

Comprendre le Rôle de la Titrisation dans le Financement Économique :

Le cas du Maroc, KABOU, A.¹, EL ZANATI, D.²

1. Doctorant au Centre d'étude doctorale à la Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales Agdal Université Mohamed V–Rabat-Maroc, kabou.ab@gmail.com
2. Professeur Habilité à la Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales Agdal Université Mohamed V–Rabat –Maroc, d.zanati@yahoo.fr

Date de soumission : 31/12/2022

Date d'acceptation : 23/06/2023

Résumé

Dans le cadre du développement du marché financier marocain et de l'exploration de nouvelles méthodes de financement économique, la titrisation se révèle être une approche efficace permettant de créer des titres adossés à des actifs. En substance, cette méthode consiste à prendre les actifs non liquides d'une entité économique, à les regrouper et à les convertir en titres liquides, qui sont par la suite vendus aux investisseurs. Cette stratégie représente une alternative intéressante pour les petites et moyennes entreprises (PME) marocaines, souvent confrontées à des difficultés pour obtenir des financements auprès des institutions de crédit traditionnelles.

Cet article se propose d'analyser les différentes formes de titrisation au Maroc, son cadre juridique, ainsi que son rôle dans le financement des principales entités économiques du pays. Pour cela, il est jugé approprié de s'appuyer sur une réflexion théorique issue de la littérature portant sur la titrisation des actifs hypothécaires et leur relation avec le financement économique. L'objectif est de comprendre comment la titrisation contribue-t-elle significativement au financement de l'économie ?

Les résultats obtenus indiquent que la titrisation joue un rôle prépondérant dans le financement de l'économie marocaine, en améliorant la gestion des risques pour les entreprises, en diversifiant les portefeuilles pour les investisseurs institutionnels et en permettant l'obtention de liquidités à des coûts plus faibles.

Mots- clés : Titrisation, Actifs éligible, Société de gestion, Financement de l'économie, Gestion des risques.

Understanding the Role of Securitization in Economic Financing : The Case of Morocco

Summary

In the context of the development of the Moroccan financial market and the exploration of new economic financing methods, securitization proves to be an effective approach for creating asset-backed securities. Essentially, this method involves taking the non-liquid assets of an economic entity, grouping them together, and converting them into liquid securities, which are subsequently sold to investors. This strategy represents an interesting alternative for Moroccan Small and Medium-sized Enterprises (SMEs), which often face difficulties in obtaining financing from traditional credit institutions.

This paper aims to analyze the different forms of securitization in Morocco, its legal framework, as well as its role in financing the country's main economic entities. To this end, it is deemed appropriate to rely on a theoretical reflection drawn from literature on the securitization of mortgage assets and their relationship with economic financing. The goal is to understand how securitization significantly contributes to the financing of the economy?

The obtained results indicate that securitization plays a paramount role in the financing of the Moroccan economy, by improving risk management for companies, diversifying portfolios for institutional investors, and enabling the attainment of liquidity at lower costs. Key words: Securitization, eligible assets, asset management company, financing the economy, risk management.

Keywords : Securitization, Eligible Assets, Management Company, Economic Financing, Risk Management.

Introduction :

L'incertitude de l'environnement commercial, la concurrence constante, l'inflation galopante et le manque de ressources financières poussent les entités économiques (entreprises et institutions financières) à explorer de nouveaux outils pour obtenir des financements. Dans ce contexte, la titrisation, en tant que mécanisme de financement innovant, offre à ces organisations la possibilité de lever des fonds en cédant leurs créances à des établissements de titrisation (Schwarcz, 1994). Cette démarche leur permet de financer leurs prêts tout en se protégeant davantage contre le risque de crédit (Peicuti, 2013).

Dans le contexte des pays développés, la titrisation est généralement reconnue comme un moyen avantageux de lever des fonds (Giddy, 2000). De plus, elle constitue un élément fondamental d'un marché financier (Shenker et Colletta, 1990).

Le mécanisme de titrisation a vu le jour aux États-Unis au début des années 1970, lorsque, d'une part, les banques ressentaient le besoin de répartir les risques et que, d'autre part, la population exprimait une demande croissante de crédits hypothécaires (Roever et Fabozzi, 2003). Ce mécanisme est alors devenu une révolution dans le secteur bancaire et financier. Initialement, il a été mis en œuvre sous la forme de transactions hypothécaires entre les banques et d'autres entités commerciales (Martin, 2009).

Cependant, à partir du milieu des années 1980, les utilisateurs de la titrisation ont progressivement commencé à inclure différents types d'actifs : crédits à la consommation, paiements par carte de crédit, livraisons à l'exportation, financements d'activités commerciales, transactions d'affacturage, paiements d'assurance, paiements de leasing et paiements de services publics (Deku et al., 2017). Dans la seconde moitié des années 1980, l'émission de titres adossés à des actifs a commencé dans la majorité des pays développés, incluant le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas, la France et l'Australie (Baums, 1994).

Néanmoins, l'Afrique et les pays arabes n'ont découvert ce mécanisme qu'au 20^e siècle (Saayman, 2003). En premier lieu, l'ampleur des transactions de titrisation dans un pays donné dépend du système juridique de la nation, du développement de ses marchés financiers, des contraintes monétaires, des lois fiscales, des règles comptables, du système de régulation gouvernementale et de la transparence de l'économie (Buchanan, 2017).

Certes, au niveau des pays où la titrisation a connu une progression dynamique au cours des dernières décennies, offrant à ses intervenants un outil efficace de diversification des sources et des risques d'investissement dans différents actifs, de nouveaux types d'outils financiers ont vu le jour et l'accès de nouveaux participants au marché a été facilité, ce qui a favorisé l'expansion du marché des capitaux, tout en animant les progrès de la sphère financière (Fabozzi et Kothari, 2007).

Au Maroc, la titrisation est employée comme mode de financement par les établissements nécessitant des liquidités (Jégourel, 2015). L'essor de la titrisation dans le pays a débuté dans les années 2000, suite à la modification d'une loi spécifique encadrant ce type d'opération (Clifford, 2013).

Pourtant, le marché de la titrisation marocain est relativement limité comparé à d'autres pays de la région, et ce, en raison d'un manque de connaissance et de sensibilisation des investisseurs potentiels aux avantages de cet appareil financier (Soudi et Cherkaoui, 2015). De plus, la complexité de ce mécanisme, qui nécessite une expertise technique, limite la participation des acteurs du marché dans des opérations de titrisation dans le pays (Ihssane, 2015).

Le présent article vise à analyser les diverses formes de titrisation au Maroc, son cadre juridique et son rôle dans le financement des principales entités économiques du pays. Pour atteindre cet objectif, il a été jugé pertinent de répondre à la question centrale suivante, qui est au cœur de notre problématique : Comment la titrisation contribue-t-elle de manière significative au financement de l'économie ?

Pour mener à bien cette étude, nous avons adopté une approche à la fois descriptive et analytique, tout en mobilisant les principales bases théoriques en lien avec la titrisation des actifs et en examinant certains travaux relatifs aux expériences réussies dans ce domaine.

Par ailleurs, cet article est structuré en trois sections. La première met en évidence la formalisation théorique et conceptuelle de la titrisation des actifs et du financement de l'économie, qui sont les termes clés de notre travail. La deuxième section explore l'évolution du cadre juridique de la titrisation au Maroc. Enfin, la dernière section est consacrée à la présentation d'une revue de littérature permettant de comprendre le rôle de la titrisation des actifs dans le financement de l'économie marocaine, ainsi que les avantages qu'elle offre aux établissements qui y ont recours.

1. La titrisation comme moyen de financement de l'économie : une perspective théorique et conceptuelle

La titrisation des actifs est un processus bien organisé et structuré, au cours duquel une entité économique transfère ses actifs à un fonds d'investissement spécialisé. En contrepartie de ces actifs, l'entité reçoit des liquidités provenant des investisseurs. Ces investisseurs acquièrent, quant à eux, des titres qui sont émis par le fonds en question, ce qui leur donne un intérêt économique dans les actifs cédés. Ce processus permet donc aux entités économiques de convertir des actifs non liquides en liquidités, améliorant ainsi leur position de trésorerie. En parallèle, les investisseurs bénéficient de nouvelles opportunités d'investissement et de diversification de leurs portefeuilles.

1.1 La titrisation des actifs

La titrisation des actifs présente de nombreux avantages pour les parties impliquées. Pour les initiateurs, elle permet de diversifier leurs sources de financement, de réduire l'exposition aux risques et d'améliorer l'efficacité du capital. En outre, la titrisation peut contribuer à la stabilité et au développement global du système financier en facilitant la circulation des fonds vers différents secteurs de l'économie. Cela favorise l'accès au financement pour les entités économiques, stimule l'investissement et encourage la croissance économique. De plus, en permettant aux investisseurs d'accéder à des actifs diversifiés, la titrisation offre des opportunités de placement attractives, tout en contribuant à la liquidité du marché financier. En effet, la titrisation des actifs a un rôle essentiel dans le renforcement du système financier et dans la promotion du développement économique.

1.1.1 Notion de titrisation

Le terme "titrisation" a été introduit pour la première fois dans la terminologie scientifique par Ranieri, responsable du département hypothécaire de Salomon Brothers, en 1977 (Heyre, 2007). Selon l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux (2011), la titrisation est une opération financière qui permet à une entreprise, une banque ou une institution financière (appelée le cédant) de réorganiser ses actifs financiers en transformant un portefeuille d'actifs relativement illiquides en titres négociables sur le marché.

Selon Peter (2006), la titrisation est un prêt adossé, dans lequel une entreprise obtient un financement garanti par un groupe d'actifs. De même, Davidson et al. (2003) considèrent la titrisation comme un processus de formation d'obligations financières et de leur structuration, permettant ainsi aux actifs financiers de circuler librement entre de nombreux investisseurs.

Ainsi, selon les mêmes auteurs, la titrisation permet de transformer les obligations d'origine en objets d'achat. Garner (2009) estime que la titrisation consiste à regrouper des prêts ou des créances dans un "pool" en utilisant des mécanismes de rehaussement de crédit, puis à vendre ces actifs regroupés à des investisseurs. Ces derniers acquièrent des actifs reconditionnés sous la forme de titres ou de prêts qui sont garantis par ce "pool" d'actifs. Ainsi, la titrisation transforme des actifs non liquides en actifs liquides.

1.1.2 Les formes de titrisation

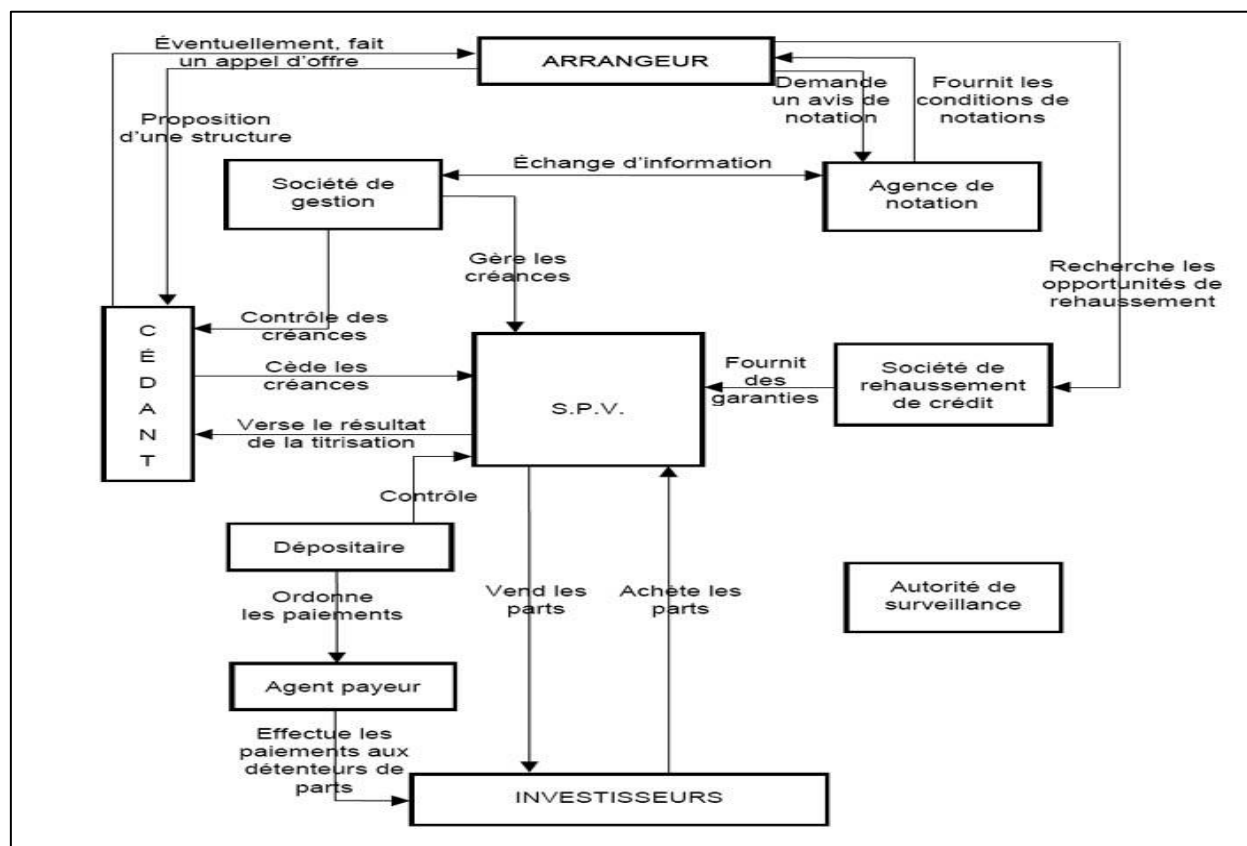
En se référant à la Société Financière Internationale (2010), on distingue trois modèles fondamentaux de titrisation : la titrisation classique, la titrisation synthétique et la titrisation d'entreprise.

Concernant la première forme de titrisation, selon les dispositions énoncées par Nikolova (2016) et les approches internationales définies par Bar (2006), le modèle de titrisation classique fait référence à une technique de financement novatrice dans laquelle :

- Un assortiment varié d'actifs (un portefeuille de prêts ou d'hypothèques) est attribué et soustrait du bilan de l'établissement de crédit ;
- Obtient une autonomie juridique en étant transféré à une entité juridique spécialement créée, appelée « special purpose vehicle » (SPV) ;
- Qui réalise son refinancement en émettant des titres sur le marché des capitaux « Asset-backed securities » (ABS).

Il est important de souligner que ce modèle de titrisation est originaire et largement répandu dans les pays anglo-saxons, et cette forme traditionnelle est également connue sous le nom de modèle américain de titrisation (figure 1).

Figure 1 : Le modèle de base simplifié de la titrisation



Source: Jobst (2008). What is securitization? Finance & Development, Page 48.

Quant à la deuxième forme de titrisation, elle implique la vente effective d'actifs et a connu un énorme succès sur les marchés financiers mondiaux après la crise des subprimes de 2008 (Skarabot, 2001). Cependant, dans certains pays, des difficultés ou des contraintes législatives et juridiques empêchaient les banques d'utiliser cette méthode de financement (Jobst, 2006).

Le modèle synthétique de titrisation des actifs est apparu dans les années 1990, principalement en raison des limitations qui empêchaient l'utilisation de la méthode classique, ainsi que du développement actif du marché des dérivés de crédit (Jiangli, 2007).

Ainsi, le modèle synthétique de titrisation est une opération par laquelle le risque de crédit associé à un ensemble d'actifs est transféré à une entité distincte (SPV). Il ne s'agit pas d'une vente d'actifs, de sorte que l'initiateur ne reçoit aucun flux de trésorerie. Dans ce cas, l'entité ad hoc n'est pas le propriétaire d'un ensemble d'actifs, mais seulement l'entité qui supporte le risque de crédit associé. Il est réalisé par l'utilisation d'instruments dérivés (dérivés de crédit) (Fisher et Shaw, 2003).

Enfin, la troisième forme est la titrisation d'entreprise, qui est considérée comme une opération où une émission de titres est garantie par un ensemble d'actifs générateurs de revenus (autres que des actifs financiers tels que des prêts ou des créances) qui représentent la grande majorité des flux entrants d'une entreprise (Hu, 2011).

Figure 2 : Les formes de titrisation

Modèle de Titrisation	Description
Titrisation classique	<ul style="list-style-type: none"> - Transfert d'un assortiment varié d'actifs du bilan de l'établissement de crédit à une entité juridique spécialement créée (SPV). - Refinancement réalisé par l'émission de titres sur le marché des capitaux (ABS).
Titrisation synthétique	<ul style="list-style-type: none"> - Transfert du risque de crédit associé à un ensemble d'actifs à une entité distincte (SPV). - Pas de vente d'actifs, l'initiateur ne reçoit aucun flux de trésorerie. - Utilisation d'instruments dérivés (dérivés de crédit).
Titrisation d'entreprise	<ul style="list-style-type: none"> - Émission de titres garantie par un ensemble d'actifs générateurs de revenus autres que des actifs financiers (prêts, créances). - Ces actifs représentent la grande majorité des flux entrants de l'entreprise.

Source : Etabli par les auteurs

Ces différentes formes de titrisation offrent des alternatives de financement innovantes avec des caractéristiques spécifiques. La titrisation classique est largement utilisée dans les pays anglo-saxons, tandis que la titrisation synthétique est apparue en réponse aux limitations de la méthode classique et au développement du marché des dérivés de crédit. La titrisation d'entreprise implique l'émission de titres garantis par des actifs générant des revenus significatifs pour l'entreprise.

1.2 Les modes de financement de l'économie

Les modes de financement de l'économie font référence aux diverses stratégies employées pour obtenir les fonds nécessaires au fonctionnement, à la croissance et au développement des entreprises ainsi qu'à l'économie dans son ensemble.

1.2.1 Les principales définitions des modes de financement de l'économie

Selon Mishkin (2017), le financement de l'économie englobe la création, la distribution et la répartition des actifs financiers, notamment la monnaie, les obligations, les actions et autres titres. Ce processus est facilité par des intermédiaires financiers tels que les banques, les compagnies d'assurance et les sociétés d'investissement, qui mettent en relation les agents disposant de capacités de financement avec ceux ayant des besoins de liquidité. Cette interaction s'effectue moyennant le paiement d'un taux d'intérêt.

De manière similaire, Fabozzi et al. (2011) soutiennent que le financement de l'économie est assuré par différentes institutions et marchés financiers, incluant les banques commerciales ainsi que les marchés boursiers et obligataires. Ces institutions et marchés facilitent les échanges monétaires entre les épargnants et les emprunteurs, contribuant ainsi à une allocation efficiente des ressources et à la promotion de la croissance économique. Cependant, le financement de l'économie joue un rôle crucial dans les économies développées, car il permet aux ménages, aux entreprises et au gouvernement d'obtenir des fonds pour investir dans des activités productives et générer de la valeur ajoutée (Claessens et Van Horen, 2014).

De plus, Allen et Santomero (1997) mettent également l'accent sur l'importance de l'innovation financière pour façonner le financement de l'économie. Ils notent que les nouvelles technologies de la finance, telles que la titrisation et les produits dérivés, ont créé de nouvelles opportunités pour les investisseurs de diversifier leurs portefeuilles et pour les emprunteurs d'accéder au financement.

Cependant, le financement de l'économie peut avoir des effets à la fois positifs et négatifs sur la croissance économique et le développement durable. D'une part, le financement de l'économie peut contribuer à l'allocation des capitaux à des investissements productifs, promouvoir l'esprit d'entreprise et l'innovation, et fournir un accès facile au financement aux unités économiques. D'autre part, une instabilité dans le processus de financement de l'économie peut conduire à des crises financières, au rationnement du crédit et à une mauvaise distribution du capital (Arestis et Sawyer, 2019).

1.2.2 Système de financement bancaire et système de financement par le marché financier

La structure financière peut être définie comme l'ensemble des institutions, de la technologie et des règles qui régissent l'organisation des échanges de paiements dans le temps (Schmidt, 1999). Hackethal et Schmidt (2000) examinent les sous-systèmes d'un système financier en soulignant que les interactions entre les institutions, la technologie et les règles doivent permettre à la structure financière de former un système cohérent. Ils concluent que l'ajustement de certaines parties de la structure financière sans prendre en compte l'ensemble du système pourrait entraver son fonctionnement global.

Dans la pratique et dans les travaux empiriques, on observe une distinction entre les structures financières dominées par les banques et celles dominées par le marché (Arnold et Walz, 2000). De plus, en ce qui concerne le financement des entreprises, une distinction est établie entre le financement par la dette et le financement par les fonds propres en raison des disparités dans les incitations des emprunteurs et des prêteurs (Schmidt et Tyrell, 1997).

Une autre caractéristique distinctive réside dans la négociabilité des créances financières. Les différences dans les spécificités des créances financières ont des répercussions sur les incitations à exercer un contrôle sur l'entreprise, ce qui se traduit par des approches de vérification distinctes entre les systèmes basés sur le marché et ceux basés sur les banques. En général, les banques exercent un contrôle sur les entreprises en établissant des relations à long terme avec elles, agissant par exemple en tant que banque principale ou en disposant de droits de contrôle sur la gestion (Ergungor, 2002).

Dans un système fondé sur le marché, le contrôle des entreprises est plus indirect. Il s'exerce « sans lien de dépendance » et fonctionne dans le sens où les managers réagissent aux signaux émis par les marchés, car ce sont les propriétaires qui décident en dernier ressort de la nomination des dirigeants. Une baisse de la valeur de l'entreprise peut les inciter à remplacer le personnel de direction. En outre, le financement par l'emprunt ou par le capital fait une différence pour les incitations de l'entrepreneur et le contrôle du projet d'investissement par le créancier (Ergungor, 2004).

Ces caractéristiques sont étroitement liées et leur complémentarité semble cruciale pour l'efficacité du système financier. Par exemple, dans une structure financière dominée par les banques, les dépôts et les prêts bancaires constituent le principal moyen de conservation de la richesse et de financement des investissements. Cela correspond à la prédominance du modèle bancaire relationnel en tant que forme particulière de contrôle des entreprises, impliquant la délégation de la surveillance aux intermédiaires financiers (Schmidt et Tyrell, 1997).

En effet, un système financier basé sur le marché présente une prévalence plus importante de titres de participation. Il se distingue par le fait que les entreprises sont contrôlées par des tiers

dans un contexte de concurrence totale, et que les prix des actifs déterminés sur les marchés jouent un rôle crucial en tant que mécanismes disciplinaires pour la gestion de l'entreprise (Boot et Thakor, 1997).

L'émergence d'une structure financière basée sur le marché ou sur les banques a des conséquences sur les incitations des ménages et des entrepreneurs à prendre des risques, ce qui affecte leur comportement en matière d'épargne et d'investissement. De plus, les différentes formes de relations financières ont un impact sur les engagements entre débiteurs et créanciers, notamment dans le cadre de projets à long terme, ainsi que sur la capacité d'ajuster les plans d'investissement en fonction de l'évolution de l'environnement économique.

Figure 3 : Tableau comparatif « Système de financement bancaire vs système de financement par le marché financier »

Caractéristiques	Système de financement bancaire	Système de financement par le marché financier
Structure financière	Institutions, technologie, règles	Institutions, technologie, règles
	Interactions entre les éléments	
	Cohérence de l'ensemble du système	
Distinction	Structures dominées par les banques	Structures dominées par le marché financier
	Contrôle direct des entreprises	Contrôle indirect des entreprises
	Relations à long terme avec les entreprises	Réaction aux signaux des marchés
	Surveillance déléguée aux banques	Décisions des propriétaires pour la nomination des dirigeants
	Financement par emprunt ou capital	Financement par émission de titres
Incitations	Risques pris par les ménages et entrepreneurs	Mécanismes disciplinaires basés sur les prix des actifs
	Engagement entre débiteurs et créanciers	Comportement en matière d'épargne et d'investissement
		Capacité d'ajuster les plans d'investissement

Source : Etabli par les auteurs

2. Le cadre juridique de la titrisation des actifs au Maroc

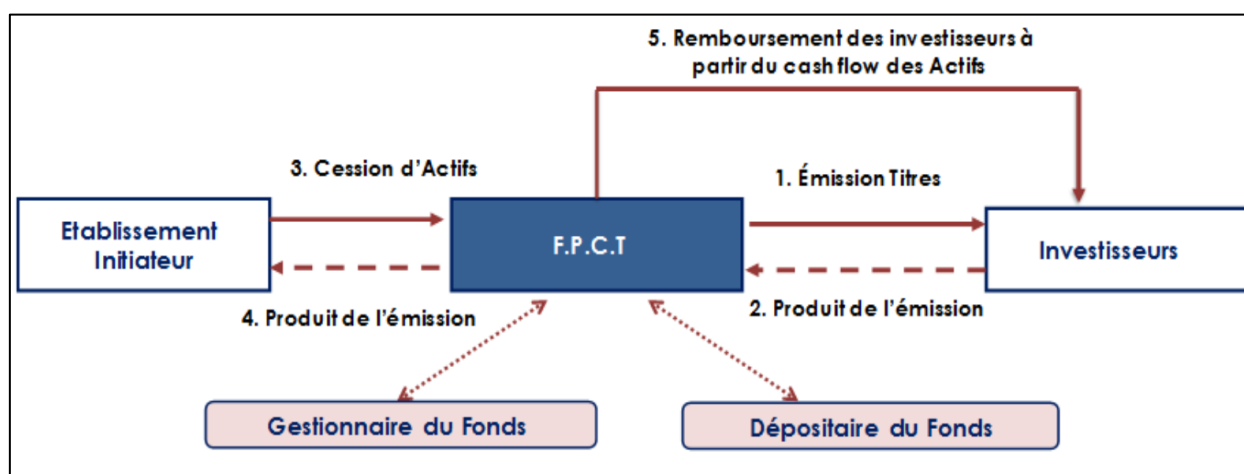
Le cadre juridique de la titrisation des actifs au Maroc repose sur un ensemble de textes législatifs et réglementaires qui fournissent les directives et les régulations nécessaires pour encadrer cette pratique financière. Ces dispositions juridiques visent à assurer la transparence, la sécurité et l'efficacité de la titrisation des actifs dans le pays.

2.1 L'état des lieux de la titrisation des actifs au Maroc

Le marché de la titrisation des actifs au Maroc connaît une croissance constante (Lanani et Moudine, 2021). Il abrite quatre sociétés de gestion de Fonds de Placement Collectifs en Titrisation (FPCT) : Maghreb-titrisation, Attijari-titrisation, BMCE Capital Titrisation et Sofac Structured Finance (AMMC, 2020).

La législation marocaine prévoit trois formes d'opérations de titrisation : la titrisation d'actifs, les obligations de projet et la titrisation synthétique. L'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC) supervise la titrisation au nom de l'État marocain et veille à ce que les émetteurs respectent les règles de transparence et d'information pour les investisseurs (Granier, 2016). La titrisation offre de nombreux avantages aux établissements initiateurs au Maroc, tels que la gestion du bilan, l'optimisation du coût de financement, les opportunités de placement et une diffusion maîtrisée de l'information (Lagtati, 2018).

Figure 4 : La titrisation des actifs au Maroc



Source : AMMC (2011), Etude de titrisation, Page 33

Au-delà des objectifs et de l'intérêt économique de la titrisation au Maroc, il est essentiel de comprendre le processus impliqué (figure 2). Le principe est relativement simple : pour initier une opération de titrisation, l'établissement initiateur (qui recherche un financement) transfère un portefeuille d'actifs éligibles à un Fonds de Placement Collectif en Titrisation (FPCT) en échange d'un acte de cession (produit de l'émission).

A cet effet, l'arrangeur, qui est également l'établissement gestionnaire du fonds, structure et crée le FPCT en collaboration avec le dépositaire. Une fois que les actifs ont été transférés au fonds par le cédant, ils sont convertis en titres négociables sur le marché financier, généralement sous forme de parts et d'obligations qui sont découpées en différentes tranches (Lanani et Moudine, 2021).

Par la suite, les investisseurs qui souscrivent au fonds deviennent donc propriétaires de ces titres en échange du versement du produit d'émission, qui est ensuite reversé à l'établissement initiateur pour l'acquisition des actifs cédés. Le recouvreur, ou le gestionnaire d'actifs dans le cas de la cession des actifs immobiliers, sert d'intermédiaire entre le cédant et le fonds en récupérant les flux de paiement des débiteurs et en les versant au fonds à chaque période de recouvrement. Ces flux servent de rémunération pour les titres et de remboursement du capital investi pour les investisseurs (Lanani et Moudine, 2021).

De plus, l'établissement gestionnaire est responsable de représenter légalement le fonds et de le gérer depuis sa création jusqu'à sa liquidation effective, en suivant sa documentation juridique préalablement approuvée ou validée par l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux, en fonction de la nature de l'opération : qu'il s'agisse d'un appel public à l'épargne ou d'un placement privé auprès d'investisseurs qualifiés (Lanani et Moudine, 2021).

2.2 Le cadre législatif et réglementaire de la titrisation au Maroc

Jusqu'à la fin des années 1980, la titrisation des actifs était une technique financière d'origine américaine. Depuis lors, cette pratique a également été adoptée dans certains pays africains, bien que dans une moindre mesure (Jiangli et al., 2007). Alors que certains de ces pays ont mis en place ou développé leur cadre juridique, d'autres en sont encore aux prémices. Cette disparité peut s'expliquer par le manque d'incitations économiques, ainsi que par les obstacles réglementaires qui subsistent (Fanta, 2022).

Au Maroc, la titrisation est principalement utilisée pour financer des projets d'infrastructure, des investissements immobiliers et des crédits à la consommation (Abbour, 2015). Les actifs sous-jacents peuvent comprendre des créances, des prêts, des contrats de location et d'autres actifs financiers. Elle est régie par la loi 33-06 visant à développer le marché de la titrisation en offrant un cadre réglementaire sécurisé et transparent pour les émetteurs et les investisseurs (Granier, 2011). Cette loi encourage également le développement de ce mécanisme en accordant des avantages fiscaux aux émetteurs et aux investisseurs, tout en facilitant l'accès des PME et des entreprises publiques au financement par le biais de la titrisation (Lagtati, 2018).

La loi n° 33-06 a été complétée par la loi n° 119-12 en 2013. Cette dernière établit les règles relatives à la création, la gestion et la liquidation des Fonds de Placement Collectif en Titrisation (FPCT) et fixe les conditions de leur offre au public ou de leur placement privé auprès d'investisseurs qualifiés. Elle précise également les critères d'éligibilité des actifs à la titrisation et encadre les opérations de cession de créances ainsi que la gestion des fonds de titrisation.

C'est une loi majeure qui a ouvert la voie à une pratique de plus en plus courante dans le pays. Elle a été élaborée pour répondre aux besoins de financement des entreprises et des organismes publics en leur permettant de céder une partie de leurs actifs à des investisseurs sous forme de titres négociables (Granier, 2011).

En 2018, une autre loi vient compléter la première (loi n° 33-06). La loi n° 69-17 a comme objectif de moderniser et d'agrandir le marché de la titrisation au Maroc, en renforçant la protection des investisseurs et en simplifiant les procédures d'émission et de gestion des fonds de titrisation. Elle stipule la création d'un registre central des titres de créances négociables, qui permettra une gestion plus efficace des titres et une meilleure transparence sur le marché. Elle instaure également de nouvelles règles relatives à l'audit et au contrôle des fonds de titrisation, afin d'assurer leur conformité aux exigences légales et réglementaires.

De plus, la loi n° 69-17 élargit les types d'actifs éligibles à la titrisation, en incluant notamment les créances sur l'Etat et les collectivités locales, les prêts à l'équipement et les créances commerciales. Elle facilite en outre l'accès des PME et des start-ups au marché de la titrisation, en permettant la création de fonds dédiés à ces acteurs économiques (Lamrabet, 2022).

En 2020, on assiste à la publication de l'arrêté n°1786-20 du 21 kaada 1441. Il fixe les modalités de réalisation des opérations de garantie du risque de financement par le fonds de placement collectif en titrisation (FPCT) et les conditions en matière de règles prudentielles et de contrôle qui leur sont applicables.

Il précise également les modalités de constitution, de gestion et de fonctionnement des FPCT, ainsi que les conditions d'éligibilité des actifs qui peuvent être transférés à ces fonds. Finalement, il établit les règles de surveillance et de contrôle applicables aux FPCT par les autorités de marché compétentes (Lamrabet, 2022).

En 2022, un autre arrêté (n° 897-22 du 19 du chaabane 1443) est publié. Ce dernier a comme finalité de déterminer les exigences de surveillance et de contrôle prudentiel, ainsi que les procédures à suivre pour les opérations de financement octroyées par le Fonds de Placement Collectif en Titrisation ou l'un de ses compartiments (AMMC, 2022).

3. Analyse du rôle de la titrisation des actifs dans le financement de l'économie Marocaine

L'analyse approfondie du rôle de la titrisation des actifs dans le financement de l'économie marocaine met en lumière plusieurs éléments déterminants qui contribuent à son importance et à ses avantages potentiels.

Tout d'abord, la titrisation des actifs offre aux entreprises marocaines un accès facilité au financement. En transformant des actifs illiquides en titres négociables sur le marché, les entreprises peuvent mobiliser des liquidités importantes et diversifier leurs sources de financement. Cela leur permet de répondre à leurs besoins de croissance, de développement et de maintien de leurs activités, même lorsque les options de financement traditionnelles sont limitées.

3.1 La rôle de la titrisation dans le financement de l'économie

La titrisation des actifs offre une solution efficace aux entreprises, aux banques et aux organismes financiers pour mobiliser des fonds afin de financer leurs activités (Mathérat et Troussard, 2000). En convertissant leurs actifs en titres négociables, ces entités ont la possibilité de les vendre sur le marché financier afin d'obtenir des liquidités (Lamrani, 2015). Les investisseurs acquièrent ensuite ces valeurs mobilières en échange d'intérêts ou de dividendes.

La titrisation d'actifs présente d'autres avantages qui s'appliquent à tous les vendeurs de créances (Sobreira, 2004). Tout d'abord, la titrisation est souvent plus avantageuse en termes de coûts que l'octroi de prêts, car elle offre aux investisseurs un investissement plus liquide sous la forme d'un titre négociable avec des caractéristiques de risque plus attractives (Sbihi et al., 2016). Elle est particulièrement intéressante pour les vendeurs dont l'accès à d'autres formes de crédit peut être limité, car les titres adossés à des actifs sont évalués en fonction de la qualité des actifs sous-jacents plutôt que de la situation financière de l'émetteur ou du vendeur (Gorton et Metrick, 2013).

Ce mécanisme financier réduit l'exposition du vendeur aux risques liés aux taux d'intérêt, au remboursement anticipé et au risque de crédit, en les transférant en tout ou en partie aux acheteurs des titres et à un instrument de rehaussement de crédit (Schwarcz, 2013). Enfin, elle permet au vendeur d'aligner de manière plus efficace les conditions de ses actifs avec celles de ses passifs, car les titres adossés à des actifs peuvent être émis pour des durées correspondant à celles des actifs sous-jacents (Kothari, 2006).

La titrisation d'actifs offre une autre source de financement et peut donc intéresser bon nombre des institutions de dépôt (Loutskina, 2011). Elle permet de sortir les actifs du bilan de l'institution, et donc de réduire le montant de capital que l'institution doit maintenir pour se conformer aux exigences réglementaires (Roever et Fabozzi, 2003). De plus, elle divise le rôle traditionnel des institutions financières en tant qu'intermédiaires, ce qui permet aux organisations disposant d'avantages comparatifs dans une ou plusieurs de ces fonctions de se spécialiser (Minton, 2004).

La titrisation est aussi nécessaire à toute économie que les marchés financiers organisés (Buchanan, 2016). Le résultat final d'une titrisation correctement structurée est la création de titres négociables avec une meilleure liquidité pour les créances financières qui, autrement, seraient restées des accords bilatéraux et auraient été non liquides (Kara et al., 2019). Par exemple, très peu d'individus seraient disposées à investir dans des prêts hypothécaires résidentiels, des prêts aux entreprises ou des prêts automobiles.

Pourtant, ils seraient prêts à investir dans un titre adossé à ces types de prêts (Gabor, 2019). En rendant les actifs financiers négociables, la titrisation réduit les coûts d'agence, rendant par conséquent les marchés financiers plus efficaces et améliore la liquidité des créances financières

sous-jacentes, tout en limitant le risque de liquidité dans le système financier (Fabozzi et Kothari, 2007).

Un certain nombre de chercheurs ont constaté que la titrisation des prêts hypothécaires a fait baisser les taux payés par les emprunteurs. (Hendershott et Shilling, 1989 ; Sirmans et Benjamin, 1990 ; Jameson, Dewan et Sirmans, 1992). De plus, Lucas et al., (2007) ont signalé que la titrisation des prêts commerciaux et industriels pour les obligations de prêts garantis a non seulement contribué à alimenter la croissance du marché des prêts institutionnels, mais a également diminué le rôle des banques en tant que détenteurs.

3.2 Les opérations de titrisation réalisées au Maroc

Sur le marché marocain de titrisation plusieurs opérations ont été réalisées depuis la promulgation de la première loi qui donne la possibilité aux entités économiques du pays de titriser leurs actifs en 2000 (AMMC, 2011). On a attendu jusqu'à 2002 pour voir la première opération de titrisation de créances hypothécaires au Maroc, entre le Crédit Immobilier et Hôtelier (CIH) et Maghreb Titrisation. En collaboration, ils ont créé le FPCT CREDILOG I pour l'achat d'un portefeuille de prêts hypothécaires, d'une valeur de 500 millions de dirhams auprès du CIH, à un taux fixe, octroyés aux fonctionnaires pour l'acquisition, la construction, la rénovation ou l'agrandissement de logements individuels ou à louer (Abbour, 2015).

En 2003, ces deux entités ont également établi le FPCT CREDILOG II, pour une valeur de 1 milliard de dirhams, qui visait à acquérir des prêts hypothécaires à taux fixe accordés aux salariés des secteurs public et privé.

En 2008, un autre arrangement est réalisé dans le cadre de CREDILOG III, qui consiste en la gestion et le dépôt d'un troisième FPCT pour des créances hypothécaires cédées par le CIH qui ont été effectués pour une émission de 1,5 milliard de dirhams (Granier, 2016).

En 2012, le Groupe Banque Populaire a lancé sa première opération de titrisation de créances hypothécaires, pour un montant de 1 milliard de dirhams, dans le but d'élargir les sources de refinancement du groupe. A cet effet, la Banque Populaire a établi un FPCT sous le nom de « BCP Sakane ». Deux ans après en 2014, CIH et Maghreb Titrisation réalisent leur quatrième opération de titrisation. Elle a porté sur la cession d'un ensemble de dettes hypothécaires à une société de placement collectif en titrisation nommée FT CREDILOG IV (El Morabit et al., 2019).

En 2013, le premier fonds de placement collectif en titrisation (FPCT) au Maroc dédié aux créances commerciales de l'Office National de l'Electricité et de l'Eau Potable (ONEE), géré par la société TITRIT, a clôturé sa première levée de fonds de 1 milliard de dirhams sur le marché des capitaux. Cette opération a permis à TITRIT d'acheter un ensemble de créances commerciales de l'ONEE, de les transformer en titres négociables et de les vendre à des investisseurs sur le marché financier.

Le FPCT Titrit offre ainsi aux investisseurs une opportunité de placement rentable, tout en permettant à l'Office National de l'Electricité et de l'Eau Potable (ONEE) d'obtenir de la liquidité en échange de ses créances commerciales. Deux autres opérations ont suivi, consistant en la titrisation des créances commerciales des clients grands comptes de l'ONEE (Chennaoui et Amedjar, 2021).

Ces opérations ont permis de convertir ces créances en titres négociables sur le marché financier, offrant ainsi une opportunité de placement rentable aux investisseurs, tout en permettant à l'ONEE de se procurer de la liquidité en contrepartie de ses créances commerciales. En 2016, l'ONEE a initié une quatrième opération de titrisation (FT ENERGY Compartiment I) dans le but de répondre à ses besoins de financement, suivie d'une cinquième opération (FT ENERGY Compartiment II) en 2017, d'un montant de 1,5 milliard de dirhams.

Parmi d'autres, plusieurs opérations de titrisation ont été réalisées entre 2013 et 2017, impliquant le Crédit Agricole du Maroc (FPCT IMMOVERT Compartiment I, FPCT IMMOVERT Compartiment-II et FT CONSOVERT) ainsi que Label 'Vie (FT IMMO LV) en 2014.

En 2018, le Ministère de l'Economie et des Finances (MEF) a lancé un projet visant à favoriser la croissance et l'inclusion économique, ainsi qu'à faire du Maroc un hub financier régional et continental. Dans le cadre de ce projet, des certificats de Sukuk Souverains ont été émis sur le marché domestique pour accompagner ce développement.

En 2019, on assiste à la création d'un fonds de placement collectif en titrisation (FPCT) spécifiquement dédié à l'acquisition de crédits à la consommation détenus par la Banque Centrale Populaire et les Banques Populaires Régionales, pour une valeur totale de 2,2 milliards de Dirhams.

Cette opération vise à diversifier les moyens de financement de ces banques et à optimiser leurs fonds propres. Un autre fonds de placement collectif en titrisation (FPCT) a été créé pendant la même année, ayant pour objectif l'acquisition des créances commerciales nées détenues par la société GPC « Gharb Papier et Carton », d'une valeur de 146,9 millions de Dirhams. Cette initiative est la première du genre pour une entreprise privée marocaine et permet à GPC de financer son cycle d'exploitation et sa trésorerie à des conditions avantageuses tout en optimisant ses besoins en fonds de roulement (Lanani et Moudine, 2021).

La deuxième opération du groupe Label'Vie, a été initié en 2020 pour lever 507 million de dirhams, elle a été arrangée par Maghreb Titrisation et placée par la BCP et CDG Capital. Une année après, le groupe Office Chérifien de Phosphates (OCP) met place un dispositif financier novateur pour soutenir les entreprises de son écosystème. Il repose sur la création d'un fonds de garantie appelé « Fonds Damane Tamayouz », qui offre aux fournisseurs du groupe un meilleur accès au financement. Finalement en 2022, l'AMMC accorde le visa d'une autre opération de titrisation portant sur des créances commerciales de l'ONEE.

Conclusion et perspectives :

Dans le cadre du développement dynamique du marché financier et de l'économie dans son ensemble, la titrisation émerge comme un outil innovant pour attirer des financements supplémentaires aux organisations, tout en accroissant la liquidité, la diversification des actifs et la minimisation des risques sur les marchés financiers. La titrisation se présente comme un mécanisme de refinancement moins coûteux par rapport à d'autres méthodes de financement, car les émetteurs peuvent émettre des titres de premier rang avec des taux d'intérêt plus bas que ceux des prêts classiques. De plus, la titrisation peut jouer un rôle clé dans le financement de l'économie en facilitant l'accès au crédit et en stimulant les marchés financiers.

Cependant, force est de constater que la titrisation des actifs au Maroc comporte des risques, tels que la complexité des produits financiers proposés et le risque de défaut des emprunteurs. L'absence ou l'insuffisance d'un cadre juridique adéquat pour ce mécanisme financier peut constituer un obstacle au développement du marché de la titrisation des actifs et accroître les risques pour les investisseurs. Il est donc essentiel que les autorités marocaines veillent à ce que les produits de titrisation soient transparents et clairement compréhensibles pour les investisseurs, afin de réduire les risques pour toutes les parties prenantes et pour l'économie dans son ensemble.

En ce qui concerne les perspectives de recherche, les cinq dernières années ont soulevé une question importante concernant la nature des actifs pouvant être titrisés et le profil des investisseurs les acquérant. Il est essentiel d'identifier ces deux éléments afin de mieux comprendre comment la titrisation des actifs peut être utilisée pour mobiliser des fonds, diversifier les instruments financiers et favoriser le développement économique. Des études futures pourraient se concentrer sur l'identification des actifs les plus adaptés à la titrisation dans le contexte marocain, ainsi que sur l'analyse du comportement des investisseurs et de leur appétit pour ces produits. En outre, des recherches sur l'amélioration du cadre juridique et réglementaire de la titrisation des actifs au Maroc pourraient également contribuer à renforcer la confiance des investisseurs et à favoriser le développement de ce marché prometteur.

Bibliographie :

Abbour, A. (2015). Titrisation, Afrique : le cas du Maroc et de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) ». *Revue Interdisciplinaire*, 1(1).

Allen, F., & Santomero, A. M. (1997). The theory of financial intermediation. *Journal of banking & finance*, 21(11-12), 1461-1485.

Arnold, L., & Walz, U. (2000). Financial regimes, capital structure, and growth. *European Journal of Political Economy*, 16(3), 491-508.

Bar, M. (2006). The Basics of Structured Finance. John Wiley & Sons.

Benthami, A. (2019). La bancarisation et la liquidité des banques: cas du Maroc. *Revue Internationale des Sciences de Gestion*, 2(3).

Boot, A. W., & Thakor, A. V. (1997). Financial system architecture. *The Review of Financial Studies*, 10(3), 693-733.

Buchanan, B. G. (2016). Securitization and the global economy: History and prospects for the future. Springer.

Buchanan, B. G. (2016). Securitization: a financing vehicle for all seasons?. *Journal of Business Ethics*, 138, 559-577.

Clifford, C. (2013). La réforme de la loi sur la titrisation : De nouvelles perspectives pour le financement de l'économie au Maroc et en Afrique. Note de synthèse.

Davidson, H., Gatchev, V., & Bogdanova, B. (2003). Asset securitization: Evidence from the European markets. *European Financial Management*, 9(1), 27-42.

El Attar, A. (2013). La titrisation origine des crises ou opportunité de financement ? *Dossiers de Recherches en Économie et Gestion*, 2(2), 11-34.

El Morabit, F., Achour, F. Z., Boussetta, M., & Daoui, D. (2019). Les SUKUK : première émission de l'Etat Marocain Innovation et challenges.

Ergungor, O. E. (2002). Market-vs. Bank-based financial systems: do investor rights really matter? (No. 01-01R).

Ergungor, O. E. (2004). Market-vs. Bank-based financial systems: Do rights and regulations really matter?. *Journal of Banking & Finance*, 28(12), 2869-2887.

Fabozzi, F. J., & Kothari, V. (2007). Securitization: the tool of financial transformation.

Fanta, A., Graham, M., & Asante-Amponsah, D. (2022). Structured Finance in Africa. In *The Economics of Banking and Finance in Africa: Developments in Africa's Financial Systems* (pp. 373-404). Cham: Springer International Publishing.

Gabor, D. (2019). Securitization for sustainability. Does it help achieve the Sustainability Development Goals?

Garner, D. (2009). *Securitization, Structured Finance, and Capital Markets*. Wiley.

Gorton, G., & Metrick, A. (2013). *Securitization*. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 1-70). Elsevier.

Granier, T. (2011). Le cadre juridique de la titrisation au Maroc. *Revue trimestrielle de Droit Financier*, (4), 238-et.

Granier, T. (2012). Le refinancement de crédit par la titrisation.

Hackethal, A., & Schmidt, R. (2000). Financial systems: a survey of structure and development. *Financial Markets and Portfolio Management*, 14(4), 407-437.

Hu, J. C. (2011). *Asset securitization: Theory and practice*. John Wiley & Sons.

Hu, Y. (2011). Asset-backed securitization and the financial crisis. *International Journal of Financial Studies*, 4(4), 211-220.

Ihssane, G. (2015). Policy Brief-The Securitization Technique: a Relevant Tool for Financing the Mining Sector?

Jameson, M., Dewan, S., & Sirmans, C. F. (1992). Measuring welfare effects of “unbundling” financial innovations: The case of collateralized mortgage obligations. *Journal of Urban Economics*, 31(1), 1-13.

Jégourel, Y. (2015). La technique de la titrisation: un outil pertinent de financement des industries minières? (No. 1513). OCP Policy Center.

Jiangli, L. (2007). The Development and Features of Synthetic Securitization. In *International Conference on Business Intelligence and Financial Engineering (BIFE'07)*, 2, 630-633.

Jiangli, W., Pritsker, M., & Raupach, P. (2007, December). Banking and securitization. In *EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper*.

Jobst, A. A. (2006). Sovereign securitization in emerging markets. *The Journal of Structured Finance*, 12(3), 68-79.

Jobst, A. A. (2006). The Economics of Structured Finance. *Journal of Structured Finance*, 11(1), 8-23.

- Kara, A., Marques-Ibanez, D., & Ongena, S. (2019). Securitization and credit quality in the European market. *European Financial Management*, 25(2), 407-434.
- Kothari, V. (2006). *Securitization: the financial instrument of the future* (Vol. 385). John Wiley & Sons.
- Lagtati, K. (2018). La loi n 33-06 sur la titrisation: vers un accueil des sukuk au Maroc. *Recherches et Applications en Finance Islamique (RAFI)*, 2(1), 103-115.
- Lamrabet, F. B. (2022). Approximation de la titrisation des créances publiques au Maroc: Atouts liquéficateurs et risques liés aux Subprimes. *Journal of Integrated Studies in Economics, Law, Technical Sciences & Communication*, 1(1).
- Lamrani, G. (2015). *La titrisation des créances bancaires* (Doctoral dissertation, Université Mouloud Mammeri).
- Lanani, Z., & Moudine, C. (2021). La titrisation, un mécanisme innovant de diversification des sources de financement. *Revue Internationale des Sciences de Gestion*, 4(4).
- Loutskina, E. (2011). The role of securitization in bank liquidity and funding management. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 663-684.
- Lucas, D. J., Goodman, L. S., & Fabozzi, F. J. (2007). Collateralized debt obligations and credit risk transfer.
- Mathérat, S., & Troussard, P. (2000). La titrisation et le système financier. *Revue d'économie financière*, 25-39.
- Minton, B., Sanders, A., & Strahan, P. E. (2004). Securitization by banks and finance companies: Efficient financial contracting or regulatory arbitrage? (No. 2004-25).
- Nikolova, A. (2016). Securitization as a Financing Technique. *Economic Thought*, 5(1), 1-11.
- Nikolova, L. V., Rodionov, D. G., & Mottaeva, A. B. (2016). Titrisation des actifs bancaires comme source de financement de l'activité d'innovation. *Revue internationale des questions économiques et financières*, 6(2), 246-252.
- Peicuti, C. (2013). Securitization and the subprime mortgage crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), 443-456.
- Peter. (2006). Titrisation et financement des PME. *Journal de l'économie financière*, 86(4), 45-58.

Roever, W. A., & Fabozzi, F. J. (2003). A primer on securitization. *The Journal of Structured Finance*, 9(2), 5-19.

Sbihi, D., & Chabha, B. O. U. Z. A. R. (2016). La titrisation De la gestion du risque à l'instabilité financière. *Dirassat Journal Economic Issue*, 7(3), 373-394.

Schmidt, R. (1999). Financial systems, corporate finance, and economic development. In *Institutions, Systems and Economic Development* (pp. 139-152). Springer.

Schmidt, R. H., & Tyrell, M. (1997). Financial systems, corporate finance, and corporate governance. *European Financial Management*, 3(3), 333-361.

Schwarcz, S. L. (2013). Securitization, structured finance, and covered bonds. *J. Corp. L.*, 39, 129.

Shenker, J. C., & Colletta, A. J. (1990). Asset securitization : Evolution, current issues and new frontiers. *Tex. L. Rev.*, 69, 1369.

Sirmans, C. F., & Benjamin, J. D. (1990). Pricing fixed rate mortgages: Some empirical evidence. *Journal of Financial Services Research*, 4(3), 191-202.

Skarabot, J. (2001). Asset securitisation in Slovenia: The experience so far. *Financial Theory and Practice*, 25(1), 33-54.

Skarabot, J. (2001). Asset securitization and optimal asset structure of the firm. Available at SSRN 263088.

Sobreira, R. (2004). Innovation financière et investissement. Le cas de la titrisation. *Innovations*, (1), 115-129.