avec un risque maîtrisé : conformément à la documentation juridique du fonds, les risques liés aux titres émis par un FPCT sont assurés par une panoplie de mécanismes de couverture à savoir : le surdimensionnement (*over-collateralization*), la subordination (*credit tranching*), le compte de réserve, les garanties intrinsèques des créances et les déclarations de l'établissement initiateur (*related-party-guarantee*) en matière de recouvrement des créances cédées, de communication et de reporting. Ainsi, et en général, ces instruments financiers offrent des niveaux de rendement variés pour les investisseurs selon le seuil du risque supporté, la durée et les stratégies d'investissement déployées.

Conclusion

La titrisation est une technique financière adaptée au choix de financement pour les entreprises cherchant un financement innovant à moindre coût. Une solution adéquate pour se prémunir contre tous les risques éventuels, et dynamiser le marché avec des sources de financement alternatives aux financements classiques. En effet, la titrisation sera d'autant plus favorable à la croissance économique, que l'emprunt obligataire ou le financement bancaire. Un exemple emblématique d'un montage financier sophistiqué pour les entreprises cédantes et pour les investisseurs, représente sans nul doute, une contribution majeure dans l'optimisation de la structure financière des organisations et la dynamisation du marché des capitaux.

Enfin, il est venu le temps pour la titrisation qu'elle soit répandue, familiarisée et pratiquée sur le marché financier marocain. De même, le terrain est favorable pour son évolution, les fondamentaux sont là, les besoins d'investissement et de financement sont imminents. A tout cela s'ajoute un cadre légal, réglementaire et juridique disposant d'un ensemble de dispositifs favorisant une expansion meilleure de cette pratique financière dans un système économique de contrôle rigoureux et d'accompagnement continu, ouvrant de nouvelles opportunités de sauvetage pour l'économie sociale et solidaire face à la conjoncture économique actuelle ; nécessitant de véritables remèdes aux difficultés mises en lumière et engendrées par la pandémie.

Cet article est le premier au niveau marocain s'intéressant à l'étude de la titrisation comme étant un financement alternatif à la dette obligataire. A cet effet, l'apport de notre article réside dans son originalité. Ainsi, notre article présente des limites au niveau

méthodologique, nous avons suivi une approche descriptive basée sur un arbitrage entre deux opérations financières déployées par une seule organisation (groupe X), opérant dans un secteur d'activité bien déterminé, alors que notre échantillon pouvait être étoffé par une liste exhaustive d'organisations de différents secteurs, qui ont réalisé grâce au recours à la titrisation des résultats économiques et financiers significatifs sur le moyen et long terme.

D'un autre côté, nous nous sommes focalisés sur l'étude du cas sur une titrisation classique : la titrisation des actifs immobiliers. En revanche, la titrisation peut être synthétique, ne vise que le transfert du risque financier lié aux actifs concernés, auquel cas les actifs ne sont pas cédés par l'établissement initiateur, mais c'est le risque du sous-jacent qui est transféré. Cette étude ouvre d'autres perspectives de recherche aux chercheurs intéressés par cette thématique notamment le rôle de la titrisation synthétique dans la libéralisation financière et le développement sain et durable de l'économie marocaine.

BIBLIOGRAPHIE

Benyetho et al.(2020) « Financement des PME marocaines nationales et exportatrices : enquête exploratoire», Revue Française d'Economie et de Gestion«Volume1: Numéro 5»pp: 181-204

Blancard. (2008). « La crise des subprimes », Rapports du CAE n° 78

Boustany, Hareth. (2003). « La titrisation des actifs : structurations juridiques et financières sur les marchés émergents. » E.Bruylant,

Clifford Chance. (2013). « La réforme de la loi sur la titrisation : de nouvelles perspectives pour le financement de l'économie au Maroc et en Afrique. »

Dharan, B.D.(2003). « Accruals management with financing and investing transactions». Working paper, Rice University

João PINTO and Paulo ALVE, (2016) « The economics of securitization: evidence from the European markets. », Journal Investment Management and Financial Innovations,

James, C. (1988). «The use of loan sales and standby letters of credit by commercial banks. » Journal of Monetary Economics 22: 395-422.

Jobst A. (2005) «A Theoretical and Empirical Study of Asset Securitisation: Risk Modelling, Security Design and Market Pricing. » Doctoral Dissertation,

Hess, Alan, C., Clifford, W., Smith, Jr. 1988. «Elements of mortgage securitization. » Journal of Real Estate Finance and Economics 1: 331-346

Kolsi, M.C. 2006. «The Interaction between Accruals Management and Financial Engineering with Special Purpose Entities. »The Journal of Human Resource Costing and Accounting, 10, n°2: 72-91.

Barneto Pascal, (2019) « Variations autour des PME et des entreprises de taille intermédiaire », EMS Editions,

Patrick ARTUS, Jean-Paul Betbeze, Christian de Boissieu , Gunther Capelle-Blancard ,(2008) « La crise des subprimes » , Rapports du CAE n° 78

Philippe DUCOS, (1989) «Conséquences économiques de la titrisation », Revue d'économie financière,

R. Portrait et P. Poncet, (2014) « Finance de marché », Dalloz,

Stolowy, H. 2000. « Comptabilité Créative. » Revue Comptabilité-Contrôle-Audit, Editions Economica: 157-178

Granier, Thierry Corynne JAFFEUX(1997) « La titrisation : aspects juridiques et financiers»,Economica

WEBOGRAPHIE

Banque Centrale Européenne, communiqué de presse (19 février 2018), consulté le 08/08/2021 sur le site (https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communique-de-presse-bce_2018-02-19_la-bce-donne-instruction-au-superviseur-letton-d-imposer-un-moratoire-a-la-banque-ablv)

Banque Centrale Européenne, communiqué statistique (17 août 2021), consulté le 01/09/2021 sur le site (https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communique-de-presse-bce_2021-08-17_statistiques-relatives-aux-vehicules-financiers-effectuant-des-operations-de-titrisation-vft-de-la-zone-euro-deuxieme-trimestre-2021.pdf)

Rapports annuels AMMC (de 2007 à 2019), consulté le 27/07/2021 sur le site (<https://www.ammc.ma/fr/rapports-annuel>)

Rapport sur la stabilité financière (2020), consulté le 20/08/2021 sur le site (https://www.acaps.ma/sites/default/files/publication_documents/rsf_no8_exercice_2020.pdf)

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 (2013), consulté le 15/07/2021 sur le site (https://ribh.files.wordpress.com/2013/03/loi_titrisation-33-06.pdf)