



Institut canadien des dérivés
Canadian Derivatives Institute

The Institute have the financial support of l'Autorité des marchés financiers
and the Ministère des Finances du Québec

Technical note

TN 15-01

**La crise des subprimes : vers un meilleur encadrement des risques
financiers liés à la titrisation des créances**

January 2015

This technical note has been written by Michèle Patricia Akiobe Songolo, Laval University

Under the supervision of Marc Lacoursière, Laval University

LA CRISE DES *SUBPRIMES* : VERS UN MEILLEUR ENCADREMENT DES RISQUES FINANCIERS LIÉS À LA TITRISATION DES CRÉANCES

Véritable instrument de dématérialisation de l'intermédiation financière, la titrisation permet à une banque de se séparer d'actifs tout en obtenant immédiatement en échange des capitaux, ce qui constitue pour ces entités un nouveau moyen de financement. « En effet, alors que les prêts à taux variables et les ventes de prêts participatifs permettent à un prêteur de partager les risques avec l'emprunteur, la titrisation des créances bancaires lui permet d'extraire la créance titrisée de son bilan réduisant ainsi la maturité moyenne du portefeuille de créances et éliminant le risque de variation des taux d'intérêt qui y est associé »¹. En outre, elle peut également leur permettre de se défaire du risque de certains actifs sans pour autant en transférer la propriété ni se refinancer : il s'agit alors de titrisation synthétique. À ce titre, elle favorise le mouvement de désintermédiation de bilan et l'interdépendance croissante des banques et des marchés financiers. La titrisation vise donc à mieux répartir les risques et élargir la quantité de fonds disponibles pour les prêts.

De plus, la titrisation est une opération à la base bien pensée. Outre le fait qu'elle permet d'améliorer la structure du bilan et de respecter le ratio prudentiel², la titrisation permet à la banque de segmenter et de transférer les risques. Elle lui permet également de trouver de nouveaux investisseurs sur le marché via le véhicule de titrisation (encore appelé *Special purpose vehicle* ou SPV). Pour un investisseur, l'opération a également quelques avantages. Elle va lui permettre d'investir sur des titres bénéficiant d'une bonne liquidité et de toute une série de garanties.

Cependant, la titrisation est un processus à l'intérieur duquel plusieurs notions, tant financières que juridiques, se côtoient. Après la crise des *subprimes*, l'action régulatoire a touché plusieurs aspects de la finance mis au grand jour; toutefois, cette action n'a pris en compte que certains éléments. Ce document d'analyse propose donc une vision, encore partielle, des aspects qui auraient dû, selon nous, attirer l'attention de plus d'un.

¹ Rachel SENAMI AHOYO, *La titrisation des créances bancaires : une étude en droit comparé*, maîtrise en droit, Québec, université Laval, 1997, p.3

² Le ratio prudentiel est un pourcentage minimum de détention de fonds propres en deçà duquel la banque présenterait un risque d'insolvabilité.

I- Le contrat de créance titrisée : une fenêtre ouverte sur plusieurs notions juridiques

Comme on aura de cesse de le remarquer tout au long de cette analyse, la titrisation est une opération, qui comme la plupart des opérations d'ingénierie financière, reste inconnue du grand public. Seuls les économistes, les mathématiciens et les financiers ont une maîtrise exacte de cette technique. Pour le juriste, l'ambiguïté est d'autant plus grande que l'expression titrisation peut, à la fois, avoir plusieurs significations. Ainsi, généralement confondue à tort aux effets de commerce (ceux-ci permettent la circulation des créances alors que la titrisation opère une diffusion des créances), la titrisation peut à la fois être considérée comme « l'écrit qui constate un acte juridique ou matériel, la qualité d'une personne et enfin, le certificat représentatif d'une valeur de bourse ou d'un instrument financier ».³ Les avenues à explorer qui découlent de cette définition sont donc : l'acte juridique, le prêt, qui est le point de départ de l'opération; l'instrument financier usité pour le déploiement du prêt et enfin les intervenants, qui transitent tout au long du processus. *In fine*, nous constaterons avec la présentation de l'opération de titrisation effectuée jusqu'ici, qu'elle est, somme toute, le témoignage vivant de la souplesse du droit des obligations et des contrats.

A- Au commencement était le crédit

Tout commence par l'octroi du crédit par un établissement financier. La notion de crédit a vu le jour afin de permettre au consommateur de mieux gérer leurs finances personnelles⁴. Plusieurs instruments financiers voient ainsi le jour pour faciliter et inciter la consommation dans la société. L'envers du décor est bien évidemment le problème lié au surendettement de la population. En 2012 au Québec, l'endettement des ménages a progressé de 11,4 % en un an, passant de 152 % à 163,4 %⁵. Mais avant d'aborder cette problématique du surendettement, revenons sur ce premier contrat financier qui constitue le point d'ancrage d'une opération de titrisation : le prêt (en d'autres termes, le crédit). Il est très important de s'appesantir sur la

³ Thierry GRANIER et Corynne JAFFEUX, *La Titrisation*, Coll. « Gestion », Paris, Economica, 2004, p.5.

⁴ Voir Jérôme LASSERE CAPDEVILLE, Michel STORCK et Régis BLAZY, *Le Crédit. Aspects juridiques et économiques*, coll. « Thèmes et commentaires. Actes », Paris, Dalloz, 2012, 202 p.

⁵ Pierre COUTURE, « Le taux d'endettement des ménages atteint un record », Le Soleil, 16 octobre 2012, en ligne : < <http://www.lapresse.ca/le-soleil/affaires/consommation/201210/15/01-4583623-le-taux-dendettement-des-menages-atteint-un-record.php> >, site consulté le 30 juin 2014

question, car, dans le domaine bancaire, « le risque de crédit est le risque bancaire de loin le plus important »⁶.

Ainsi donc, c'est dans le contrat de prêt que les banques se protègent. Elles y négocient des clauses de protection pour se prémunir contre d'éventuelles défaillances. Selon l'article 1378 du Code civil du Québec : « [le] contrat est un accord de volonté, par lequel une ou plusieurs parties s'obligent envers une ou plusieurs autres à exécuter une prestation ». Le parallèle en droit français se trouve à l'article 1101 du Code civil français. Le prêt est généralement un contrat synallagmatique. Il crée des effets pour les deux parties. Cependant, dans le cas d'espèces, c'est-à-dire dans le cadre d'une opération de titrisation, l'on voit très bien que la désintermédiation financière a influé, négativement ou positivement, sur ce rapport juridique. La banque va se permettre ainsi de titriser la créance conclue avec l'emprunteur, et très souvent sans son consentement. En effet, l'emprunteur ignore ce que devient son crédit une fois la transaction passée. Ce transfert de créance sans le consentement de l'emprunteur via l'opération de titrisation ressemble à une théorie qui est déjà applicable sur le marché bancaire : il s'agit de la cession conventionnelle du contrat. Cette théorie précise que la cession ne libère pas le cédant et ne crée pas d'obligations supplémentaires pour l'emprunteur; par conséquent, son consentement n'est pas très utile⁷.

De plus, il n'est spécifié nulle part, que ce soit au Canada ou en France, qu'en plus d'accorder un prêt, les banques pouvaient en disposer à leur guise⁸. On note déjà d'entrée de jeu un vide ou une négligence juridique.

Avec cette porte entrouverte, la titrisation va venir amplifier l'offre de crédit et dans le même temps, diminuer la qualité. On s'aperçoit alors que lors de la crise des *subprimes*, les banques ont embrayé dans la distribution des crédits, sans toutefois évaluer la capacité de financement des différents emprunteurs. Or, c'est une disposition qui est expressément consignée dans le

⁶ Christian JIMENEZ, « Les dérivés de crédit, outil de pilotage », *Revue Banque* 1999. 607. 40

⁷ La jurisprudence s'est inscrite en faux par rapport à cette théorie ; elle met de l'avant la nécessaire intervention du débiteur cédé. Voir Marc BILLIAU et Christophe JAMIN, « La cession conventionnelle de contrat exige le consentement du cédé », D. 1997. 5. 588; Laurent AYNES, « Cession de contrat : nouvelles précisions sur le rôle du cédé », D. 1998. Chr. 25.

⁸ Voir les articles 66 et suivant de loi sur la protection du consommateur au Québec, R.L.R.Q. 2012, c. P-40.1 (ci-après L.P.C) et les articles L311- 1 et suivant du Code de consommation français.

Code civil, dans la partie dédiée au prêt : « Le simple prêt est le contrat par lequel le prêteur remet une certaine quantité d'argent ou d'autres biens qui se consomment par l'usage à l'emprunteur, qui s'oblige à lui en rendre autant, de même espèce et qualité, après un certain temps »⁹. L'emprunteur devrait donc être en mesure de venir à bout de son engagement initial. Ainsi, c'est une mauvaise distribution du crédit qui constitue les premiers fondements de la bulle financière.

Nous avons dit plus haut que le contrat de prêt, qui est une créance, naît de la rencontre des volontés des deux parties au contrat; donc c'est un contrat consensuel, plus spécifiquement une promesse de prêt. À ce propos, « [le] Code civil définit le contrat comme un mécanisme créateur d'obligations; il s'en suit que les créances ne peuvent naître qu'au moment de la formation du contrat, c'est-à-dire, en ce qui concerne l'hypothèse du contrat consensuel, au moment de la rencontre des volontés ».¹⁰

Toutefois, on note que la formation du contrat de prêt ne résulte pas tant de l'accord des parties, que du versement par le prêteur de la somme empruntée. Le contrat de prêt est donc un contrat réel, analysé par la jurisprudence comme un contrat unilatéral à la base, et non comme un contrat synallagmatique qui n'impose d'obligations qu'au prêteur.¹¹

Cependant, le prêt accordé par un professionnel de crédit demeure un contrat consensuel. En effet, d'après la jurisprudence, pour le prêt accordé par un professionnel de crédit, seul le consentement des deux parties a de la valeur¹². Mais pour se prévaloir de ce contrat afin de réclamer la restitution des fonds à l'emprunteur, le professionnel de crédit doit faire la preuve de l'exécution préalable de son obligation de remise de fonds. La jurisprudence admet donc que c'est l'exécution du contrat par le créancier (c'est-à-dire la remise de la chose) qui lui concède un droit de créance, et par conséquent le droit d'en faire des réclamations :

On considère que le prêteur s'engage valablement à faire un prêt. Il y a là un contrat consensuel unilatéral, c'est-à-dire ne créant d'obligations qu'à la charge de l'une des parties: le prêteur est seul débiteur (il est tenu de remettre la chose). Ce premier contrat crée par son exécution un contrat de prêt, lorsque la chose prêtée est remise à l'emprunteur, contrat réel

⁹ C.c.Q, article 2314.

¹⁰ Gilles ENDREO, « Fait générateur des créances et échange économique », RTd Com.1984.223

¹¹ Alain Gauvin, *Droit des dérivés de crédit*, Paris, Revue Banque, 2003, p.129

¹² Civ. 1re, 7 avr. 2009, D. 2009. AJ. 1203, obs. AVENA-ROBARDET ; note GHESTIN ; JCP 2009. 27. 27, note LASSERRE-CAPDEVILLE ; RLDC 2009. 3449, obs. Maugeri ; Banque et Droit 2009. 126.18, obs. BONNEAU ; Defrénois 2009. 1942, note FRANÇOIS

unilatéral: l'emprunteur est seul débiteur (il est tenu de restituer la chose). Il y a donc existence successive de deux contrats distincts¹³.

En conclusion, le prêt peut être soit un contrat consensuel, soit un contrat réel.

Dans une opération de titrisation, les banques et les emprunteurs vont s'engager de manière consensuelle. Les banques vont même exécuter le contrat. Mais cet engagement consensuel va se désintégrer puisque les banques vont faire intervenir plusieurs autres acteurs dans le processus. Il ne s'agira plus uniquement de la volonté de deux parties. En effet, puisqu'à un moment la banque transfère les actifs par cession à une autre entité, il faudra alors encadrer la relation que le cessionnaire pourrait avoir avec le débiteur. Ainsi, tout bien pesé, l'opération de titrisation est légale dans son fondement, mais ésotérique dans son processus.

En résumé, le crédit peut être assimilé au prêt. Ce qui signifie qu'il implique la remise des fonds, le paiement des intérêts et la restitution du capital. Plus encore, le crédit implique un engagement par signature tel qu'un aval, un cautionnement ou une garantie.¹⁴

Deux notions constituent l'essence même d'une opération de crédit : la confiance et le risque. La confiance doit être de mise dans les deux sens. En effet, l'emprunteur se doit de restituer les fonds au terme prévu par le contrat; la banque, quant à elle, à un devoir d'information à remplir. Ainsi, si elle est emmenée à syndiquer le prêt de son client par quelques manières que ce soit, ce dernier doit être informé en temps et en heure.

La seconde notion est le risque. La banque prend un gros risque en prêtant des fonds à ses clients : le risque d'insolvabilité de ces derniers à l'échéance. Pour pallier la situation, le droit a mis en place des suretés et des garanties. En plus de ces garde-fous institués par le juridique, la banque doit également être vigilante et penser à toujours identifier les clients et analyser leurs historiques de crédit.

¹³ Centre d'aide aux entreprises Champlain inc. c. Banque royale du Canada, 1996 CanLII 5809 (QC CA), en ligne : < <http://canlii.ca/t/1nggv> > , site consulté le 2014-11-18.

¹⁴ À cet effet, l'article L313-1 du code monétaire et financier de la France dispose que : « Constitue une opération de crédit tout acte par lequel une personne agissant à titre onéreux met ou promet de mettre des fonds à la disposition d'une autre personne ou prend, dans l'intérêt de celle-ci, un engagement par signature tel qu'un aval, un cautionnement, ou une garantie. » Au Québec, nous trouvons des éléments similaires dans la loi sur la protection du consommateur et dans le code civil du Québec. Aux États-Unis, le Nouveau Bureau de la protection du consommateur institué par la loi Dodd Frank organise les questions relatives au crédit et aux sûretés.

Au demeurant, la titrisation, qui est essentiellement une opération de trésorerie, va donc permettre de mobiliser le crédit pour obtenir des disponibilités sur le long terme. Mais que serait un crédit sans garanties ? Certes, il faut un minimum de confiance entre les parties pour la bonne marche du contrat; mais ce lien de confiance gagnerait à être renforcé, et ce, par la mise en place des garanties et sûretés. L'objectif visé demeure toujours la bonne exécution des différentes transactions.

B- Les sûretés du prêt : le *collatéral* dans le contrat de créance titrisée

Une fois le prêt accordé, il faudrait s'assurer de la solvabilité de l'emprunteur. Lors de la crise, ce critère n'a pas véritablement été respecté. Or, il existe en finance ce que l'on appelle le collatéral, devenu un produit vedette dans le processus de titrisation. C'est une forme de garantie apportée par le débiteur en contrepartie du prêt qu'il a obtenu auprès d'un créancier (la banque) afin de prévenir une éventuelle situation d'insolvabilité. Il peut s'agir d'actifs transférables, d'argent, des lettres de crédit ou des titres d'État. Ainsi, en cas de défaillance du débiteur, le créancier a le droit de retenir les actifs remis en garantie afin de dédommager. L'usage de garantir les opérations bancaires par le collatéral s'est très vite répandu avec l'opération de titrisation; en effet, les marchés de gré à gré ont largement contribué au développement du collatéral, car celui-ci est fait de manière systématique pour égaliser l'absence des chambres de compensation. Les recommandations Bâle ont également encouragé cette technique dans la mesure où elles autorisent la réduction des exigences de capital pour les opérations couvertes par un collatéral¹⁵. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle, le véhicule de titrisation qui ne remplit pas nécessairement les exigences de fonds propres minimums va se prémunir de ce type de garantie au moment de la tranchéisation de titres.

La *collatéralisation* se remarque lorsque la dette est *secured* :

(1) une dette ou une créance sera considérée comme *secured* lorsqu'elle donne au prêteur le droit à un gage, *unsecured* dans le cas contraire;

¹⁵ COMITE DE BALE SUR LE CONTROLE BANCAIRE, *Bâle III : Dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité*, Banque des Règlements Internationaux, 2010, paragraphes 34-37, p. 8

(2) au sein de la catégorie qui bénéficie d'une base sécurisée, il est utile de faire le partage entre les créances qui permettent au prêteur de bénéficier d'un double recours, contre l'emprunteur et contre le gage, et celles qui ne permettent que la liquidation de l'actif donné en gage. Dans cette dernière catégorie figurent les ABS (*asset-backed securities*) et les titres émis par les fonds communs de créances lors de titrisations.¹⁶

Cependant, nous avons remarqué que les réglementations prudentielles qui ont vu le jour après la crise financière insistent pour rendre le collatéral obligatoire dans les transactions; alors que, d'un autre côté, l'aversion au risque pousse les banques prêteuses à être plus exigeantes vis-à-vis des emprunteurs (moyennement solvables) en ce qui concerne les garanties. Cette contrainte pèse également sur les banques lorsqu'elles font recours à la banque centrale pour un besoin de refinancement. À leur tour, elles doivent fournir des garanties pour obtenir des prêts. Tout cela a pour conséquence de rendre l'accès au crédit de plus en plus difficile. L'une des solutions serait, pour les banques centrales, de « faciliter l'accès à son guichet de refinancement, en accueillant des « papiers » moins sûrs et en plus grande quantité. Ce que la Federal Reserve et la BCE ont fait, avec plus ou moins de détermination selon les moments. »¹⁷

La troisième recommandation du comité Bâle a renforcé les exigences en matière de fonds propres (de 8 à 10,5 %); elle a également introduit un coussin de capital contracyclique et un ratio d'effet de levier. Pour accompagner Bâle III dans ses recommandations, nous proposons que, dans les pays de tradition civiliste, le collatéral soit assimilé aux différentes sûretés que l'on retrouve dans le droit civil; et le même exercice doit être fait dans les pays de la common law, c'est-à-dire assimiler l'encadrement du collatéral à l'encadrement des *securities*. Partant de là, il sera aisé de construire un parallélisme. En finance, la priorité est donnée à la célérité et à la rapidité des opérations; d'où la nécessité d'éviter de s'encombrer avec les textes législatifs, qui pourraient créer à leur tour une situation d'arbitrage réglementaire¹⁸. Toutefois, au regard des effets de la crise, il serait important de décliner la réglementation dans la sphère du droit pour mieux se prémunir contre les prochaines bulles. Rappelons une fois de plus l'importance de

¹⁶ Vivien LEVY-GARBOUA et Gérard MAAREK, « La contrainte cachée du collatéral », REF.2013. 109. 198

¹⁷ *Id.*, p. 212

¹⁸ L'arbitrage réglementaire consiste à contourner la loi en cherchant une faille ou une autre loi alternative qui faciliterait les innovations financières.

sûretés : elles permettent aux banques d'éviter des emprunteurs insolvable. Le collatéral fonctionne exactement comme une sûreté réelle. On pourrait appliquer à chaque partie les obligations découlant de l'hypothèque avec ou sans dépossession prévue par le Code civil. Ainsi, lors de la signature du contrat, il serait plus judicieux d'inclure ces obligations dans les stipulations; cela faciliterait grandement les recours.

II- Une vision prospective de l'analyse de l'encadrement des créances titrisées dans une opération de titrisation

Malgré l'incertitude et le doute dans lesquels les créances titrisées placent la plupart des investisseurs aujourd'hui, nous restons convaincus qu'il existe des moyens de mieux les encadrer. Mieux encadrés, ils seront alors plus faciles à manier. Des réglementations et des résolutions ont vu le jour. Aux États-Unis, le Titre VII de la Loi Dodd-Frank a modifié le *Commodity Exchange Act*¹⁹ de refonte de la structure et de la surveillance du marché de gré à gré des produits dérivés qui avaient déjà fait l'objet de peu ou pas de surveillance; il a également mis en place un nouveau cadre législatif pour la régulation complète des institutions financières qui participent au marché des swaps²⁰ qui doivent s'inscrire et être soumis à une plus grande surveillance. En Europe, les autorités régulatrices ont transposé les recommandations de Bâle III dans une directive appelée CRD 4 et le règlement CRR (*Capital Requirement Regulation*)²¹. Le règlement CRR et la directive sur les exigences de fonds propres CRD IV visent à stabiliser et à renforcer le système bancaire en contraignant les banques à mettre davantage de capitaux de côté, dont des capitaux de haute qualité, pour atténuer les effets des crises. Le règlement (CRR)

¹⁹ La *Commodity Exchange Act* (CEA) régit le commerce des contrats à terme de matières premières aux États-Unis.

²⁰ Le swap est une opération financière qui consiste en un échange de flux financiers entre deux contreparties, selon un échéancier fixé à l'avance.

²¹ La Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE Texte présentant de l'intérêt pour l'Espace Économique Européen (EEE); Et le Règlement (UE) n ° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n ° 648/2012 Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.

couvre les aspects fonds propres, liquidité, ratio de levier, grands risques et risques de crédit de la contrepartie : ce corpus réglementaire unique (*single rule book*) s'applique directement à l'ensemble des établissements des États membres. En outre, après quelques années d'atermoiements, l'Europe s'est dotée en 2012 d'une directive sur les produits dérivés. Il s'agit de l'*European Market Infrastructure Regulation* (EMIR). L'EMIR met en œuvre l'accord du G20²² qui propose de centraliser la compensation des dérivés de crédit dans l'Union européenne. La compensation centrale est un mécanisme important qui va permettre de réduire le risque systémique, et aider à protéger contre un effet domino, les défaillances dans le système financier.

En ce qui concerne le Canada, l'angle d'approche est tout autre. Bien que les effets de la crise n'aient pas été aussi néfastes au Canada comme dans les autres parties du globe²³, reste néanmoins que ce pays n'est pas à l'abri des surprises des marchés d'autant plus qu'il est financièrement connecté aux États-Unis. Ainsi, afin d'éviter les mauvaises surprises, voire de les anticiper, le Canada s'est également intéressé à l'encadrement du système bancaire parallèle. Le Bureau du Surintendant des Institutions Financières, la Banque du Canada en ont d'ailleurs fait leur cheval de bataille. Pour ce qui est des produits dérivés, au Canada, seules les autorités de réglementation des valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, du Manitoba, de l'Ontario et du Québec réglementent les dérivés. On peut à cet égard regrouper l'Alberta et la Colombie-Britannique, car elles adoptent une approche similaire. Il en est de même de l'Ontario et du Manitoba, mais leur approche n'est pas la même que celle des deux premières. En outre, le Québec a adopté pour sa part une loi sur les instruments dérivés. Cette loi régit à la fois les dérivés négociés en bourse et les dérivés de gré à gré. Elle impose des exigences de reconnaissance et d'inscription des courtiers et des conseillers. Il faut toutefois préciser que les dérivés de gré à gré et les opérations auxquelles participent des « contreparties qualifiées » ne sont pas assujetties à l'application de la plupart des principales dispositions de la loi.

Par ailleurs, le Canada participe aussi à l'encadrement de la titrisation à travers la loi sur les sociétés de fiducie et de prêt (L.C. 1991, ch. 45).

²² Sommet de Pittsburgh, 24 et 25 septembre 2009.

²³ La Suède a également su bien gérer la crise financière de 2008.

Cependant, notre attention s'est posée sur ce qui, selon nous, représente la manivelle de toute l'opération de titrisation : la fiducie. Que représente-t-elle réellement au sein d'une opération de titrisation?

Pour aller plus loin et tout autant que la place de la fiducie dans l'opération de titrisation, la question de l'intégrité dans les marchés financiers nous préoccupe fortement. Nous voyons bien que cette intégrité a été mise en mal lors de la dernière crise financière en date. C'est la raison pour laquelle nous pensons qu'il serait intéressant de faire un arrêt sur l'éthique dans la finance. Cela est d'autant plus intéressant quand nous pensons au profond malaise dans lequel les créances titrisées et les dérivés de crédits ont placé bon nombre d'institutions financières, allant souvent même jusqu'à la paralysie de tout un système. Une prise de conscience s'avère incontournable et pourrait ainsi transcender l'utilisation qui est faite aujourd'hui des créances titrisées.

A- La fiducie revisitée et adaptable à une opération de titrisation

Au Québec, la fiducie est la structure qui permet d'administrer les biens d'autrui. C'est l'équivalent civiliste du *trust*. La fiducie englobe différentes catégories d'institutions dépendamment des applications dont elle est sujette. « La fiducie sous sa forme romaine offre peu d'intérêt. Pourquoi, en effet concéder à un tiers un droit plus étendu qu'il est nécessaire? Il suffisait donc de signaler cette autre forme de fiducie qui n'aura d'utilité que dans les cas très rares. C'est ce qui s'est présenté au Japon, où l'insuffisance du régime légal des sûretés a amené les praticiens à pratiquer la fiducie à titre de garantie et à en admettre la validité. »²⁴ Mais ce rôle est-il le même que celui qu'elle joue dans une opération de titrisation?

Le particulier va contracter son prêt auprès de l'établissement de crédit. Ce dernier va alors céder les créances à un arrangeur qui peut être une structure indépendante du cédant ou alors une équipe d'ingénierie financière à l'intérieur de la banque. L'arrangeur est chargé de la structuration globale de l'opération. Il va ainsi créer un véhicule de titrisation tout en respectant

²⁴ Travaux de la semaine internationale du droit, Paris, 1937, p.1 et suiv. cité par Claude WITZ : « Les transferts fiduciaires à titre de garantie », dans *Les opérations fiduciaires*, Actes de colloque de Luxembourg des 20 et 21 sept 1984, Feduci, LGD, 1985, p. 1, spéc. p. 3.

les objectifs du cédant concernant les créances à attribuer à ce véhicule. L'arrangeur émet également des obligations et leur découpage en tranche d'émission. Lorsque l'opération est structurée, le portefeuille de créances est transféré au véhicule de titrisation qui est l'émetteur de titres.

L'émetteur des titres adossés aux créances est une structure financière créée pour l'occasion par la banque initiatrice. Cette structure qui porte le nom de SPV (*Special Purpose Vehicle*), ou conduit acquiert des créances et émet des parts représentatives de ces créances. Elle agit donc comme un intermédiaire entre l'établissement prêteur et les investisseurs, acquéreurs finaux des titres. Précisons que les investisseurs qui ont acquis les titres sont remboursés et rémunérés sur la base des revenus générés par les actifs sous-jacents. Si dans les pays de la *common law* le SPV remplit les fonctions d'un « trust », dans les pays de culture civiliste, cette structure prend la forme d'une fiducie. Ainsi, en France par exemple, en lieu et place du SPV, nous avons le Fonds Commun de Titrisation (FCT). Nous trouvons que son rôle et sa fonction ne sont pas très bien précisés dans le cadre d'une opération de titrisation juridiquement parlant. Est-ce qu'on doit la considérer comme une fiducie, tel que prévu par le Code civil ou alors doit-on trouver un cadre d'adaptation en ce qui concerne la titrisation?

On peut donc résumer le processus comme suit :

- La contraction d'un prêt hypothécaire par un emprunteur auprès d'un établissement crédit. Ce prêt doit remplir les conditions d'octroi tel que prévu par la réglementation en vigueur dans un pays donné. Aux États-Unis, la loi sur les prêts hypothécaires résidentiels (*The Home Mortgage Disclosure Act*) a vu le jour en 1975 et est chargée principalement de l'encadrement de la diffusion de ces prêts. Au Canada, chaque province a sa politique de prêt d'hypothèque. Au Québec, c'est le livre 5 et le livre 6 du Code civil qui traitent des prêts et des hypothèques. En Europe, le Conseil a adopté en janvier 2014 la directive sur les contrats de crédit relatifs à la propriété immobilière résidentielle. Cette directive qui sera mise en œuvre par les États membres de l'UE a pour but de protéger les consommateurs en décourageant les prêts et emprunts irresponsables et en créant un marché unique et concurrentiel du crédit hypothécaire.

- La cession des créances à une structure adaptée, le SPV. L'établissement de crédit constitue donc un portefeuille de prêt qu'il transfère ainsi à la structure qui peut être un trust ou une fiducie. Généralement en droit civil lorsqu'on parle de cession, on parle parallèlement de transfert de propriété. Au Canada par exemple, c'est le Code civil dans le chapitre premier de son cinquième livre qui régleme la vente et les obligations qu'elle fait naitre. Nous verrons plus tard qu'avec la titrisation, cela ne se passe pas exactement de cette manière.
- L'émission des titres négociables par le trust ou la fiducie et acquisition de ces titres par des investisseurs. La qualité des titres est évaluée par des agences de notation afin de permettre aux investisseurs de s'engager en connaissance de cause.

La remarque que l'on fait immédiatement est l'imbrication de plusieurs notions de droit civil et de *common law* dans l'opération de titrisation : le prêt hypothécaire, la cession et la garantie. Normalement, cet encadrement juridique existant aurait pu être un atout majeur de l'opération, car il pose les jalons qui permettent de respecter les obligations de tout un chacun dans un montage complexe comme celui de l'opération de titrisation. Seulement dans une opération de titrisation, les conditions d'exercice de ces notions ne sont pas aussi strictes que les dispositions prévues par le droit civil ou les traditions des pays de la *common law*. Il y a comme une réadaptation, ou mieux, une redéfinition de la notion de prêt et de cession dans la titrisation. Ceci est rendu possible grâce au à l'attentisme des juristes dans le montage de l'opération. Ainsi, l'opération est très peu règlementée. Pour le juriste, la qualification et la classification deviennent alors très imprécises. À partir de là, les acteurs financiers ont eu la latitude de créer un précédent qui est devenu un cadre légitime dans lequel l'opération fonctionne. Quand tout va bien, il n'y a pas d'interrogations. Mais à la moindre difficulté, il est compliqué de dissocier les obligations de chaque acteur parti à l'opération.

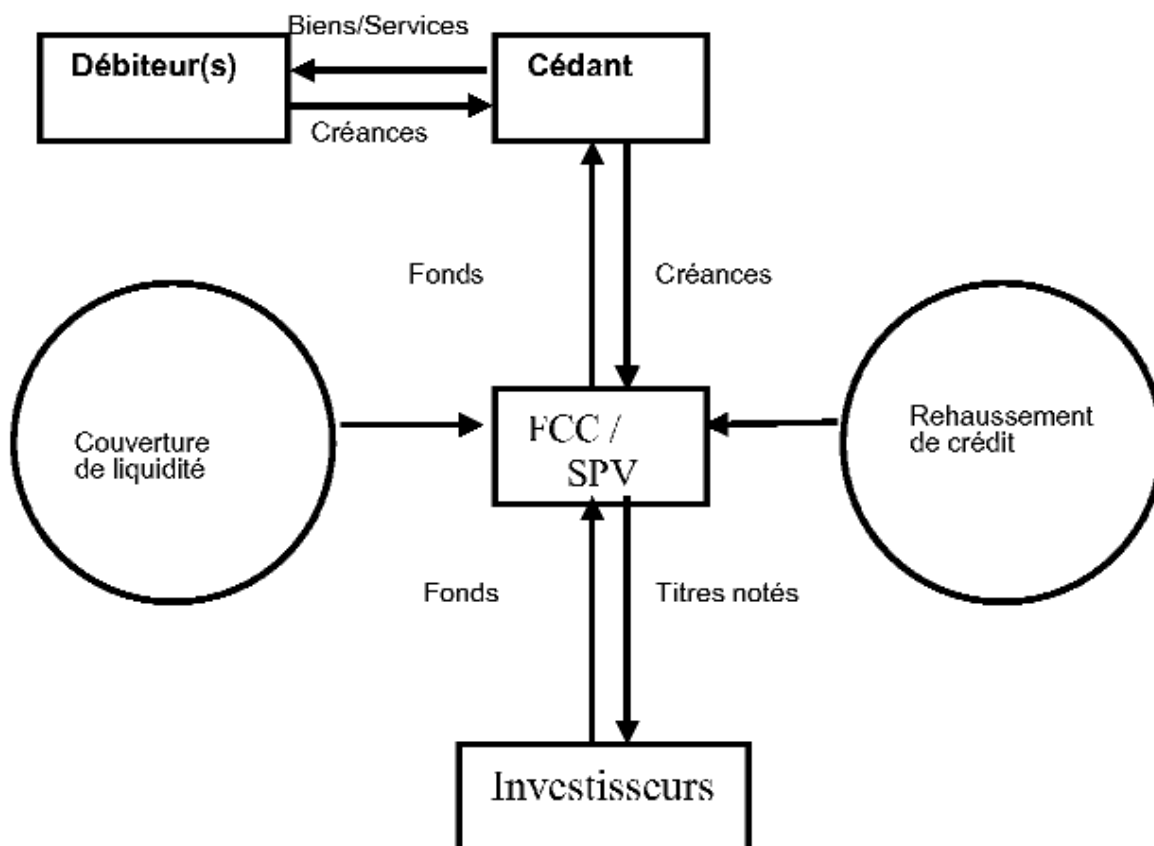
Nous voyons donc que dans la titrisation la fiducie a un tout autre rôle. Elle va au-delà d'un transfert de propriété aux fins de garantie. Le SPV, une fois à la réception de titres, procède à l'émission de ces derniers via les créances titrisées en utilisant un collatéral aux fins de garantie. L'émission se fait donc par tranche de moins bonne qualité de titres à la qualité

suprême. Avec cette forme de fiducie, on s'éloigne de plus en plus de la source des titres. La fiducie est donc uniquement une étape supplémentaire dans le processus et non un outil comme le droit civil l'a toujours présenté jusqu'à ce jour. La relation entre la banque initiatrice (le cédant) et le SPV est plus libre dans la mesure où, contrairement au droit civil, le SPV est totalement autonome du cédant. En effet, la cession ici est un moyen pour la banque de gérer ses actifs. Généralement, elle va faire sortir de son capital les portions d'actifs à risques, mais très demandés sur le marché; c'est également une forme de gestion de risques. À son tour, le SPV va vendre ses actifs sous forme de titres dérivés à des investisseurs. Tout se passe alors comme si chacun se débarrasse de ces actifs et généralement, c'est le destinataire final, c'est-à-dire l'investisseur qui en pâtit. Il devient alors difficile d'en appeler à la responsabilité de l'un ou de l'autre lorsque les actifs de base viennent à se dégrader. Nous sommes loin de la fiducie qui joue le rôle de garantie. Il faudrait peut-être penser aux recours que pourrait avoir un SPV ou un investisseur vis-à-vis de la banque initiatrice. Parce qu'en cas de dégradation des actifs de base, c'est le SPV qui est seul responsable du recouvrement. Entre la banque initiatrice et le SPV, il s'agit alors d'une cession de créances; l'emprunteur, qui est le débiteur cédé, devient automatiquement débiteur du SPV. D'où la nécessité de prévoir un cadre pour la cession de créances dans la titrisation. Ce type de cession permet à la banque d'améliorer sa trésorerie, mais est risqué pour le cessionnaire initial (SPV) et le cessionnaire final (investisseurs) sur qui pèse la charge du recouvrement. Toutefois, pour ce dernier acteur, l'avènement du rehaussement de crédit va permettre de gérer le risque de recouvrement. En effet, le rehausseur (*monoline*) « garantit explicitement aux détenteurs des titres le paiement intégral des intérêts et du capital aux dates prévues par l'échéancier établi lors de l'émission obligataire. L'engagement donné aux investisseurs est irrévocable, inconditionnel et demeure en vigueur pendant toute la durée de vie des titres. »²⁵ Le rehaussement peut prendre plusieurs formes à savoir : « la lettre de crédit irrévocable, l'assurance, les *spreads* de crédit, les comptes de gage espèces garantissant les engagements du véhicule, le surdimensionnement et les titres prioritaires ou de second rang ».²⁶

²⁵ Delphine LAUTIER et Yves SIMON, « Les rehausseurs de crédit. Anatomie d'une crise. », *Risques* 2008. 73. 285.

²⁶ Bank for International Settlement (1992), *Asset Transfers and Securitisation*, Bâle, Bank for International Settlements.

Figure 1. Titrisation



Source : Sobreira ROGERIO, « Innovation financière et investissement. Le cas de la titrisation », *Innovations* 2004, 19. 119.

Cependant, la situation est plus délicate, car il s'agit des marchés de gré à gré, où le respect des obligations est en grande partie fondé sur une relation de confiance²⁷. Reconnaissons tout de même que cette relation est balisée, car en cas de faillite de la banque, une procédure collective sous le contrôle administratif peut être ouverte afin de discuter du sort des actifs du bilan et des actifs hors-bilan. Très souvent, les banques procèdent aux transferts de créances à l'insu des emprunteurs, car, comme on l'a dit, elles le font dans le seul but de gérer le risque et

²⁷ Lire à ce sujet, le rapport du COMITE DE BALE SUR LE CONTROLE BANCAIRE et de l' ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DES VALEURS, *Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement*, septembre 2013, p.2

de faire du profit. Cela vient encore complexifier la situation. En effet, l'emprunteur pourrait facilement se dédouaner de toute responsabilité puisque les transactions ont été réalisées à son insu. Comme solution, le SPV pourrait demander que notification soit faite à l'emprunteur avec promesse de ce dernier, de payer le SPV en cas de manquement. L'investisseur peut quant à lui être directement en contact avec le SPV.

Par ailleurs, on distingue deux structures d'émission pour ces produits dérivés dans une titrisation classique : la technique du *pass-through* et la technique du *pay-through*. Le *pass-through*, créé par une agence fédérale américaine, *Gouvernement National Mortgage Association* (GNMA), a pour objectif de « protéger les prêteurs contre les remboursements anticipés »²⁸. Les créances hypothécaires sont rassemblées dans un portefeuille par la banque; ensuite ce portefeuille est cédé au véhicule hors-bilan qui va se charger d'émettre les titres représentant un droit de propriété indivis. Précisons que les titres ainsi émis sont affectés par les changements de taux d'intérêt appliqué sur l'actif sous-jacent. Par la suite, les investisseurs vont acquérir ces titres et les revenus de l'actif sous-jacent leur seront reversés au prorata de leur participation. Le *pass-through* est une véritable cession de créances; le cédant (la banque émettrice) va reverser tous les fonds provenant des débiteurs (emprunteurs) au véhicule hors-bilan qui les reversera progressivement aux investisseurs, et ceci quel que soit le mode de remboursement. Les investisseurs acquièrent donc une participation directe et sont rémunérés directement et régulièrement par les flux générés par le portefeuille d'actifs. Cependant, les emprunteurs ne sont généralement pas au courant que les intérêts qu'ils versent vont directement aux investisseurs. Ce qui n'est pas normal, car dans une cession de créances tel que prévu par la loi, le cédant, le titulaire de la créance et le cessionnaire doivent être au courant des détails du contrat. D'ailleurs l'article 1641 du Code civil du Québec est très précis sur la question :

La cession est opposable au débiteur et aux tiers, dès que le débiteur y a acquiescé ou qu'il a reçu une copie ou un extrait pertinent de l'acte de cession ou, encore, une autre preuve de la cession qui soit opposable au cédant. Lorsque le débiteur ne peut être trouvé au Québec, la cession est opposable dès la publication d'un avis de la cession, dans un journal distribué dans la localité de la dernière adresse connue du débiteur ou, s'il exploite une entreprise, dans la localité où elle a son principal établissement.

²⁸ John K. THOMPSON, *La titrisation : une perspective internationale*, Paris OCDE, 1995, p.38

Contrairement au *pass-through*, avec la technique du *pay-through* les titres sont émis par le véhicule de titrisation et alimentés par le titre sous-jacent, mais dont les caractéristiques ont été adaptées pour répondre aux besoins des investisseurs. Ici, les investisseurs n'ont pas de participation directe dans le portefeuille titrisé, ils ont simplement investi dans un instrument de dette adossé à un pool d'actifs. Les flux proviennent des actifs sous-jacents au véhicule de titrisation qui les restructure et les distribue aux souscripteurs. Avec cette technique, le SPV a la possibilité de réinvestir les excédents à court terme; ce qui n'est pas possible avec la technique du *pass-through*. Le *collateralized mortgage obligation* (CMO), créée par Freddie Mac, est la forme la plus répandue de la technique *pay-through*.

Aussi, comme autre technique de titrisation, nous avons la titrisation synthétique qui utilise également une variété d'instruments dérivés. Contrairement à la titrisation classique, dans la titrisation synthétique il n'y a pas de transfert de portefeuille de titres au véhicule hors-bilan; d'ailleurs, il n'y a tout simplement pas de transfert de propriété, c'est uniquement le risque qui est transféré. L'instrument utilisé pour ce type de transfert du risque est le dérivé de crédit. « Les dérivés de crédit sont des instruments qui permettent de transférer de manière synthétique ou par un contrat passé entre deux contreparties, tout ou partie du risque de crédit et le rendement et portant sur un tiers qualifié d'entités de référence »²⁹.

Ces propositions de solutions peuvent apaiser les esprits, mais gardons en mémoire que lors de la crise des *subprimes*, les actifs en cause étaient des prêts à risques accordés aux emprunteurs peu solvables. Les recours suggérés seraient inutiles puisque l'emprunteur, c'est-à-dire le débiteur, est insolvable. Il faudrait revoir le problème à la source; en d'autres termes il faudrait questionner les valeurs que promeut la finance et se demander laquelle des valeurs peut participer de sa stabilité dans le long terme.

B- L'éthique, bonne gardienne de la titrisation « responsable »

Nous pensons qu'il est encore possible de transformer la titrisation en une opération « responsable ». Au-delà des réglementations et des politiques diverses, nous aimerions juste

²⁹ T. GRANIER, et C. AFFEUX, Préc. Note 3. p.182

mentionner qu'une opération de titrisation « responsable », comme la plupart des activités humaines, dépend largement du comportement des individus qui y participent; si chacun exerce son jugement et assume pleinement ses responsabilités, la stabilité financière sera certainement consolidée.

Pour aller plus loin dans la démonstration d'avoir une titrisation « responsable », nous constatons à la suite de Carroll (1979)³⁰ que la responsabilité éthique est une des quatre responsabilités de tout agent économique. Carroll distingue essentiellement la :

- Responsabilité discrétionnaire
- Responsabilité éthique
- Responsabilité légale
- Responsabilité économique

L'éthique est aussi importante que les théories économiques et les réglementations. De plus, toutes ces responsabilités doivent se compléter afin d'atteindre le résultat escompté, c'est-à-dire parvenir, par exemple, à mettre en place une opération plus encadrée et génératrice de financement.

Avec l'avènement de la crise, le lien de confiance entre les banques et les différents protagonistes du processus de titrisation s'est effrité. La responsabilité éthique apparaît être le meilleur moyen de rétablir l'ordre dans les marchés en empêchant les déviances. Le Rapport De Larosière vient également renforcer tout cela en décrivant les maux nés du processus de titrisation et en exposant les moyens d'y remédier via une approche éthique et responsable. Les maux en question sont: l'opacité et la complexité des structures financières, les exigences faibles pour l'octroi de crédits (qui est l'origine des *subprimes*, prêts à risque accordés à des ménages peu solvables), les activités hors-bilan des banques et une faible gouvernance :

Un système financier robuste et concurrentiel doit assurer l'intermédiation entre ceux qui disposent de ressources financières et ceux qui ont des besoins en matière d'investissement. Il faut pour cela que toutes les parties puissent se fier au bon fonctionnement des institutions et à la continuité des marchés. « Cette confiance, qui semblait aller de soi lorsque les systèmes financiers fonctionnaient bien, a disparu lors de

³⁰ Lire Archie B. CARROLL, «A three-dimensional conceptual model of corporate performance», 4 *Acad. Manage. Rev.* (1979).

la crise actuelle, en grande partie parce qu'ils sont récemment devenus complexes et opaques... des exigences faibles pour l'octroi de crédits, une mauvaise évaluation des asymétries des échéances, une utilisation très excessive du levier de bilan et hors bilan, des lacunes dans la surveillance réglementaire, des pratiques procycliques en matière comptable et de gestion des risques, un système déficient de notation du crédit et une gouvernance faible ³¹ .

La question que l'on se pose actuellement est celle de savoir comment mettre efficacement en œuvre les considérations éthiques dans le processus de titrisation. À travers les lois et les règlements, nous avons déjà un bon mécanisme de protection ou de sanction, garante, outre mesure de l'éthique et de l'intégrité financières. En plus de ces mécanismes, il faudrait concevoir des organismes et des fonds chargés de la diffusion et de la mise en œuvre de ces considérations. Puisque l'objectif final est l'obtention d'une opération "responsable" de bout en bout par analogie à la finance responsable, on pourrait se servir de la méthodologie de l'investissement socialement responsable (ISR) pour y parvenir. L'ISR est l'application des principes du développement durable à tout placement financier.

Plus précisément, l'ISR c'est l'étude « de produits d'épargne (comptes courants, comptes à fort rendement, livrets d'épargne, dépôts structurés), de produits d'investissement (institutions d'investissement collectif: fonds et sociétés d'investissements; pensions et assurances: plans et fonds de pension, plans de retraite, assurances- vie ou *unit linked*; fonds thématiques), d'instruments de financement du crédit et de mécanismes de soutien financier (microcrédits, fonds de roulement, fonds de garantie mutuelle et capital-risque), qui comprennent dans leur conception des critères environnementaux, sociaux et de bonne gouvernance, sans négliger aucunement les objectifs nécessaires en matière de risques et de rentabilité financière »³².

L'ISR vient : « reconstruire le lien entre l'investisseur et le projet de développement, en se préoccupant de la question de la cohésion sociale. »³³ Il rapproche tout simplement l'investissement de sa fonction première qui est le développement. Il optimise alors l'allocation

³¹ Extraits du Rapport De Larosière, Bruxelles 2009 p.16

³² Avis du Comité Économique et Social Européen sur le thème « Produits financiers socialement responsables » (2011/C 21/06) avis d'initiative, point 3.1.1).

³³ Corinne GENDRON et Gilles L. BOURQUE, « Une finance responsable à l'ère de la mondialisation économique », *L'Économie politique* 2003.18.59

d'actifs en prenant en compte des critères autres que financiers à savoir les critères sociaux, éthiques et environnementaux³⁴. Dans cette perspective, les profits à long terme sont préférés aux attentes individuelles à court terme. Très souvent ce sont les gros investisseurs, c'est-à-dire les investisseurs institutionnels qui sont plus aptes à s'adonner à l'ISR³⁵.

Cependant, pour se réaliser, l'ISR va s'appuyer sur la bonne gouvernance et sur la capacité des investisseurs à rendre compte de leurs actions. Pour ce faire, il prend trois formes; il peut s'agir :³⁶

- Des fonds qui prennent en compte les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (facteurs ESG), encore appelés *community investment* : Ils vont faire un croisement entre le profit financier et les facteurs ESG, afin d'atteindre la durabilité en matière de placement.
- Des fonds d'inclusion ou d'exclusion, *screening* : Ils sont encore dénommés placements éthiques et consistent à exclure ou inclure des entreprises sur la base des critères sociaux et environnementaux (alcool, jeu, nucléaire, OGM etc.). Généralement, les investisseurs soucieux socialement vont chercher les placements positifs pour la société.
- De l'activisme actionnarial, *shareholder advocacy* : Les investisseurs vont exiger des entreprises une responsabilité sociale très forte. Très souvent, les actionnaires sont interpellés sur leur exercice du droit de vote et sur le dialogue direct. Ce qui implique que les résolutions environnementales et sociales figurent à l'ordre du jour.

Les différentes étapes du processus de titrisation s'apparentent à des placements : la banque qui place ses actifs, le SPV qui place des titres et au final l'investisseur qui place son argent. En gros, les différents acteurs de l'opération sont en quelque sorte des investisseurs; ils escomptent minimalement un bénéfice avec le dénouement de l'opération. Le prototype d'un placement "responsable" prendrait donc en compte les différents éléments de ces trois formes d'ISR. Il ne restera plus qu'à codifier légalement le résultat afin qu'il soit opposable à tous.

³⁴ Ivan TCHOTOURIAN, «L'investissement socialement responsable imposé aux gérants de portefeuille: vraie réforme ou faux semblant de la loi "Grenelle II" en faveur de l'ISR? », *Papyrus* 2010. 3, en ligne < <http://hdl.handle.net/1866/4162> >, site consulté le 17 novembre 2014.

³⁵ César DE BRITO, *L'investissement socialement responsable*, Paris Economica 2005, p. 32

³⁶ Steve Schueth. « Socially Responsible Investing in the United States », 43 (3) *Journal Of Business Ethics*, (2003) 190-191.

Par ailleurs, la titrisation « responsable » pourrait vaciller du secteur bancaire vers le secteur entrepreneurial. Elle serait une véritable solution de financement pour les entreprises, particulièrement les PME. Une titrisation « responsable », sans pour autant fragiliser le système financier, offrirait en conséquence de belles perspectives de financement de l'économie.