

SÉNAT

PREMIÈRE SESSION ORDINAIRE DE 1988-1989

Annexe au procès-verbal de la séance du 15 novembre 1988.

AVIS

PRÉSENTÉ

au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation, (1) sur le projet de loi relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et aux fonds communs de créances (URGENCE DÉCLARÉE).

Par M. Jacques OUDIN,

Sénateur.

(1) Cette commission est composée de : MM. Christian Poncelet, président ; Geoffroy de Montalembert, vice-président d'honneur ; Jean Cluzel, Jacques Descours Desacres, Tony Larue, Joseph Raybaud, vice-présidents ; MM. Emmanuel Hamel, Modeste Legouez, Louis Perrein, Robert Vizet, secrétaires ; M. Maurice Blin, rapporteur général ; MM. René Ballayer, Stéphane Bonduel, Raymond Bourguine, Ernest Cartigny, Roger Chinaud, Maurice Couve de Murville, Pierre Croze, Gérard Delfau, Jacques Delong, Marcel Fortier, André Fosset, Mme Paulette Fost, MM. Jean Francou, Henri Goetschy, Georges Lombard, Paul Loidant, Roland du Luart, Michel Manet, Jean-Pierre Masseret, Josy Moinet, René Monory, Lucien Neuwirth, Jacques Oudin, Bernard Pellarin, Jean-François Pintat, Mlle Irma Rapuzzi, MM. René Regnault, Henri Torre, André-Georges Voisin.

Voir les numéros :

Sénat : 28 et 85 (1988-1989).

Marchés financiers.

SOMMAIRE

	Pages
Avant-Propos	3
EXPOSÉ GÉNÉRAL	6
I. — L'ÉVOLUTION RÉCENTE DU SYSTÈME FINANCIER FRANÇAIS REND-ELLE INDISPENSABLE L'INTRODUCTION DE LA « TITRISATION » ?	6
A. — Rappel de quelques évolutions récentes	6
1. « Décloisonnement », « marchandisation », « désintermédiation »	6
2. Accroissement de la contrainte extérieure et du risque financier	10
B. — Utilité et risques d'un mécanisme de « titrisation »	12
1. La titrisation vise-t-elle à « alléger » des bilans ou traduit-elle l'incapacité d'augmenter les fonds propres ?	13
2. Une possibilité nouvelle de refinancement saine ou inflationniste ?	16
3. Une meilleure utilisation des possibilités offertes par le marché ou un risque pour les épargnants ?	19
4. Vers un abaissement du coût du crédit ?	21
II. — ANALYSE DES MÉCANISMES DE LA « TITRISATION »	23
A. — Les options possibles	23
1. Les mécanismes juridiques utilisables pour la titrisation	23
2. Les exemples étrangers	26
B. — Les options retenues par le projet de loi	27
1. Les modalités de cession des créances	27
2. La structure du fonds commun de créances	28
3. L'activité du fonds commun de créances	30
COMMENTAIRE DES ARTICLES	32
<i>Article 24 : Statut du fonds commun de créances et modalités de cession des créances</i>	<i>32</i>
<i>Articles additionnels après l'article 24 : Protection des épargnants</i>	<i>40</i>
<i>Article additionnel avant l'article 25 : Protection des débiteurs</i>	<i>43</i>
<i>Article 25 : Constitution et règlement du fonds commun de créances</i>	<i>45</i>
<i>Articles additionnels après l'article 25 et article 26 : Application de certaines dispositions destinées aux O.P.C.V.M.</i>	<i>49</i>
<i>Article 27 : Liquidation du fonds commun de créances</i>	<i>53</i>
<i>Article 28 : Dispositions fiscales</i>	<i>54</i>
EXAMEN EN COMMISSION	60

AVANT-PROPOS

Mesdames, Messieurs,

Le projet de loi relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et aux fonds communs de créances a été déposé le 12 octobre 1988 sur le bureau du Sénat. Ce projet de loi, qui comprend quatre chapitres et trente et un articles, a deux objets principaux : d'une part, la mise en conformité de la législation française relative aux organismes de placements collectifs en valeurs mobilières avec la directive adoptée à ce propos le 20 décembre 1985 par le conseil des ministres de la Communauté européenne ; d'autre part, l'introduction dans notre pays d'un mécanisme déjà mis en oeuvre dans les pays anglo-saxons et dénommé "titrisation des créances bancaires". Les dispositions du projet traitant de ce mécanisme figurent dans le chapitre IV de celui-ci, intitulé "Du fonds commun de créances".

Votre Commission des Lois a été saisie au fond de l'ensemble de ce texte, dont la finalité est principalement juridique. Il était nécessaire, cependant, que votre Commission des Finances intervînt à propos du chapitre IV, dans la mesure où ses dispositions sont susceptibles d'avoir un impact direct sur les circuits de financement de l'économie française et relèvent donc de son champ de compétence.

S'en remettant entièrement à la Commission saisie au fond pour l'analyse des trois premiers chapitres du projet (articles 1 à 23), votre Commission des Finances ne s'est donc saisie pour avis que des articles 24 à 31, qui composent le chapitre IV.

La "titrisation des créances bancaires", dont l'examen formera ainsi la matière de cet avis, peut, en première approche, être définie comme la cession, par un établissement de crédit, de créances figurant à l'actif de son bilan et constituant la contrepartie de crédits accordés à des entreprises ou à des particuliers. Cette cession, par ailleurs, ne s'effectue pas au profit

d'un autre établissement de crédit mais à celui d'un agent non financier ; il s'agit donc de faire appel à un mécanisme de marché, par lequel les agents économiques achètent des créances détenues par le système bancaire, ces créances acquérant ainsi la qualité de "titres", c'est-à-dire de droits incorporels négociables.

La titrisation est de ce fait un dispositif par lequel des établissements de crédit se voient conférer la possibilité de céder à des agents non financiers des créances figurant à leur actif. Ce dispositif est dérogoratoire à la législation actuelle, pour deux motifs : en premier lieu, un règlement du Comité de la réglementation bancaire, pris en application de la loi du 24 janvier 1984, dite "loi bancaire" ne permet aux établissements de crédit de céder leurs créances qu'à d'autres établissements de crédit ; en second lieu, les créances de nature civile - c'est-à-dire, notamment, toutes les créances sur les particuliers - ne peuvent, en vertu de l'article 1690 du Code civil, être transmises que selon des modalités lourdes et complexes.

En première approche, le projet de loi met en oeuvre une procédure dont le cheminement est le suivant :

- un établissement bancaire, qui a effectué un crédit au profit d'un particulier ou d'une entreprise, souhaite céder la créance qu'il a, à ce titre, inscrit à l'actif de son bilan ;
- il crée, à cet effet, un fonds commun de créances, auquel il cède la créance, sans avoir besoin, s'il s'agit d'une créance civile, de signifier au débiteur cédé cette cession par exploit d'huissier ou de recueillir son consentement par acte authentique (formalités en principe requises par l'article 1690 du Code civil) ;
- le fonds commun de créances, dans le même temps, émet un titre négociable, présentant des caractéristiques équivalentes à la créance qu'il a acquise (échéances d'amortissement et montant notamment) ; ce titre est souscrit par un agent non financier ;
- à l'actif de la banque cédante figurent donc, à l'issue du processus de titrisation, non plus une créance, mais des disponibilités monétaires ; le bilan du fonds commun de créances, pour sa part, comporte à son actif la créance cédée et à son passif le titre négociable émis dans le public ;

- ultérieurement, le fonds commun de créances encaisse les intérêts et les remboursements versés par le débiteur du crédit initial (dont la gestion peut, le cas échéant, demeurer le fait de l'établissement bancaire cédant) et les utilise pour rémunérer le porteur du titre négociable inscrit à son passif ;
- lorsque la créance cédée est intégralement remboursée, le fonds commun de créances est liquidé ; l'amortissement du titre négociable émis dans le public est nécessairement concomitant à ce remboursement intégral, puisque ses caractéristiques sont similaires à celles de la créance cédée.

Naturellement, une telle procédure ne saurait être mise en oeuvre pour la cession d'une seule créance ; en réalité, les cessions s'effectueront par "paquets" de créances, divers titres négociables devant alors être émis pour "couvrir" l'ensemble des échéances d'amortissement des créances titrisées.

Ce mécanisme permet ainsi le refinancement des créances détenues par le système bancaire par appel à l'épargne du public, ce refinancement se traduisant lui-même par "l'allègement" du bilan bancaire, dont certains actifs générateurs de risques (de remboursement anticipé, de défaillance du débiteur, etc...) ont été soustraits. La titrisation introduit donc des mécanismes de marché dans un domaine où le financement intégral par les intermédiaires bancaires était la règle quasi exclusive.

De ce fait, le projet de loi qui nous est soumis s'inscrit dans la logique de l'évolution que connaissent, depuis bientôt une décennie, les circuits de financement de l'économie française ; un bref rappel de cette évolution conduira votre rapporteur à s'interroger sur l'opportunité des principes contenus dans ce projet de loi (I), avant de procéder à l'examen de ses modalités, de ses implications et aussi de ses risques concrets (II).

EXPOSE GENERAL

I - L'EVOLUTION RECENTE DU SYSTEME FINANCIER FRANCAIS REND-ELLE INDISPENSABLE L'INTRODUCTION D'UN DISPOSITIF PERMETTANT LA "TITRISATION" ?

A. RAPPEL DE QUELQUES EVOLUTIONS RECENTES

Les mutations intervenues depuis cinq ans dans les différents circuits de financement de l'économie française sont désormais bien connues ; leurs implications, leurs avantages, leurs dangers ont fait l'objet d'analyses nombreuses. Dès 1985, votre Commission des Finances avait d'ailleurs longuement étudié tant la modernisation des structures du marché que les conséquences probables de l'introduction des billets de trésorerie (1).

Votre rapporteur n'évoquera donc que les évolutions plus particulièrement nécessaires à la perception de l'utilité de la mise en oeuvre de la "titrisation". Ces évolutions sont de deux ordres : le recours accru aux mécanismes de marché d'une part, la recrudescence du risque financier, d'autre part.

1) "Décloisonnement", "marchéisation", "désintermédiation"

Ces trois néologismes aux allures ésotériques et amphigouriques désignent une profonde évolution intervenue progressivement lors de la dernière décennie, dont la compréhension suppose le rappel des mécanismes qui prévalaient antérieurement.

(1) Avis et avis supplémentaire présentés par M. André Fosset sur le projet de loi relatif aux valeurs mobilières (Sénat, n° 51 et n° 88, 1985-1986).

a) L'économie de financements administrés

Pour caractériser le type de système financier dont la France fut dotée de 1945 jusqu'à la fin des années soixante-dix, l'expression "d'économie d'endettement" fut la plus souvent utilisée. Récemment, à la suite du rapport du groupe de travail présidé par M. Philippe Lagayette (rapport sur les perspectives du financement de l'économie française, mai 1987), les termes "économie de financements administrés" semblent lui avoir été préférés.

Quelle que soit la terminologie retenue, le système financier a présenté pendant plus de trente ans les spécificités suivantes :

- faible développement du marché des titres longs (actions et obligations) et insuffisance de l'autofinancement des entreprises,
- octroi, à divers circuits de financement, de privilèges institutionnels, débouchant sur une forte emprise d'établissements tel le Crédit agricole ou le réseau de la Caisse des dépôts sur la collecte des dépôts d'épargne liquide ou de ressources à vue,
- rigidité générale des taux d'intérêt, en raison d'une part du dirigisme des pouvoirs publics quant à l'orientation des flux financiers et, d'autre part, de la vulnérabilité des réseaux financiers non privilégiés à toute fluctuation trop prononcée de ces taux d'intérêt.

Dans ce cadre, le "bouclage" du circuit de financement de l'économie s'effectuait par une création monétaire abondante par les établissements bancaires, qui assuraient en outre une transformation substantielle des échéances, puisque leurs ressources étaient à très court terme et leurs emplois à long terme. Création monétaire et transformation étaient indispensables pour financer les investissements nécessaires à la croissance, puisque les émissions de titres longs et l'autofinancement des entreprises étaient insuffisants pour ce faire. Grâce à la préférence pour la liquidité dont témoignaient les ménages, les établissements financiers disposaient "in fine"

de ressources d'épargne liquide équivalentes à la quantité de monnaie créée, sans tensions excessives.

L'expression d'économie d'endettement a donc été appliquée à ce système caractérisé par l'endettement généralisé des acteurs économiques auprès du système bancaire, lui-même endetté auprès de la Banque de France qui lui assurait un refinancement quasi-automatique. La notion d'économie de financements administrés paraît tout aussi pertinente, puisque la régulation par les taux d'intérêt était à la fois inefficace (du fait de l'importance des circuits privilégiés, pour lesquels les taux étaient relativement rigides) et non envisagée, toute augmentation trop brutale pouvant mettre en péril la croissance. En outre, la vulnérabilité des banques commerciales, étroitement dépendantes des refinancements consentis par l'institut d'émission, excluait le recours à une telle solution. Afin d'éviter de trop fortes tensions inflationnistes, l'encadrement du crédit permettait cependant de pallier la relative inertie des taux, mais il était mis en oeuvre, selon le rapport du groupe de travail présidé par M. Philippe Lagayette, de manière le plus souvent "permissive".

b) Le développement des mécanismes de marché

Diverses tentatives ont été effectuées, à compter du milieu des années soixante, pour briser la logique du système décrit ci-dessus. La réforme du marché monétaire en 1971 est la plus notable de ces tentatives.

En 1978, dans un contexte marqué par le rapport du groupe de travail présidé par M. Jacques Mayoux, qui préconisait le "décloisonnement des circuits financiers", c'est-à-dire la mise en concurrence des différents réseaux et la suppression de leurs privilèges, devait s'amorcer la promotion des mécanismes de marché dans le financement de l'économie française ; outre la "banalisation" progressive des réseaux, le développement du marché financier constituait un signe de cette promotion.

Les étapes ultérieures ont été marquées par :

- l'extinction progressive des prêts bonifiés (1984, 1985, 1986),
- le gonflement des émissions et des transactions sur le marché des actions et, surtout, des obligations,

- la modernisation institutionnelle de ces marchés, non encore achevée à ce jour,
- la très forte contribution des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (SICAV et fonds communs de placements) à ce développement du marché financier.

L'ensemble de ces mutations favorisait la "finance directe", c'est-à-dire la mise en contact par le simple jeu d'un marché des emprunteurs de capitaux et des épargnants. La création de nouveaux produits financiers a encore accentué cette "marchéisation" des financements.

Parmi ces nouveaux produits, les billets de trésorerie, introduits en décembre 1985, doivent être plus particulièrement mentionnés. Ces billets, d'une valeur nominale de 5 millions de francs récemment abaissée à un million de francs, permettent aux entreprises de s'adresser directement aux épargnants (essentiellement par l'intermédiaire des SICAV et fonds communs de placements), pour financer leurs besoins de trésorerie, rôle traditionnellement dévolu aux banques. L'échéance courte de ces billets convient en effet parfaitement à cet usage, puisqu'elle est comprise entre dix jours et sept ans.

Dans ce cadre général, la régulation de la création monétaire et de l'ensemble des flux financiers peut, en principe, s'effectuer par des variations des taux prévalant sur le marché monétaire, impulsées par la Banque de France. La mise en concurrence des réseaux, conjuguée à la création de titres courts (billets de trésorerie, certificats de dépôts et bons du trésor négociables) qui favorise la transmission au marché financier des variations de taux initiées sur le marché monétaire rend possible ce type de régulation.

Une telle évolution était probablement devenue indispensable du fait de l'internationalisation des marchés de capitaux ; cette internationalisation a elle-même accru le risque financier.

2) L'accroissement du risque financier et de la contrainte extérieure financière

Les mutations récemment intervenues dans le système monétaire et financier français font l'objet de deux types d'explication :

- explication liée à l'augmentation des besoins de financement de l'Etat et de l'ensemble du secteur public ; désireux de financer le déficit budgétaire sans création monétaire susceptible de raviver l'inflation, les pouvoirs publics auraient été conduits à favoriser le développement quantitatif des marchés et, par voie de conséquence, l'amélioration de leur cadre institutionnel (1) ;
- explication fondée sur la contrainte extérieure, celle-ci se manifestant de deux manières différentes :
 - . par la volatilité internationale des capitaux, susceptible d'entraîner des fluctuations importantes du taux de change du franc,
 - . par la nécessité, pour la place financière de Paris, de faire face à la concurrence des autres places d'importance mondiale.

Tant pour préserver la tenue de notre monnaie sur les marchés des changes que pour assurer le maintien et le développement des activités financières en France, il était donc nécessaire de doter notre pays d'une gamme d'instruments financiers comparable à celles dont disposent les intervenants opérant sur d'autres places.

Ces deux types d'explication ne sont pas incompatibles et apparaissent l'un comme l'autre valides : c'est parce qu'ils souhaitaient répondre de manière adéquate à la contrainte extérieure que les pouvoirs publics français ont organisé la

(1) Voir notamment, à ce propos, l'avis déjà cité de M. André Fosset sur le projet de loi relatif aux valeurs mobilières et l'article de M. Christian de Boissieu "Les innovations financières en France" in la revue d'économie politique, 1986 n° 5.

déréglementation du système financier français, mais c'est également en raison de l'accroissement du besoin de financement du secteur public que cette déréglementation a pu s'effectuer de manière aussi rapide.

Dans ce cadre général, la hausse des taux d'intérêt américains, intervenue à la fin des années soixante-dix, s'est rapidement répercutée dans les autres pays. Les autorités monétaires françaises, désireuses d'éviter une trop forte dégradation de la parité entre le franc et le dollar et tenues au maintien de la parité entre le franc et le mark ont donc élevé les taux d'intérêt pratiqués sur le marché monétaire, cette élévation conduisant tout naturellement à la suppression de l'économie de financements administrés, devenue inacceptable dans un contexte de taux d'intérêts élevés.

Cette liaison désormais étroite entre le système financier français et les flux financiers mondiaux, combinée à la prépondérance aujourd'hui avérée du jeu des marchés de capitaux dans l'allocation des ressources, s'est traduite par l'aggravation du risque financier.

Risques de taux, en premier lieu. La volatilité des taux d'intérêt peut conduire à une dépréciation rapide des portefeuilles d'obligations à taux fixes détenus par les agents économiques, peut bouleverser le calcul économique de ces agents et peut, enfin, obérer la situation des institutions financières dont les ressources sont, pour partie, à taux variable.

Risques liés à la concurrence entre établissements de crédits, en second lieu. La concurrence internationale implique, notamment, de doter les banques françaises de moyens identiques à ceux dont disposent leurs homologues étrangères et de les inciter à imprimer à leurs bilans des structures similaires.

Risques, enfin, découlant de la propagation rapide d'événements boursiers ou monétaires survenus à l'étranger, comme l'a démontré la crise d'octobre 1987.

Face à ces risques, diverses réponses ont été apportées : création du marché à terme d'instruments financiers, destiné à la couverture du risque de taux ; mise en place, avec la loi du 24 juin 1987 sur l'épargne, d'un mécanisme de prêts de titres permettant de faire face à la concurrence des places anglo-saxonnes, etc...

Ces innovations peuvent d'ailleurs être elles-même sources de risques considérables, ce qui n'infirme pas le principe de leur opportunité.

Dans ce contexte général, l'introduction en France de la titrisation apparaît à la fois opportune et source de dangers.

B. UTILITE ET DANGERS D'UN MECANISME DE TITRISATION

D'un strict point de vue théorique, l'introduction en France de la possibilité de "titriser" des créances figurant à l'actif du système bancaire peut paraître séduisante. Toutefois, chacun des arguments utilisés pour justifier une telle introduction peut faire l'objet de critiques et être partiellement réfuté.

Utile pour favoriser "l'allègement" du bilan des établissements de crédits, elle risque également de n'être qu'un palliatif permettant de retarder l'indispensable augmentation des fonds propres de ces établissements ; opportune car développant leur possibilité de refinancement et accroissant la fluidité des marchés de capitaux, elle pourrait se révéler inflationniste ; apparemment libérale, parce qu'autorisant la prise en charge, dans un climat de concurrence, de fonctions aujourd'hui assumées par le seul système bancaire par différents intervenants, elle est tenue par certains pour dangereuse, tant pour les épargnants que pour le bon fonctionnement du système financier ; susceptible, enfin, de permettre une diminution du coût du crédit, elle apparaît cependant comme une voie par trop subtile pour résorber des excès qui tiennent à l'insuffisante productivité de notre système bancaire et de notre économie tout entière.

On peut, en outre et plus prosaïquement, s'interroger sur les motifs pour lesquels de telles dispositions ont été proposées si rapidement au Parlement ; la notion de titrisation n'est évoquée dans la presse financière spécialisée que depuis 1986 et de manière très intermittente. En outre, le projet de loi est, à quelques égards, mal conçu.

1) La titrisation vise-t-elle à "l'allègement" des bilans ou traduit-elle l'incapacité d'augmenter les fonds propres ?

o L'activité des établissements de crédit fait l'objet d'une surveillance attentive des pouvoirs publics. Comme l'indique M. Jean-Jacques Burgard (1), cette attention a deux motifs principaux : d'une part les banques gèrent des dépôts constitués par le public et toute défaillance bancaire ébranle la confiance du public ; d'autre part, la création de monnaie a un impact évident sur la conjoncture et interfère donc avec la politique économique.

Cette surveillance des pouvoirs publics s'exerce par l'ensemble des moyens d'action de la politique monétaire (réserves obligatoires, etc...) et par l'édiction de normes dites prudentielles, qui limitent les possibilités d'évolution de certains postes du bilan des banques en fonction du niveau atteint par d'autres postes.

Parmi ces normes prudentielles, les ratios de risques entretiennent une relation étroite avec les possibilités nouvelles ouvertes par la titrisation. L'un de ces ratios, dénommé rapport de couverture des risques, établit en effet une liaison entre le montant des fonds propres de la banque et le montant des créances qui figurent à son bilan ; ces créances impliquant un risque de non-remboursement par leur débiteur en cas d'insolvabilité, le ratio minimal de couverture des risques requiert qu'elles soient, pour partie, couvertes par les fonds propres dont dispose la banque qui les a émises.

o Pour favoriser le respect de ce ratio par les établissements bancaires, la titrisation serait donc un instrument particulièrement adapté, puisqu'elle permet à ceux-ci de soustraire des créances de leur bilan et de confier à d'autres le soin de les porter. En favorisant "l'allègement" du dénominateur du ratio, elle évite ainsi l'obligation d'accroître le montant de son numérateur, c'est-à-dire les fonds propres, qu'il peut être difficile, le cas échéant, d'augmenter.

(1) La banque en France, presses de la FNSP et éditions Dalloz, 1988.

La solution de la titrisation paraît ainsi particulièrement utile aux banques françaises, dont le niveau de fonds propres est structurellement insuffisant par rapport à celui des banques étrangères et qui vont, en outre, à brève échéance, être confrontées à une forte augmentation du ratio de couverture des risques.

o En 1985, la structure du bilan des grandes banques commerciales était, dans différents pays de l'OCDE, la suivante (1) :

(En pourcentage du total du bilan.)

	Allemagne	États-Unis	France	Japon	Royaume-Uni
Capitaux propres	4,4	5,4	1,9	2	3,6
Prêts interbancaires	26	7	40	19	24
Prêts à la clientèle	54	65	43	53	60
Portefeuilles de valeurs mobilières	14	13	3	11	5

Le trait caractéristique de ce tableau comparatif est la faiblesse de la part des fonds propres des banques commerciales françaises ; les prêts à la clientèle, sources du risque de non-remboursement, sont toutefois d'un niveau également plus modeste qu'à l'étranger.

Certes, depuis 1979, un effort important d'augmentation des fonds propres a été opéré ; les banques françaises n'en demeurent pas moins mal armées face à leurs concurrentes étrangères.

En 1987 (2), les fonds propres des banques ne représentent encore que 2,24 % du total de leurs ressources, contre 2,1 % en 1986 ; pour les institutions financières spécialisées, particulièrement concernées par la titrisation, ce chiffre n'est que de 1,85 % ; il est, toutefois, légèrement plus favorable lorsqu'on considère l'ensemble des établissements de crédits (3,19 %).

(1) Source : OCDE, citée dans le bulletin mensuel du Centre d'information sur l'épargne et le crédit, février 1988.

(2) Source : rapport pour 1987 de la commission bancaire.

o Or, la "contrainte de fonds propres" devrait être à brève échéance considérablement renforcée pour les établissements de crédit.

Le ratio de couverture des risques est, depuis 1982, de 5 % ; les capitaux propres doivent donc être au moins égaux à un vingtième des créances figurant à l'actif du bilan. Ces créances ne sont toutefois pas systématiquement comptabilisées, pour le calcul de ce ratio, à leur valeur inscrite au bilan. Ainsi, les créances garanties par une hypothèque sont retenues pour 75 % de leur valeur de bilan et les créances sur d'autres établissements de crédits - particulièrement importantes en France - pour 20 % de cette valeur seulement. Ces créances sont en effet présumées représenter un risque moindre que les autres.

D'ici à 1992, ce ratio devrait être porté à 8 %. Un groupe de travail constitué sous l'égide de la Banque des règlements internationaux et présidé par M. Cooke, sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre a en effet adopté une recommandation en ce sens. Cette recommandation devrait être reprise dans une directive de la Communauté européenne et donc s'imposer à terme aux banques françaises.

L'une des finalités du dispositif de titrisation est ainsi probablement d'aider les établissements de crédit à être à même de respecter ce ratio. S'agit-il, pour autant, d'une panacée ?

o La réponse à cette question ne peut être que mitigée ; l'opinion de votre rapporteur est que le seul moyen sain de financement d'entreprises bancaires est, en ultime ressort, le développement des fonds propres. Celui-ci suppose en effet un effort de productivité du système bancaire, dans la mesure où toute augmentation des fonds propres exige une rémunération de ceux qui les apportent.

Dans ce contexte, le secteur bancaire français, composé encore principalement d'entreprises publiques, paraît singulièrement mal armé ; l'Etat actionnaire n'accorde guère de dotations en capital aux banques nationalisées et ponctionne en revanche les bénéfices réalisés par celles-ci, selon des modalités empiriques conciliant les besoins de financement du budget et la nécessité de permettre aux banques de mettre en réserve une fraction suffisante de ces bénéfices. En 1989, les dividendes versés par l'ensemble des institutions financières, y compris, il est vrai, la Banque de France, (ligne 110 du budget de l'Etat) devraient ainsi augmenter de 15 %.

L'augmentation des fonds propres, dans ces conditions, suppose parfois des montages complexes, faisant intervenir des titres hybrides, tels les titres subordonnés à durée indéterminée (obligations perpétuelles remboursables à la seule initiative de l'émetteur), qui ne constituent probablement pas la réponse la plus adéquate.

2) Une possibilité de refinancement saine ou inflationniste ?

o Les banques ont aujourd'hui deux possibilités pour mobiliser les créances qu'elles détiennent : la cession, sur le marché monétaire, des créances à caractère commercial ou sur l'Etat (bons du trésor), la cession, sur le marché hypothécaire, des créances garanties par une hypothèque. Avant d'indiquer l'impact qu'aura la possibilité de refinancer tous les types de créances figurant à l'actif du système bancaire par appel à l'épargne du public, offerte par le projet de loi, il convient d'évoquer brièvement la structure du marché hypothécaire et le déclin de celui-ci.

o Les créances assorties d'une hypothèque présentent des garanties particulièrement fortes. Grâce à cette sécurité, un mécanisme de refinancement de ces créances a pu, en dépit de leur caractère civil, être mis en place en 1966. Le marché hypothécaire, placé sous la tutelle du Crédit foncier de France, remplit cette fonction ; il s'agit d'un marché réservé aux établissements de crédit, sur lequel circulent des billets représentatifs des créances hypothécaires mobilisées : celles-ci n'ont donc pas vocation à sortir du bilan de l'établissement qui se refinance.

Le marché hypothécaire connaît actuellement un déclin, dû à la fois à des motifs conjoncturels et à l'action des pouvoirs publics. Parmi les motifs conjoncturels, il convient principalement de relever, en 1987, d'importants mouvements de remboursements anticipés des billets émis antérieurement, qui ont amputé la substance du marché secondaire. L'intervention des pouvoirs publics s'est, pour sa part, manifestée en 1985, année où les SICAV et fonds communs de placements n'ont plus

eu accès au marché hypothécaire : une partie des prêteurs primaires ont ainsi disparu.

Cette intervention des pouvoirs publics tendait à remédier au caractère peu sain de ce marché, qui permettait le refinancement de crédits à très long terme par des ressources à court terme, puisqu'il s'agissait d'un compartiment du marché monétaire. Parallèlement a d'ailleurs été créée la Caisse de refinancement hypothécaire, dont l'objet est également de refinancer des créances hypothécaires, mais par des fonds collectés sur le marché obligataire. La Caisse de refinancement hypothécaire a donc permis l'instauration d'un mécanisme voisin de la titrisation ; il s'agit cependant d'une titrisation imparfaite, car la Caisse n'acquiert pas les créances hypothécaires elles-mêmes, mais des billets représentatifs de ces créances, selon le même principe que celui en vigueur sur le marché hypothécaire. La Caisse autonome de refinancement, émanation de la Caisse des Dépôts et Consignations créée en juillet 1987, fonctionne selon un principe similaire et a pour objet le refinancement, par appel au marché, des prêts au logement social.

La titrisation devrait donc compléter ce dispositif de refinancement des crédits au logement, et constituera une ressource nouvelle particulièrement appréciée par les établissements spécialisés dans le financement du logement. Ces établissements connaissent en effet des difficultés certaines, dues à l'asthénie du marché hypothécaire, difficultés qui conduisent à s'interroger sur l'efficacité réelle de la réforme intervenue dans le circuit de financement du logement. La titrisation leur permettra sans nul doute d'être en position plus favorable pour concurrencer les réseaux aptes à collecter les dépôts à vue et à terme du public.

Toutefois, ce mécanisme pourrait également se révéler inflationniste.

o Une telle assertion peut sembler paradoxale ; la titrisation implique en effet le refinancement de crédits à terme éloigné par des ressources à terme également éloigné et négociables sur un marché secondaire, c'est-à-dire des ressources d'épargne. Il s'agit donc en théorie d'un mécanisme économiquement sain.

Toutefois, deux facteurs d'impact contraire doivent être évoqués :

- depuis la création des billets de trésorerie et l'amélioration de la situation financière des entreprises, la structure de l'actif des établissements de crédit a été nettement redéployée vers le crédit aux petites et moyennes entreprises et aux particuliers ; or, les autorités monétaires se sont récemment inquiétées de l'expansion de ce type de crédits et des conséquences qui pouvaient en résulter quant à l'évolution de la masse monétaire ; est-il, dès lors, opportun de rendre plus attractif l'octroi de ces crédits pour les banques en leur conférant la possibilité de les mobiliser plus largement ?

- par le jeu de la titrisation, les établissements de crédit vont substituer, à leur actif, des disponibilités monétaires à des créances ; ils acquerront, de ce fait, la capacité d'initier de nouveaux crédits, eux-mêmes titrisables ultérieurement ; un mécanisme quelque peu pervers, par lequel les banques pourraient, sans accroître leur risque de non-remboursement et en éludant l'application des normes prudentielles qui limitent celui-ci, développer le crédit aux particuliers risque ainsi de se mettre en place.

En affinant cette analyse, votre rapporteur souhaite rappeler :

- que la titrisation n'est pas, en elle-même, source de création monétaire, mais peut favoriser l'accélération de la vitesse de circulation de la monnaie, accélération non dénuée de conséquences inflationnistes potentielles,
- qu'une partie de l'épargne collectée par les fonds communs de créances pourra être à très court terme (pour la couverture des créances titrisées dont l'échéance est proche) et revêtira donc un caractère quasi liquide.

En conclusion sur ce point, votre rapporteur estime donc :

- que le mécanisme de titrisation n'est pas dépourvu de virtualités inflationnistes,
- que ce mécanisme favorisera, il est vrai, la transmission des impulsions données aux taux d'intérêt par la Banque

de France, ces taux constituant aujourd'hui le principal canal de la politique monétaire,

- qu'il convient néanmoins d'être prudent et d'envisager l'assujettissement à la constitution de réserves obligatoires de la fraction la plus liquide des ressources des fonds communs de créances, comme l'évoquent d'ailleurs les autorités monétaires américaines.

3) Une meilleure utilisation des mécanismes de marché ou un danger pour les épargnants et les débiteurs ?

o Dans une opération de crédit, la banque qui consent ce crédit assume au moins trois fonctions :

- . la recherche du client et l'élaboration du financement correspondant à sa demande et à ses possibilités ;
- . la "gestion" ultérieure de la créance, c'est-à-dire principalement le recouvrement, à chaque échéance, des sommes dues par le débiteur ;
- . l'assomption des risques inhérents à toute créance, c'est-à-dire le risque de défaillance du débiteur et aussi le risque de demande de remboursement anticipé de celui-ci, qui débouche sur un risque de taux ; en effet, le crédit consenti peut être "adossé" à des ressources dont le coût ne peut être absorbé que par le remboursement jusqu'à l'échéance de ce crédit ; si les taux pratiqués sur le marché ont baissé au moment du remboursement anticipé, le nouveau crédit qui sera accordé en emploi des sommes remboursées pourra l'être soit à perte, soit moyennant un gain inférieur.

L'utilité de la titrisation est ici de permettre la séparation des organes remplissant chacune de ces trois fonctions.

L'élaboration du crédit, naturellement, resterait de la compétence exclusive de l'établissement bancaire ; en revanche, la gestion ultérieure des recouvrements et le "portage" des risques pourraient, par la cession de la créance, être dévolus à d'autres intervenants?

S'agissant de la gestion des recouvrements, des économies d'échelle pourraient être obtenues par la mise en place d'établissements spécialisés, aux vastes dimensions; le coût de gestion des crédits s'en trouverait allégé, mais la situation de l'emprunteur pourrait également s'en trouver aggravée: une telle évolution, séduisante en son principe, exigera donc d'importantes précautions (cf. ci-dessous).

Quant à la prise en charge du risque par d'autres que l'établissement émetteur de la créance, elle peut également s'insérer dans une logique de marché: en effet, chaque agent économique a un degré d'aversion pour le risque et ce degré est moins élevé pour certains que pour d'autres. En achetant des parts émises par des fonds communs de créances, des épargnants peuvent donc, moyennant rémunération, accepter de "porter" le risque qui incombait antérieurement à la banque.

o Ces perspectives sont séduisantes; on ne peut exclure, toutefois, qu'elles ne débouchent sur des risques, pour les épargnants et pour les débiteurs dont les créances sont cédées.

S'agissant des épargnants, tout d'abord, on peut craindre des déconvenues, liées à des défaillances des débiteurs cédés.

Certes, plusieurs "garde-fous" existent dans la procédure de titrisation:

- les créances cédées peuvent, en premier lieu, être garanties; cette garantie peut être donnée selon deux techniques distinctes:

- le "surdimensionnement" des créances cédées par l'établissement bancaire, c'est-à-dire la cession d'un montant nominal de créances supérieur aux financements apportés par les souscripteurs de parts de fonds communs de créances; par exemple, un établissement bancaire céderait 105 de créances pour obtenir 100 de disponibilités monétaires, la différence de 5 constituant une garantie en cas de défaillance de certains débiteurs;
- l'assurance des créances par une compagnie d'assurance, dont le coût s'impute sur les sommes versées aux épargnants et donc, en ultime ressort, sur la banque cédante, qui obtiendra un moindre prix de ses créances;

- un contrôle sur l'exactitude des informations fournies aux épargnants peut ensuite être effectué par les autorités publiques (commission des opérations de bourse, par exemple), la "qualité" des créances cédées pouvant, par ailleurs, faire l'objet d'une évaluation par une agence de "rating" ;

- le montant des parts, enfin, peut être fixé à un niveau élevé, réservant "de facto" les souscriptions aux organismes de placements collectifs en valeurs mobilières, mieux au fait des risques de chaque opération que les particuliers.

S'agissant par ailleurs des débiteurs dont la créance est cédée, on peut craindre que le changement de créancier, s'il intervient, ne se traduise par une modification des modalités de recouvrement, préjudiciable à leur situation. C'est pourquoi il convient de ne permettre le changement d'établissement gestionnaire du recouvrement de la créance qu'en cas d'acceptation formelle du débiteur.

4) Vers un abaissement du coût du crédit ?

L'amélioration des conditions de financement des banques et l'accroissement de la fluidité des marchés devraient, théoriquement, déboucher sur un abaissement du coût du crédit.

Des incertitudes pèsent toutefois sur cette perspective.

En premier lieu, l'appel à l'épargne du public devra, ainsi qu'il a été exposé, s'accompagner, le plus souvent, d'une garantie des créances gageant cette épargne ; le coût de cette garantie peut se révéler élevé, voire aussi élevé que la garantie implicite résultant de la présence, au sein du bilan d'une banque, d'une multitude de créances, celles qui présentent un risque étant garanties par les autres.

En second lieu, la prime de risque que demanderont les épargnants qui accepteront de souscrire des titres représentatifs de créances non garanties et qui donc assumeront le "portage" du risque est aujourd'hui inconnue. Elle peut se révéler excessive du fait des sursuractions que tout marché connaît.

Enfin, le coût du crédit à l'immobilier, relativement modéré aujourd'hui, n'a guère de chances de diminuer

sensiblement. Le crédit à la consommation dont les taux sont jugés prohibitifs par beaucoup, pourrait en revanche connaître une baisse si l'ensemble des effets bénéfiques de la titrisation se manifeste réellement.

C'est à la lumière de ce constat nuancé que votre rapporteur doit maintenant examiner plus concrètement les mécanismes de la titrisation.

II - LES MECANISMES DE LA TITRISATION

A. LES OPTIONS POSSIBLES

Votre rapporteur sera conduit à examiner ici deux points plus précisément. Le premier d'entre eux a trait aux mécanismes théoriques susceptibles d'être appliqués pour mener à bien une opération de titrisation ; le second concerne les exemples étrangers, c'est-à-dire américain et accessoirement britanniques (1).

1) Les mécanismes susceptibles de permettre la titrisation

La titrisation suppose qu'au moins deux conditions soient satisfaites : la transmission de celles des créances qui sont civiles par des techniques plus simples que celles qui prévalent à cet égard en temps normal ; la soustraction des créances cédées du bilan de la banque cédante.

o La transmission des créances civiles ne peut, dans l'état actuel du droit, s'effectuer que par le biais des formalités prévues par l'article 1690 du Code civil, qui dispose : "Le cessionnaire n'est saisi à l'égard des tiers que par la signification du transport faite au débiteur. Néanmoins, le cessionnaire peut être également saisi par l'acceptation du transport faite par le débiteur dans un acte authentique."

(1) Cette partie de l'exposé de votre rapporteur est fortement inspirée d'une note élaborée par la Direction générale du crédit de la Banque de France, qui retrace les travaux du Conseil national du crédit sur cette question. Cette note est intitulée "La titrisation des crédits bancaires".

L'application de ces formalités paralyserait à l'évidence le titrisation ; elles supposent en effet la mise en oeuvre de moyens coûteux (la signification par exploit d'huissier de la cession au débiteur ou l'acceptation par celui-ci de cette cession dans un acte notarié).

C'est pourquoi il est nécessaire de prévoir un mécanisme dérogatoire à l'article 1690 du Code civil. Cette dérogation doit, néanmoins, être assortie de précautions : le sens des formalités de l'article 1690 étant de protéger le débiteur contre un changement de créancier, leur non-application ne doit pas pour autant déboucher sur une absence totale de garantie pour le débiteur cédé.

Le principe de la non-application de l'article 1690 étant acquis, la cession peut s'effectuer par divers procédés :

- cession par transfert d'un bordereau de créances, dans le cadre de la loi du 2 janvier 1981 facilitant le crédit aux entreprises ; pour faire application de cette formule, il conviendrait simplement de prévoir que le bordereau de cession de créances peut être utilisé à la transmission de créances à un établissement non bancaire : actuellement, le bordereau n'est utilisable qu'à cet effet et la titrisation a, par définition, un objet autre que de transmettre des créances à une banque ;
- transmission selon les formalités simplifiées du droit commercial pour les créances commerciales ; cette transmission s'effectuerait sans difficulté dès lors que l'interdiction faite aux banques de céder des créances à des agents non bancaires serait levée.

La question de la transmission des sûretés attachées à la créance doit également être évoquée. En matière d'hypothèques, notamment, la sûreté n'est opposable aux tiers qu'après publication de celle-ci au bureau de la conservation des hypothèques (article 2154 du Code civil). Or, la publicité du changement de titulaire de chacune des hypothèques garantissant les créances transmises serait, à l'instar de l'application des dispositions de l'article 1690 du Code civil, à la fois long et coûteux. Dès lors, deux solutions peuvent être imaginées :

- dispense expresse de publication par la loi, entraînant l'opposabilité aux tiers dès le transfert de la créance,
- absence de dispositions contraignantes, permettant au cessionnaire de choisir entre la publication ou la non publication ; cette solution serait dangereuse, en cas de cessation des paiements de la banque cédante : ses créanciers seraient en effet fondés à se prévaloir de l'existence de l'hypothèque dans son patrimoine, puisque sa transmission ne leur serait pas opposable.

o Le bon fonctionnement du dispositif de titrisation suppose également que la cession des créances par la banque cédante dégage celle-ci de toute obligation de garantie. Au cas contraire, en effet, la titrisation n'améliorerait en rien le ratio de couverture des risques des établissements qui y recourent. Par ailleurs, la titrisation ne peut s'opérer que par l'entremise d'un organisme écran entre la banque cédante et le cessionnaire réel, c'est-à-dire l'épargnant, sans quoi son champ d'application serait limité, dans la mesure où le cédant devrait, pour chaque "paquet" de créances cédé, rechercher un épargnant acceptant l'ensemble des caractéristiques de ce "paquet".

Dès lors, deux solutions sont possibles :

- soit l'organisme écran est constitué sur le modèle d'une copropriété de valeur mobilière, c'est-à-dire sur le modèle des fonds communs de placement moyennant quelques adaptations,
- soit cet organisme écran est doté de la personnalité morale, mais il importe alors de mentionner expressément dans la loi qu'il n'est pas soumis à la loi bancaire du 24 janvier 1984. L'achat de créances non échues par un organisme doté de la personnalité morale constitue en effet, en application de cette loi, une opération de crédit, entraînant l'applicabilité à l'organisme du ratio de couverture des risques, ce qui supprimerait une grande partie de son intérêt à la titrisation.

2) Les exemples étrangers

Diverses procédures de "titrisation imparfaite" ont déjà été mises en oeuvre en France ; la création de la Caisse de refinancement hypothécaire et de la Caisse autonome de refinancement, déjà mentionnée par votre rapporteur, en constitue un exemple. Une autre illustration peut être trouvée avec le développement des engagements hors bilan des banques, c'est-à-dire les cautions et autres garanties qu'elles sont amenées à donner à des émissions de titres négociables. Ces procédures ne contribuent en rien, cependant, à l'allègement des bilans.

Sur les marchés de xéno-crédits (1), en revanche, diverses opérations de titrisation de créances, notamment sur des pays en voie de développement, ont été mises en oeuvre ces derniers mois.

o C'est toutefois aux Etats-Unis que la titrisation s'est le plus développée.

Les premières expériences y ont en effet été conduites dès le début des années soixante-dix. Elles ont d'abord concerné les crédits hypothécaires, pour lesquels la titrisation a ultérieurement connu un fort développement : l'encours des créances hypothécaires titrisées s'élevait, à la fin de 1986, à 600 milliards de dollars, ce qui constitue le second marché de capitaux (2) après celui des bons du trésor. La technique de la titrisation a ensuite été appliquée au crédit à la consommation.

Cette technique repose sur le recours à la formule du "trust" ; l'établissement de crédit cède en effet les créances à un intermédiaire dénommé "trustee", qui assure le financement de son acquisition par l'émission de titres obligataires négociables, proposés aux investisseurs par des "investment banks", qui procèdent à l'analyse des caractéristiques des créances cédées et définissent en conséquence les caractéristiques (taux, durée) des

(1) Le marché des xéno-crédits, dénommé fréquemment "euromarché" est le marché des prêts libellés dans une monnaie autre que celle du pays de la banque prêteuse.

(2) Le marché sur lequel s'échangent les créances hypothécaires titrisées est dénommé "Mortgage backed securities".

obligations à émettre. L'intervention d'une agence de "rating" chargée d'évaluer la qualité des créances cédées est systématique.

Il convient par ailleurs d'observer que les créances hypothécaires cédées sont généralement garanties par une agence publique fédérale ; cette garantie d'un organisme public est, en réalité, étroitement liée au succès de la titrisation aux U.S.A.

L'ensemble du marché est, enfin, sous la surveillance de la "Securities and Exchange Commission", qui veille à assurer aux investisseurs la sécurité requise pour ce type d'opérations ; les autorités monétaires (le "Federal Reserve Board") envisagent, par ailleurs, de soumettre les encours de créances titrisées à la constitution de réserves obligatoires, en raison du caractère inflationniste qui peut résulter d'une trop grande expansion de la titrisation.

o En Grande-Bretagne, un marché secondaire des créances hypothécaires, qui n'en est encore qu'à ses débuts, semble appelé à se développer. Des réflexions sont conduites pour éviter que les cessions de créances ne soient préjudiciables aux débiteurs cédés.

Ce type de réflexion doit également être intégré dans l'analyse des dispositions du projet de loi soumis au Sénat.

B. LES OPTIONS RETENUES PAR LE PROJET DE LOI

1) Les modalités de la cession des créances

Selon l'article 24 du projet de loi, la cession des créances s'effectuerait sans que les prescriptions de l'article 1690 du code civil aient à être respectées. La notification serait en effet réalisée par lettre simple.

Ce dispositif appelle plusieurs critiques.

Il est, en premier lieu, difficilement concevable que l'établissement gestionnaire de la créance puisse être changé sans accord exprès du débiteur cédé. Si la cession de créance, en elle-même, lui est indifférente, puisqu'elle ne modifie en rien sa situation, la substitution d'un gestionnaire à un autre peut en revanche lui être préjudiciable : plus grande rigueur, actionnement immédiat des sûretés en cas de défaillance, etc...

Certes, il est probable que dans un premier temps, la gestion des créances titrisées sera confiée à la banque qui a initié le crédit par convention de gestion passée avec le fonds commun de créances. Il importe toutefois de ne permettre la situation inverse qu'en cas d'acceptation formelle du débiteur.

2) La structure du fonds commun de créances

Le projet de loi est, à ce propos, singulièrement flou ; il dispose en effet que le fonds commun de créances, créé en vue de recueillir à son actif les créances et d'émettre corrélativement des parts négociables figurant à son passif, est doté de la personnalité morale, sans autre précision.

Cette solution appelle plusieurs observations.

En premier lieu, le fonds ayant été doté de la personnalité morale, l'article 24 du projet mentionne expressément qu'il n'est pas soumis aux dispositions de la loi bancaire, c'est-à-dire notamment aux ratios prudentiels. En effet, toute personne morale rachetant des créances non échues serait présumée effectuer des opérations de crédit et relèverait donc de la loi bancaire sauf prescription législative contraire.

En second lieu, le fonds, en dépit de la qualification de personne morale qui lui est donnée, emprunte par maints côtés le régime des fonds communs de placements (qui sont des copropriétés de valeurs mobilières et n'ont pas la personnalité morale) ; cet alignement sur le régime des fonds communs de placements est attesté sur deux points :

- la gestion du fonds (c'est-à-dire l'ensemble des décisions concernant l'achat des créances, l'établissement du règlement, etc...) et les "opérations de caisse (c'est-à-dire la

mise en oeuvre concrète des ordres d'achat et les paiements au profit des porteurs de parts) seront effectuées par deux entités distinctes ; il s'agit donc d'un alignement strict sur le régime des fonds communs de placements, qui sont créés à l'initiative conjointe d'un gestionnaire et d'un dépositaire (loi du 13 juillet 1979) ;

- diverses dispositions relatives aux fonds communs de placements seront applicables, du fait de l'article 26 du projet de loi, qui fait d'ailleurs application de dispositions peu cohérentes avec le statut de personne morale conféré au fonds...

On peut dès lors s'interroger sur cette qualification de personne morale sans autre précision, dont le statut est inconnu (société en participation ? Personne totalement "sui generis", dont la pratique se chargerait de définir les caractéristiques ?) même si le motif pour lequel une telle qualification a été conférée au fonds commun est clair : il s'agit d'éviter que, pour la publication au bureau des hypothèques du changement de titulaire de ces hypothèques garantissant, le cas échéant, les créances titrisées, la liste de tous les porteurs de parts doive faire l'objet d'une inscription ; si le fonds était une copropriété dépourvue de personnalité morale, chacun des copropriétaires serait titulaire des hypothèques et devrait être mentionné dans l'acte de publication, ce qui ne serait guère aisé.

Au-delà de ces incertitudes juridiques, le cheminement du projet est relativement clair :

- première étape : deux personnes morales, probablement émanations d'établissements de crédits, créent un fonds commun de créances ; l'une le gère, l'autre est le dépositaire des créances qui vont être achetées ;

- deuxième étape : ce fonds doté de la personnalité morale par le fait de la loi va pouvoir fonctionner. Mais sous quel contrôle ?

Selon l'article 26, qui renvoie à l'article 16 du projet de loi, un agrément de la Commission des opérations de bourse devra intervenir, celle-ci vérifiant l'honorabilité, l'expérience et les moyens techniques des fondateurs du fonds communs de créances. Cette disposition est excellente ; la C.O.B. aura-t-elle,

pour autant, les moyens de procéder à toutes les vérifications utiles ? Le Gouvernement devra s'expliquer sur ce point.

3) L'activité du fonds commun de créances

Une fois constitué et agréé, le fonds commun de créance pourra fonctionner. Il acquerra donc des créances et émettra des titres négociables possédant les mêmes caractéristiques que les créances acquises. Ainsi, si le "paquet" de créances présente des échéances diverses, le fonds émettra des titres négociables répondant à ces diverses échéances : titres de créances négociables à court terme, du type billets de trésorerie, pour les échéances courtes, obligations amortissables à plus long terme pour les autres échéances.

Le régime fiscal des versements effectués au profit des porteurs de parts (c'est-à-dire le transfert des intérêts d'emprunt payés par les débiteurs des créances titrisées) sera par ailleurs le suivant (article 28 du projet) :

- fiscalité des produits obligataires pour les titres longs (prélèvement libératoire de 25 % pour les particuliers),
- fiscalité des titres de créances négociables pour les titres courts (prélèvement libératoire de 32 %).

Naturellement, ce régime fiscal sera le plus souvent applicable par le truchement de SICAV ou de fonds communs de placements qui souscriront pour le compte de leurs épargnants les parts négociables émises en contrepartie des créances titrisées.

Enfin, la taxe sur la valeur ajoutée ne sera pas applicable aux opérations du fonds, ce qui est possible au regard de la réglementation européenne.

Ce dispositif appelle quatre commentaires :

- n'est-il pas opportun de soumettre à une "notation" obligatoire par une agence de rating les "paquets" de

créances cédées, afin que les épargnants mesurent la qualité exacte de ces créances ?

- N'est-il pas nécessaire de prévoir précisément le contenu de la notice d'information que la C.O.B. diffusera lors de chaque appel public à l'épargne de fonds communs de créances ?

- N'est-il pas utile de construire la fiscalité applicable aux parts de fonds communs de créances en fonction des perspectives de l'harmonisation européenne ?

- N'est-il pas opportun, enfin, de prévoir une garantie publique, ou d'un organisme para-public, des créances cédées ? Le coût de la garantie si elle est systématiquement le fait d'organismes d'assurances, risque sinon de se révéler trop élevé pour permettre un abaissement réel du coût du crédit.

COMMENTAIRE DES ARTICLES

Article 24

Statut du fonds commun de créances et modalités de cession des créances

1. Commentaire :

L'article 24 du projet de loi a quatre objets principaux : définir le statut et la finalité des fonds communs de créances, prévoir le régime des parts qu'ils émettent, exclure l'application des formalités prévues à l'article 1690 du Code civil pour la cession de créances civiles et, enfin, soustraire ces fonds à la loi du 24 janvier 1984 relative aux établissements de crédits, dite "loi bancaire". Subsidiairement, l'article 24 prévoit également le régime du boni de liquidation constaté lors de la cessation d'activités d'un fonds commun de créances.

o Le statut et l'objet des fonds communs de créances sont définis par le premier alinéa de l'article 24.

Cet alinéa précise en premier lieu que les fonds communs de créances sont dotés de la personnalité morale. Cette règle peut, au premier abord, paraître surprenante, dans la mesure où le projet de loi fait application, à maintes reprises, du régime des fonds communs de placements aux fonds communs de créances ; or, les fonds communs de placements, qui constituent des copropriétés de valeurs mobilières sont dépourvus de personnalité morale. Le recours à la personnalité morale s'explique toutefois par un motif d'ordre pratique. Les fonds sont appelés à détenir, à leur actif, des créances assorties, le cas échéant, de sûretés ; parmi ces sûretés, les hypothèques doivent faire l'objet d'une publicité au registre des hypothèques, en vertu

de l'article 2154 du code civil, pour pouvoir être opposables aux tiers ; or, si les fonds communs de créances avaient été dépourvus de personnalité morale, les noms de la totalité de leurs copropriétaires auraient dû faire l'objet d'une publication, procédure relativement lourde.

Il n'est pas évident, toutefois, qu'aucune autre solution n'aurait pu être retenue ; en premier lieu, il aurait été possible de prévoir un mandat donné au gérant du fonds pour effectuer la publication au nom de l'ensemble des copropriétaires ; en second lieu, il aurait également été possible de prévoir l'opposabilité des sûretés hypothécaires, sans publication obligatoire : ce type de mesure existe déjà en effet dans notre droit positif.

Car le recours à la notion de personnalité morale n'est pas dépourvu d'inconvénient ; le projet, après avoir qualifié de personnes morales les fonds communs de créances est en effet lacunaire quant à la détermination des conséquences de cette qualification. S'agit-il d'une personne morale entièrement "sui generis" ? Doit-on, au contraire, considérer les fonds communs de créances comme des sociétés créées de fait, dépourvues, à vrai dire, de tout "affectio societatis" et de capital social ?

Votre Commission des Finances s'en remet, sur ces délicates questions, à la haute compétence de votre Commission des Lois.

L'alinéa premier de l'article 24 précise, en second lieu, l'objet de ces personnes morales d'un type nouveau que sont les fonds communs de créances ; cet objet est l'acquisition de créances, dont les cédants ne pourront être que des établissements de crédit, c'est-à-dire des établissements répondant aux conditions fixées par l'article premier de la loi bancaire (effectuer des opérations de banque) ; à l'actif des fonds devraient donc figurer uniquement des créances "titrisées" dont l'achat serait financé, aux termes de ce premier alinéa, par des parts qui en sont représentatives et dont la nature est précisée au second alinéa.

Le premier alinéa appelle, à cet égard, deux interrogations

- les fonds auront-ils pour objet l'acquisition d'un seul "paquet" de créances ou seront-ils appelés, en permanence, à procéder à des acquisitions et à

émettre continuellement des parts représentatives de ces créances ?

- les fonds ne risquent-ils pas, faute d'un strict contrôle, de réaliser des opérations extérieures à leur objet, par exemple en plaçant leur trésorerie disponible ?

Votre Commission des Finances souhaite interroger le Gouvernement sur le premier point ; elle a, sur le second, apporté une réponse en prévoyant un contrôle sur l'activité des fonds par un amendement complétant l'article 24. Elle souhaite également savoir quelles seront les mesures prises pour éviter les fonds communs de créances "faux nez", se trouvant dans la mouvance d'établissements bancaires et uniquement alimentés par des OPCVM situés dans cette même mouvance, dans le seul but "d'alléger" les bilans bancaires.

Le second alinéa de l'article 24 détermine la nature des "parts" émises en contrepartie des créances acquises par le fonds. Ces "parts" seront des valeurs mobilières, c'est-à-dire des titres caractérisés par la négociabilité, ce dernier terme signifiant l'aptitude, pour un titre, à être cédé moyennant des formalités simplifiées.

Le choix des termes valeurs mobilières semble, en l'occurrence, source de difficulté, dans la mesure où aucune définition n'en est actuellement donnée par les textes. Le recours à la notion de négociabilité paraît suffisant pour atteindre l'objectif recherché par le projet, à savoir la possibilité de mobiliser sans difficulté les parts de fonds communs de créances sur un marché secondaire.

Les modalités d'organisation de ce marché, dont la mise en oeuvre relève du pouvoir réglementaire et qui sont encore floues, devront d'ailleurs être précisées par le Gouvernement, de même que le montant nominal minimum de la valeur des parts. Selon certains échos, non encore officiels à ce jour, un montant minimal élevé, de l'ordre de un million de francs, devrait être retenu. Il est toutefois regrettable qu'aucune indication claire n'ait été fournie à ce propos, dans la mesure où le problème de la protection de l'épargne change à l'évidence de nature selon que la valeur minimale des parts est élevée (ce qui, pour l'essentiel, en réserve la souscription aux investisseurs institutionnels) ou

faible (ce qui permet la souscription par n'importe quel particulier).

o Le troisième alinéa de l'article dispense les cessions de créances de nature civile à un fonds commun de créances du respect des formalités prévues à l'article 1690 du code civil, c'est-à-dire la notification de la cession au débiteur par exploit d'huissier ou son acceptation de la cession par un acte authentique.

Le troisième alinéa indique donc qu'une simple lettre suffit à la notification de la cession.

Une telle solution paraît logique, dans la mesure où l'application des formalités lourdes de l'article 1690 du code civil aurait probablement paralysé le développement de la "titrisation".

Toutefois, l'existence de ces formalités n'est pas dépourvue d'utilité ; il s'agit, en effet, de protéger les débiteurs à l'égard des conséquences que pourrait avoir un changement de créancier, se traduisant, le cas échéant, par une plus grande rigueur dans le recouvrement ou l'actionnement des sûretés.

C'est pourquoi votre Commission des Finances a estimé fondamentale la question de l'établissement ayant en charge le recouvrement ; la cession de la créance est, en elle-même, indifférente au débiteur dont elle ne peut modifier le sort. Le changement de l'établissement chargé du recouvrement peut, en revanche, affecter profondément sa situation.

A la condition que des précautions très strictes soient prises pour limiter les possibilités de changement de l'établissement ayant en charge le recouvrement (cf. : commentaire de l'article 25), la notification au débiteur de la cession de la créance peut, en réalité, être considérée comme superfétatoire, voire susceptible d'engendrer le trouble sans motif chez certains débiteurs.

o Le quatrième alinéa prévoit que la convention qui mettra en oeuvre la cession des créances de l'établissement de crédit cédant au fonds commun de créances cessionnaire pourra prévoir, au profit du cédant, un droit sur un éventuel boni de liquidation des fonds.

Dans le droit commun des sociétés, le boni de liquidation, c'est-à-dire la valeur de l'actif résiduel après désintéressement des créanciers et remboursement des droits sociaux à leur valeur nominale, revient aux associés qui en sont propriétaires.

S'agissant d'un fonds commun de créance, il n'existe pas d'associés ; la question de l'attributaire éventuel du boni de liquidation n'est donc pas résolue.

Certes, cette question n'est en principe pas posée, dans la mesure où les dettes du fonds (les titres négociables qu'il émet) doivent en principe équilibrer exactement ses emplois (les créances qu'il acquiert).

Toutefois, en cas de garantie par "surdimensionnement", c'est-à-dire par cession d'un montant de créances supérieur aux parts émises, la différence entre les deux montants garantissant les porteurs de parts contre la défaillance éventuelle de certains débiteurs, un boni de liquidation peut apparaître. Il paraît légitime d'en prévoir l'attribution potentielle à l'établissement de crédit cédant, dès lors que la garantie résultant implicitement du surdimensionnement n'a pas joué, puisqu'il y a boni de liquidation.

o Le cinquième alinéa de l'article 24 exclut l'application aux fonds communs de créances des dispositions de la "loi bancaire".

Une exclusion explicite est en effet nécessaire, dans la mesure où l'activité des fonds, c'est-à-dire l'achat de créances non échues constitue une opération de banque ce qui implique l'application automatique du statut des établissements de crédit.

Cet alinéa paraît indispensable dans la mesure où le statut des établissements de crédit, avec toutes les contraintes qu'il comporte (respect des ratios prudentiels, obligation d'un capital social minimum, etc...), est totalement incompatible avec les finalités du projet.

Cependant, en l'absence d'application de la loi bancaire, votre Commission des Finances a craint l'absence de contrôle réel sur les fonds communs de créances. Certes, le projet prévoit, par ailleurs, une compétence générale de la Commission des opérations de bourse pour surveiller l'activité des fonds ; autant, toutefois, cette compétence paraît pouvoir pleinement s'exercer lors des appels publics à l'épargne opérés par les fonds, autant

elle pourrait être dénuée de portée réelle pour le contrôle du fonctionnement de ces fonds. Dès lors, l'intervention d'une autre instance semble indispensable. A cet égard, la commission bancaire, instituée par la loi du 24 janvier 1984 pour le contrôle des établissements de crédit paraît particulièrement apte à veiller au respect, par les fonds communs de créances, des textes qui les régissent. Cette commission, présidée par le Gouverneur de la Banque de France, comprend le directeur du Trésor, un conseiller d'Etat, un conseiller à la Cour de cassation et deux personnalités compétentes en matière bancaire et financière.

2. Décision de la commission

Votre Commission des Finances a adopté quatre amendements à l'article 24.

Le premier, de caractère rédactionnel, substitue aux termes "valeurs mobilières" le terme "négociables" pour caractériser les parts de fonds communs de créances ; il reprend en outre une disposition du chapitre II à laquelle renvoie l'article 26 du chapitre IV, à savoir le fait que la souscription des parts emporte acceptation du règlement du fonds (cf. page 49, le commentaire détaillé de votre rapporteur sur le motif d'une telle reprise).

Le second prévoit que les formalités de l'article 1690 ne s'appliquent pas aux cessions de créances à des fonds communs de créances et supprime toute notification aux débiteurs cédés ; la cession serait donc parfaite sans que le débiteur ait à en être informé, formalité qui paraît inutile.

Le troisième est un amendement de cohérence avec le quatrième.

Le quatrième amendement, enfin, confère compétence à la commission bancaire pour surveiller le respect, pour les fonds communs de créances, des textes qui les régissent. En cas de manquement, la commission bancaire adresserait un rapport à la Commission des opérations de bourse, qui statuerait dans le cadre des pouvoirs que le texte du projet lui confère par ailleurs (retrait d'agrément, par exemple). Ainsi serait mis en oeuvre un dispositif conforme au caractère hybride des fonds communs de créances, à l'activité proche à la fois de celle des établissements

de crédit et de celle des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Textes des amendements

Amendement

Rédiger ainsi le deuxième alinéa de cet article :

Ces parts sont négociables et ne peuvent donner lieu à rachat par le fonds sur demande de leurs porteurs. Leur souscription emporte acceptation du règlement du fonds.

Amendement

Rédiger ainsi le troisième alinéa de cet article :

Les formalités prévues à l'article 1690 du Code civil ne s'appliquent pas aux cessions de créances effectuées au profit d'un fonds commun de créances.

Amendement

Rédiger ainsi le début du cinquième alinéa de cet article :

Sous réserve des dispositions de l'alinéa ci-dessous, le fonds commun de créances...

Amendement

Compléter in fine ~~ce~~ article par un alinéa nouveau ainsi rédigé :

La commission bancaire prévue à l'article 37 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée s'assure du respect, par les fonds communs de créances, des dispositions de la présente loi et des textes réglementaires pris pour son application. En cas de manquement à ces dispositions, elle adresse un rapport à la Commission des opérations de bourse qui prend les mesures nécessaires. Pour l'exercice de cette mission, les dispositions des articles 39 et 40 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 susmentionnée sont applicables.

Articles additionnels après l'article 24

Protection des épargnants

Votre Commission des Finances a adopté, après l'article 24, deux articles additionnels destinés à assurer une meilleure protection des épargnants.

Le premier de ces articles additionnels confie compétence expresse à la Commission des opérations de bourse pour contrôler le contenu du document d'information remis aux souscripteurs désireux d'acquérir des parts de fonds commun de créances.

Certes, la Commission des opérations de bourse possède déjà un pouvoir général de contrôle pour toute opération d'appel public à l'épargne.

Il a, toutefois, paru souhaitable à votre Commission des Finances de prévoir explicitement un contrôle sur l'exactitude des informations fournies aux épargnants et, surtout, d'indiquer précisément quelles informations doivent figurer dans le document.

A cet effet, l'article additionnel proposé, dont la rédaction est inspirée de l'article 6 de l'ordonnance du 28^e septembre 1967 qui régit les informations devant être fournies aux personnes qui souscrivent à des émissions de valeurs mobilières, prévoit une information obligatoire portant sur les caractéristiques des créances acquises par le fonds, les sûretés qui leur sont attachées et les garanties dont elles sont assorties. Cette énumération ne préjudicie pas, naturellement, de demandes supplémentaires de la C.O.B.

Le second de ces articles additionnels prévoit une évaluation obligatoire de la qualité des créances cédées ("rating"), donnant lieu à élaboration d'un document annexe au document d'information. Une telle évaluation, systématique aux

Etats-Unis, paraît indispensable au bon fonctionnement du dispositif.

L'évaluation serait réalisée par un organisme homologué par arrêté du ministre chargé de l'économie et des finances.

Textes des articles additionnels

Amendement

Après l'article 24, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

Préalablement à toute émission de parts, le fonds commun de créances établit un document destiné à l'information du public et portant sur la nature et les caractéristiques des créances qu'il se propose d'acquérir, les sûretés qui leur sont attachées, les modalités de rémunérations des souscripteurs de parts et, le cas échéant, la nature et la portée des garanties dont sont assorties les créances.

Ce document est remis ou adressé à toute personne dont la souscription est sollicitée.

La diffusion du document est subordonnée au visa préalable de la Commission des opérations de bourse, qui indique les énonciations à modifier ou les informations complémentaires à insérer. La commission est habilitée à demander toutes explications ou justifications au fonds commun de créances. En l'absence de réponse à ces demandes, elle peut refuser son visa.

Amendement

Après l'article 24, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

Le document d'information mentionné à l'article ... ci-dessus est accompagné d'un document contenant une appréciation des caractéristiques des créances que le fonds se propose d'acquérir et évaluant les risques qu'elles présentent. Ce document est établi par un organisme homologué par arrêté du ministre chargé de l'économie et des finances.

Article additionnel avant l'article 25

Transfert de la charge de recouvrement de la créance et protection des débiteurs

Votre Commission des Finances a souhaité reprendre, sous forme d'article additionnel avant l'article 25, les règles relatives au transfert de la charge du recouvrement de la créance. Ces règles figurent, dans le texte du projet de loi, au troisième alinéa de l'article 25.

Le troisième alinéa de l'article 25 prévoit simplement que "le règlement du fonds commun de créances peut prévoir que le recouvrement des créances cédées sera assuré par l'établissement cédant". Cet alinéa postule donc que la cession de la créance emporte automatiquement transfert de compétence pour assurer le recouvrement, tout en réservant la possibilité de maintenir ce recouvrement à la charge de l'établissement cédant.

Votre Commission des Finances ne pouvait accepter une telle solution, très défavorable aux débiteurs cédés. Le transfert de la charge du recouvrement à un établissement autre que celui qui a accordé le crédit peut en effet leur être gravement préjudiciable : à des relations établies "intuitu personae" avec un banquier relativement proche pourraient être substituées des relations épisodiques avec un établissement "recouvreur" lointain et potentiellement plus rigoureux dans le contrôle du respect des échéances de paiement, voire dans l'actionnement des sûretés. Cette question du transfert du recouvrement a d'ailleurs suscité un avis critique du Comité des usagers des établissements de crédit et provoque inquiétude et perplexité en Grande-Bretagne où un groupe de réflexion a été formé à ce propos.

Votre Commission des Finances n'a pas souhaité, pour autant, supprimer toute possibilité de transfert du recouvrement,

ce transfert pouvant, à terme, se traduire par des économies de gestion et donc un abaissement du coût du crédit. Elle a, cependant, subordonné ce transfert à une acceptation expresse du débiteur, préalable à sa mise en oeuvre.

Cette solution paraît préférable à celle de l'insertion, dans le contrat de prêt initial, d'une clause prévoyant la possibilité du transfert; cette clause risquerait, en effet, de devenir systématique et d'être acceptée sans négociation par les débiteurs.

En requérant une acceptation expresse indépendante du contrat de prêt, votre Commission des Finances préserve, en revanche, la possibilité, pour le débiteur, de négocier son acceptation du transfert et d'obtenir, le cas échéant, un aménagement favorable des conditions de son crédit.

Texte de l'article additionnel

Article additionnel avant l'article 25

Avant l'article 25, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

Le recouvrement des créances cédées continue d'être assuré par l'établissement cédant, dans des conditions définies par une convention passée avec le fonds commun de créances cessionnaire.

Toutefois, le recouvrement peut être confié à une personne autre que l'établissement cédant lorsque le débiteur l'accepte expressément.

Article 25

Constitution et règlement du fonds commun de créances

1. Commentaire

Cet article prévoit les modalités de constitution du fonds commun de créances et le contenu de son règlement.

o Le premier alinéa indique que les fonds communs de créances sont constitués à l'initiative conjointe d'une "société chargée de la gestion" et d'une "société chargée des opérations de caisse". Il s'agit de l'application du principe traditionnel de séparation entre le gérant et le dépositaire qui prévaut en vertu de la loi du 13 juillet 1979 pour les fonds communs de placements. Le gérant prend toutes les décisions utiles à l'administration du fonds (achat de titres, etc...), le dépositaire exécutant les ordres du gérant et assurant les encaissements et les paiements.

Le projet de loi fait donc ici application aux fonds communs de créances de dispositions transposées du statut des fonds communs de placements ; par coordination avec les dispositions du chapitre II relatif à ces fonds communs de placements, il substitue simplement les termes "société chargée des opérations de caisse" au terme "dépositaire" et les termes "société de gestion" au terme "gérant", ce qui implique d'ailleurs "ipso facto" la suppression de la possibilité pour une personne physique d'être gérant.

o Le second alinéa précise quel doit être le contenu du règlement du fonds, après avoir indiqué qu'il est établi à l'initiative conjointe de la société chargée de la gestion et de la société chargée des opérations de caisse.

1

Le règlement devra faire mention du "garant" dans les cas où une garantie doit obligatoirement intervenir. Rédigé sur ce point de manière sibylline, le dispositif proposé appelle, pour sa compréhension, la réponse à trois questions distinctes.

Y aura-t-il, en premier lieu, obligation systématique, pour le fonds, de garantir les créances cédées ? La réponse est négative. En effet, l'intention du Gouvernement est bien de prévoir la possibilité d'un transfert du risque sur l'épargnant, ce dernier monnayant naturellement la prise en charge du risque lors de la souscription des parts. S'il y a transfert du risque, toute garantie devient inutile et même impossible ; si, en effet, les créances sont garanties, le risque de non-remboursement ou de remboursement anticipé est, par construction, porté par le garant des créances et non par le souscripteur des parts représentatives de ces créances. Votre Commission des Finances n'a d'ailleurs pas cru devoir s'opposer à cette possibilité d'un transfert du risque, pourvu que l'épargnant y souscrive en pleine connaissance de cause (cf. articles additionnels après l'article 24).

Quelles peuvent être, en second lieu, les modalités de la garantie ? Deux techniques semblent pouvoir être mises en oeuvre : la première consiste à assurer les créances auprès d'une compagnie d'assurance ou d'une société de caution ; celle-ci s'engage alors à compenser, moyennant une prime, les conséquences d'éventuels incidents de paiement pour le fonds ; la seconde consiste à "surdimensionner" les créances cédées, c'est-à-dire à céder des créances d'une valeur nominale supérieure à celle du produit des parts émises, la différence entre le montant des créances et celui des parts constituant un élément de sécurité susceptible "d'absorber" les conséquences de défaillances éventuelles.

Quelles seront, enfin, les conséquences, pour les épargnants, de l'absence ou de la présence d'une garantie des créances cédées ? En cas de garantie, les souscripteurs de parts auront la certitude de recevoir des sommes équivalentes à celles dont le paiement à leur profit est prévu par le contrat d'émission, c'est-à-dire le montant normal des amortissements de leurs parts et le montant intégral de la rémunération stipulée pour ces dernières ; les montants des amortissements et des intérêts versés étant fonction des caractéristiques des créances et celles-ci étant garanties, une telle règle s'impose d'évidence. En l'absence de garantie, en revanche, la rémunération des porteurs de parts connaîtra une limite naturelle, à savoir le montant des sommes réellement encaissées par les fonds, qui peut être inférieure aux

annuités d'amortissement des parts si certains débiteurs cédés sont défaillants.

En conséquence, le second alinéa indique que la garantie n'est obligatoire que lorsqu'une rémunération égale à celle prévue au contrat et des amortissements égaux à la valeur des parts sont prévus ; en l'absence de garantie, en effet, le fonds commun de créances s'engagerait, par une telle stipulation, à respecter un contrat sans avoir la certitude de le pouvoir. La garantie ne serait pas obligatoire, en revanche, lorsque le règlement du fonds limite aux sommes reçues des débiteurs la rémunération des porteurs de parts.

o Le troisième alinéa traite de l'hypothèse de transfert de la charge du recouvrement à une personne autre que l'établissement qui a accordé le crédit initial "titrisé". Cette question a déjà été évoquée dans un article additionnel avant l'article 25, adopté par votre Commission des Finances.

o Le quatrième alinéa, enfin, indique que le règlement doit prévoir les conditions d'affectation du boni de liquidation ; celui-ci, le plus souvent, sera affecté à l'établissement bancaire cédant les créances (en cas de "surdimensionnement", cf. commentaire de l'article 24).

2. Décision de la commission

Votre Commission des Finances a adopté deux amendements à l'article 25.

Le premier prévoit une nouvelle rédaction du second alinéa de l'article et supprime notamment la référence au "garant" pour lui substituer une référence aux "conditions de la garantie" ; celle-ci peut en effet résulter du surdimensionnement des créances cédées et donc ne pas faire intervenir un "garant", c'est-à-dire une personne physique ou morale.

Le second est un amendement de cohérence avec l'article additionnel adopté avant l'article 25 ; il supprime le troisième alinéa de l'article, dont les dispositions sont reprises et modifiées dans cet article additionnel.

Texte des amendements

Amendement

Remplacer la deuxième et la troisième phrases du second alinéa de cet article par les phrases suivantes :

Celui-ci prévoit les conditions de garantie des créances acquises par le fonds. Toutefois, il n'y a pas d'obligation de garantie lorsque le règlement prévoit que les sommes versées aux souscripteurs sont au plus égales à celles reçues des débiteurs des créances acquises par le fonds.

Amendement

Supprimer le troisième alinéa de cet article.



Articles additionnels après
l'article 25 et article 26.

Après l'article 25, votre Commission des Finances a adopté cinq articles additionnels dont l'objet est la reprise, au sein du chapitre IV, de dispositions figurant dans les chapitres II et III et applicables aux fonds communs de créances, en vertu de l'article 26.

La démarche de votre Commission des Finances a deux motifs :

- en premier lieu, les chapitres I à III du projet n'entreront en vigueur, aux termes de l'article 31 de celui-ci, qu'au 1er octobre 1989 ; dès lors, la solution consistant au renvoi, par le chapitre IV, à certains articles des chapitres II et III aboutirait à la situation peu logique où des articles destinés d'abord aux fonds communs de placement et aux SICAV seraient applicables aux fonds communs de créances, les dispositions des lois antérieures survivant encore un an pour les fonds communs de placement et les SICAV ; il n'est même pas évident, en outre, que les dispositions auxquelles il est renvoyé puissent "ipso facto" s'appliquer aux fonds communs de créances ;

- en second lieu, les dispositions auxquelles il est renvoyé en vertu de l'article 26 ne sont pas toujours adaptées aux fonds communs de créances et nécessitent fréquemment des ajustements rédactionnels.

Le premier des articles additionnels adoptés reprend l'article 9 du projet qui précise les caractéristiques de la société chargée de la gestion d'un fonds commun de créances : il doit s'agir d'une société commerciale ayant pour objet exclusif la gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Le second article additionnel reprend l'article 10 qui définit la société chargée des opérations de caisse, dénommée

dépositaire dans les lois de 1979 relative aux SICAV et aux fonds communs de placement. La société de caisse doit être un établissement de crédit ou une société d'assurance ; elle doit avoir son siège social en France et doit également s'assurer de la régularité des décisions de la société de gestion.

Le troisième article additionnel reprend les dispositions de l'article 11 qui fixe les modalités de désignation du commissaire aux comptes du fonds commun de créances.

Le quatrième article additionnel reprend les dispositions de l'article 18 qui fixe à 12 mois la durée des exercices comptables du fonds, sous réserve du premier exercice qui peut atteindre 18 mois. L'article 18 fixe en outre les obligations comptables du fonds (inventaire semestriel, sous le contrôle de la société chargée des opérations de caisse).

Le cinquième article additionnel reprend, enfin, les dispositions de l'article 16, qu'il a paru plus logique d'intégrer dans le chapitre IV après l'article 18. L'article 16 confère compétence à la Commission des opérations de bourse pour agréer la constitution et la liquidation du fonds ; il indique en outre que "les fonds doivent agir pour le bénéfice exclusif de leurs souscripteurs" et prévoit des sanctions pénales à l'encontre des dirigeants de droit ou de fait d'un fonds qui aurait fonctionné sans agrément. L'article additionnel, par ailleurs, ne reprend pas les dispositions de l'article 16 relatives à la fusion, la scission ou la transformation de l'organisme. Ces dispositions, applicables à une SICAV, ne paraissent pas devoir être retenues pour un fonds commun de créances.

Textes des articles additionnels

Amendement

Après l'article 25, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

La société chargée de la gestion visée à l'article 25 est une société commerciale dont l'objet exclusif est de gérer des

organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou des fonds communs de créances.

Elle représente le fonds à l'égard des tiers.

Amendement

Après l'article 25, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

La société chargée des opérations de caisse visée à l'article 25 est un établissement de crédit ou une société d'assurances ou tout autre établissement figurant sur une liste arrêtée par le ministre chargé de l'économie.

Elle doit avoir son siège social en France.

Elle est dépositaire des créances acquises par le fonds et de sa trésorerie.

Elle s'assure de la régularité des décisions de la société de gestion.

Amendement

Après l'article 25, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

Le commissaire aux comptes du fonds est désigné, pour six exercices, par la société de gestion parmi les personnes figurant sur la liste prévue à l'article 219 de la loi du 24 juillet 1966 précitée. Son mandat peut être renouvelé.

L'article 227, le deuxième alinéa de l'article 233, les articles 457 et 458 de la loi du 24 juillet 1966 précitée sont applicables.

Amendement

Après l'article 25, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

Le règlement du fonds commun de créances fixe la durée des exercices comptables qui ne peut excéder douze mois. Toutefois, le premier exercice peut s'étendre sur une durée différente, sans excéder dix-huit mois.

Les fonds communs de créances sont tenus d'établir, dans un délai de six semaines à compter de la fin de chaque semestre de l'exercice, l'inventaire des créances figurant à leur actif, sous le contrôle de la société chargée des opérations de caisse.

Amendement

|| Après l'article 25, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

La constitution ou la liquidation d'un fonds commun de créances est agréée par la Commission des opérations de bourse.

Les fonds communs de créances doivent agir au bénéfice exclusif de leurs souscripteurs. Ils doivent présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne notamment leur organisation, leurs moyens techniques et financiers, l'honorabilité et l'expérience de leurs dirigeants, l'indépendance des sociétés chargées de leur gestion, ainsi que les dispositions propres à assurer la sécurité des opérations. Seront punis d'une amende de 100.000 F à 5 millions de francs, les dirigeants de droit ou de fait d'un fonds qui aura procédé à l'achat de créances et à l'émission de parts sans avoir été agréé ou qui aura poursuivi son activité malgré un retrait d'agrément.

Article 27

Liquidation du fonds

L'article 27 indique qu'un fonds commun de créances ne peut survivre à l'extinction de la dernière créance qu'il porte à son actif, qui est corrélatrice de l'amortissement de l'ensemble des parts figurant à son passif.

Cette règle procède de la conception même du projet, qui ne vise pas à faire des fonds des organismes permanents, mais des entités constituées pour une seule opération d'achat d'un paquet de créances. Cette conception devra d'ailleurs être précisée par le Gouvernement.

Votre Commission des Finances a adopté conforme l'article 27.

Article 28

Régime fiscal des activités et des parts de fonds communs de créances

1. Commentaire

L'article 28 règle l'ensemble des questions fiscales soulevées par la création des fonds communs de créances. Ces questions sont de deux ordres : l'imposition des activités des fonds communs de créances (notamment au regard de la taxe sur la valeur ajoutée) et l'imposition des porteurs de parts de fonds communs de créances, tant pour les revenus procurés par celles-ci que pour les plus-values dégagées lors de leur cession.

o L'activité des fonds communs de créances devrait être dotée d'un régime fiscal favorable, similaire à celui qui s'applique aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

- En premier lieu, les fonds communs de créances, bien que dotés de la personnalité morale, seront exonérés d'impôt sur les sociétés au titre des revenus qu'ils encaissent ; ces revenus, constitués des intérêts versés par les débiteurs cédés, ne font, en effet, que "transiter" par le fonds commun, qui doit agir "pour le compte exclusif de ses souscripteurs". Le paragraphe 1 de l'article 28 prévoit donc un régime de transparence fiscale, identique à celui qui s'applique aux SICAV. L'article 208 du code général des impôts, qui comporte une longue liste d'activités exonérées (dont, notamment, les activités des SICAV) est complété à cet effet par un paragraphe 3 octies nouveau. Cette disposition jouera d'ailleurs peu, puisque, sauf cas de "surdimensionnement", les fonds communs de créances ne devraient pas réaliser de bénéfices.

- En second lieu, les opérations d'achat et de vente de parts de fonds communs de créances seront exonérées de l'impôt de bourse, perçu normalement au taux de 3 pour mille (ou au taux de 1,5 pour mille pour la fraction des cessions

excédant 1 million de francs) ; cette règle est également logique, dans la mesure où les opérations portant sur les obligations - dont les parts de fonds communs de créances emprunteront, à maints égards, le régime - sont exonérées de l'impôt de bourse. L'article 980 bis du code général des impôts, qui prévoit une liste d'opérations exonérées, est ainsi complété par un paragraphe 6° nouveau.

- En troisième lieu, l'activité des fonds communs de créances ne sera pas passible de la taxe sur la valeur ajoutée.

A cet effet, seront exonérées :

- . les fonds perçus au titre de la gestion du fonds commun de créances (le f de l'article 261 C du code général des impôts, qui exonère diverses opérations bancaires, est donc complété par une référence aux fonds communs de créances),
- . les sommes reçues par les banques cédantes au moment de la cession des créances ; l'option prévue par l'article 260 B du code général des impôts pour l'assujettissement à la T.V.A. ne pourra donc être exercée, l'article 260 C étant complété à cet effet dans son paragraphe 8°.

Il conviendrait en outre que le Gouvernement précise explicitement que la rémunération accordée à l'établissement bancaire qui conserve la gestion du recouvrement des créances cédées est bien exonérée de T.V.A.

o Le régime fiscal des parts de fonds communs de créances est fixé par le paragraphe 3 de l'article 28. Il conviendrait en premier lieu, d'examiner les propositions du Gouvernement, pour analyser ensuite les modifications qu'il serait nécessaire d'y apporter.

Ce régime repose sur une distinction fondée sur la durée à l'émission des parts. Les parts d'une durée inférieure à cinq ans seraient soumises au régime des titres de créances négociables (billets de trésorerie, certificats de dépôt, bons du trésor négociables, notamment) ; les parts d'une durée supérieure à cinq ans seraient, quant à elles, imposées selon le régime applicable aux obligations.

Les produits des parts d'une durée inférieure à cinq ans seraient donc soumis au prélèvement libératoire au taux de 32 % (auquel s'ajoutent deux points de prélèvement au profit de la sécurité sociale) ; les produits des parts d'une durée supérieure à cinq ans seraient, quant à eux, soumis au prélèvement libératoire au taux de 25 % (auquel s'ajoutent également deux points).

Les plus-values de cession seraient, par ailleurs, imposées au taux de 32 % (plus deux points) pour les parts d'une durée inférieure à cinq ans ; s'agissant des parts d'une durée supérieure à cinq ans, le régime applicable serait celui des cessions de valeurs mobilières (imposition à concurrence de 15 %, plus deux points, si les cessions excèdent 281.000 francs, pour l'imposition, en 1988, des plus-values réalisées en 1987).

Par ailleurs, le paragraphe 3 fixe le régime du boni de liquidation : celui-ci serait soumis au prélèvement libératoire au taux de 45 %, qui est le taux de droit commun pour les revenus d'épargne non soumis à un taux spécifique.

Ce dispositif est logique, dans son ensemble, au regard des principes actuellement appliqués.

 **Autefois :**

- la distinction entre les parts d'une durée supérieure ou inférieure à 5 ans n'a pas de fondement, puisque la durée des titres de créances négociables peut aller jusqu'à 7 ans ;
- ce régime ne tient pas compte des impératifs de l'harmonisation européenne ; à cet égard, le rapport du groupe de travail présidé par M. Daniel Lebègue ("la fiscalité de l'épargne dans le cadre du marché intérieur européen" - juin 1988) doit être pris en compte. Ce rapport souligne en effet que nos taux de prélèvements libératoires sont à la fois trop nombreux et trop élevés. Il préconise donc un taux unique.

2. Décision de la Commission

Votre commission a adopté trois amendements à l'article 28.

Le premier fait application d'un taux de prélèvement libératoire unique de 25 % pour les produits des parts de fonds communs de créances, quelle que soit la durée à l'émission de ces parts.

Les deux autres amendements concernent le paragraphe 4 de l'article 28 ; ils sont purement rédactionnels et répondent notamment à la directive donnée le 25 mai 1988 par le Premier ministre, qui prescrit de ne pas compléter les alinéas d'articles existants mais de les reprendre entièrement dans les lois qui les modifient.

Texte des amendements

Amendement

Remplacer le premier alinéa du 3. de cet article par deux alinéas ainsi rédigés :

3. Les produits des parts émises par les fonds communs de créances peuvent être soumis au prélèvement libératoire prévu au I de l'article 125 A du code général des impôts, ainsi que les boni de liquidation éventuellement constatés lors de la liquidation de ces fonds.

Le taux du prélèvement libératoire applicable aux produits des parts de fonds communs de créances est de 25 %. Il est fixé à 45 % pour l'imposition du boni de liquidation.

Amendement

Rédiger ainsi le 4. de cet article :

4. Le 8° de l'article 260 C du code général des impôts est ainsi rédigé :

"8° Aux frais et commissions perçus lors de l'émission des actions des sociétés d'investissement à capital variable et aux sommes perçues lors des cessions de créances à des fonds

communs de créances ou en rémunération de la gestion de ces créances ;"

Amendement

Compléter cet article par un 5. ainsi rédigé :

5. Le f du 1° de l'article 261 C du code général des impôts est ainsi rédigé :

"f. La gestion de fonds communs de placement et de fonds communs de créances ;"

Article additionnel après l'article 28

Après l'article 28, votre Commission des Finances a adopté un article additionnel reprenant les dispositions de l'article 23 relatives à la communication, par les fonds communs de créances, d'informations nécessaires à l'élaboration des statistiques monétaires. Cet article additionnel rend également la commission des opérations de bourse, dont les statistiques sur l'épargne collective sont très utiles, destinataire de ces informations.

Texte de l'article additionnel

Amendement

Après l'article 28, ajouter un article additionnel ainsi rédigé :

Les fonds communs de créances doivent communiquer à la Banque de France et à la Commission des opérations de bourse les informations nécessaires à l'élaboration des statistiques monétaires et financières.

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le jeudi 10 novembre 1988 sous la présidence de M. Jacques Descours Desacres, vice-président, la commission a procédé, sur le rapport de M. Jacques Oudin, rapporteur pour avis, à l'examen du projet de loi N° 28 (1988- 1989) relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et aux fonds communs de créances.

M. Jacques Oudin, rapporteur pour avis, après avoir rappelé que la saisine de la commission des finances ne portait que sur le chapitre IV du texte relatif aux fonds communs de créances, a décrit les principaux mécanismes mis en oeuvre par ce chapitre.

Son objet est la fixation du régime juridique des fonds communs de créances, organismes pourvus de la personnalité morale et destinés à recueillir, à leur actif, des créances cédées par des établissements bancaires, qui seraient acquises grâce au produit de titres négociables émis dans le public, qui figureraient au passif de ces fonds.

M. Jacques Oudin, rapporteur pour avis, a ensuite présenté les avantages de ce dispositif qui permettra d'accroître la fluidité du marché des capitaux et pourrait déboucher sur un abaissement du coût du crédit, cet abaissement apparaissant toutefois aléatoire.

Le rapporteur pour avis a également évoqué les dangers de ce mécanisme, qui recèle des virtualités inflationnistes et pourrait permettre aux banques d'esquiver une augmentation, pourtant indispensable, du montant de leurs fonds propres.

Il a, enfin, présenté ses principales propositions d'amendements, qui visent à mieux garantir la sécurité des épargnants et des débiteurs dont la créance est cédée et à prévoir un régime fiscal mieux adapté au regard de l'ouverture

européenne pour les parts émises par les fonds communs de créances.

A l'issue de l'intervention du rapporteur pour avis, **M. Robert Vizet** s'est déclaré hostile à ce projet, qui présente selon lui des dangers considérables pour les épargnants et les débiteurs.

M. Paul Loridant s'est déclaré perplexe face à un dispositif dont la mise en oeuvre devra être prudente et dont peu de banquiers ont aujourd'hui mesuré la portée. Ce projet contient en effet en germe l'éclatement des fonctions traditionnellement assurées par le système bancaire et les consommateurs sont très réticents face aux perspectives qu'il implique. Si la profession sait utiliser ses mécanismes, il pourrait toutefois se traduire à terme par un abaissement du coût du crédit. **M. Paul Loridant** s'est, enfin, déclaré en accord avec la philosophie des amendements présentés par le rapporteur pour avis.

M. Jacques Descours Desacres a indiqué être inquiet face à un projet qui pourrait entraîner une grave déresponsabilisation des organismes de crédit et comporter des risques inflationnistes non négligeables.

La commission est ensuite passée à l'examen des articles du projet de loi et des amendements proposés par le rapporteur pour avis.

A l'article 24, elle a adopté un amendement rédactionnel portant sur le second alinéa de l'article ; elle a également adopté, au troisième alinéa, un amendement prévoyant la possibilité d'effectuer une cession de créance sans notification au débiteur ; au quatrième alinéa, elle a adopté un amendement de coordination et a, enfin, adopté un amendement complétant l'article par un alinéa nouveau, conférant compétence à la commission bancaire pour contrôler le respect, par les fonds communs de créances, des dispositions de la loi.

Après l'article 24, elle a adopté deux articles additionnels précisant, pour le premier, les caractéristiques des documents devant être remis aux souscripteurs des parts des fonds communs de créances et la nature des contrôles exercés par la commission des opérations de bourse sur ce document et, pour le second, prévoyant une évaluation de la qualité des créances cédées par un organisme homologué par arrêté du ministre chargé de l'économie et des finances.

A l'article 25, elle a adopté un amendement d'ordre rédactionnel et un amendement supprimant le troisième alinéa

de l'article, relatif au recouvrement des créances cédées, dont les dispositions ont paru devoir être isolées dans un article additionnel.

Après l'article 25, elle a adopté, après intervention de MM. Jacques Descours Desacres, André Fosset, Josy Moinet, et sur proposition du rapporteur pour avis et de M. Paul Loridant, un article additionnel excluant toute possibilité de transfert du recouvrement de la créance cédée à un établissement autre que celui qui a accordé le crédit, sauf accord exprès du débiteur.

Après l'article 25, elle a également adopté cinq articles additionnels, introduisant dans le chapitre IV du texte des dispositions figurant dans les chapitres II et III, qui, aux termes de l'article 31 du projet, ne doivent entrer en vigueur qu'au 31 octobre 1989 et auxquels l'article 26 renvoie pourtant expressément.

A l'article 26, qui renvoie à certaines dispositions des chapitres II et III, elle a, par coordination avec les cinq additionnels adoptés après l'article 25, adopté un amendement supprimant l'article.

A l'article 28, qui fixe le régime fiscal des parts des fonds communs de créances, elle a adopté un amendement fixant à 25 % le taux du prélèvement libératoire applicable aux produits de ces parts, quel que soit le terme de leur échéance, et deux amendements rédactionnels.

Après l'article 28, elle a adopté un article additionnel précisant les obligations des fonds communs de créances en matière statistique.

La commission a ensuite adopté l'ensemble du chapitre IV du projet de loi ainsi amendé.