

**« Titrisation, Afrique : le cas du Maroc et de l'Union
Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) »**

Par :

Pr. Abdelali ABBOUR¹

Enseignant chercheur, Faculté de droit, Meknès

Résumé :

Sous l'effet de des phénomènes de mutations dans les sociétés, on a assiste à une floraison de nouvelles activités ou de nouveaux instruments financiers. Concomitamment à cette prolifération de nouveaux produits ou techniques financières ; il est tout aussi apparu nécessaire d'adapter le secteur bancaire et financier de certains pays africains aux évolutions liées principalement aux nouveaux besoins de financement de leur économie nationale, à l'ouverture sur l'extérieur et aux opérations internationales et à l'introduction de l'innovation financière et technologique... Ceci est le cas pour le Maroc.

Mots clés :

Mutations -Titrisation - Afrique – Maroc - Union Economique et Monétaire Ouest Africaine.

Abstract :

Under the effect of mutations phenomena in societies, there has been a flowering of new activities or new financial instruments. Concurrently with the proliferation of new financial products or techniques; it is also felt necessary to adapt the banking and financial sector of some African countries to developments related primarily to new funding needs of their national economy, openness to the outside and to international operations and the introduction of financial and technological innovation...

Keywords :

Mutations -Titrisation - Africa - Morocco – Union West African Economic and Monetary.

¹ Docteur en droit de l'Université du Sud Toulon-Var (Toulon).

Professeur-habileté de l'Enseignement Supérieur de la faculté de droit de Meknès (Maroc).

Membre du Centre de Droit et de Politique Comparés Jean-Claude ESCRRRAS (Faculté de droit de Toulon).

« A moins d'être soi-même spécialiste de droit bancaire et financier, la titrisation pourrait rebuter suffisamment pour que l'on décide de passer son chemin. Dommage pour celui qui agira de la sorte, car il manquera moins une analyse technique et minutieuse des réglementations consacrées aux opérations de titrisation des créances qu'une occasion unique de sentir le souffle épique et puissant de l'ample mouvement de convergence des systèmes juridiques qu'imposent les exigences de la finance mondialisée et qui ébranle jusque dans leurs fondements nos catégories conceptuelle les mieux assises »².

La conscience du changement est intense dans nos sociétés et au cours de ces dernières années le système financier international est passé par plusieurs mutations profondes entraînant une révolution dans la sphère financière. Ces nombreux changements ont été principalement déclenchés par les nouvelles technologies, la désintermédiation, le décloisonnement et la déréglementation³. Sous l'effet de ces phénomènes on a assisté à une floraison de nouvelles activités ou de nouveaux instruments financiers. Concomitamment à cette prolifération de nouveaux produits ou techniques financières, il est apparu nécessaire d'adapter le secteur bancaire et financier de certains pays africains aux évolutions liées principalement aux nouveaux besoins de financement de leur économie nationale, à l'ouverture sur l'extérieur et aux opérations internationales et à l'introduction de l'innovation financière et technologique. Précisément, sur ce dernier point, parmi l'innovation figure l'introduction dans leur système aussi bien économique que juridique d'une nouvelle ingénierie juridico-financière : *la titrisation des créances bancaires*⁴.

Comme dans la plupart des pays occidentaux et particulièrement la France⁵, il s'agit d'un phénomène importé, principalement des Etats-Unis⁶, relativement récent en Afrique et s'inscrivant parmi les plus importantes innovations financières connues par les marchés. Parvenue sous les feux de l'actualité avec la crise économique et financière internationale de

² W. DROSS, « Valerio FORTI, La titrisation des créances en droit comparé. Contribution à l'étude de la propriété », In RTD Civ. 2014, p.215..

³ Le mouvement de déréglementation qui s'est développé à partir de la fin des années 70 est l'indice de la perte de fiabilité du droit classique. Il montre que le droit peut être considéré non plus comme le garant nécessaire du progrès mais comme un frein et un obstacle entravant le dynamisme de l'économie et de la société. V. sur la question, J. CHEVALLIER, « Les enjeux de la déréglementation », Revue du droit public, 1987, n°2, p.281 et s.

⁴ Le terme de titrisation est un néologisme de la langue française qui signifie littéralement « transformation en titre ». Ce terme tient son origine du droit américain qui a élaboré cette technique sous le nom de « securitization ». V. T. GRANIER, R. ROUTIER, P. LE CANNU, Droit commercial ; instruments de paiement et de crédit ; titrisation, Précis Dalloz, Septembre 2010, n°594.

⁵ La France est le deuxième pays européens après l'Angleterre à introduire la titrisation. En 1985, les pouvoirs publics français ont créé la Caisse de refinancement de l'habitat.

⁶ A la suite de la crise économique de 1929, les pouvoirs publics américains ont créé plusieurs organismes afin de restructurer l'économie. Ainsi, a été installé en 1932 un premier organisme chargé de faciliter le refinancement des prêts immobiliers par le biais de la création d'un marché secondaire des hypothèques détenues par les caisses d'épargne. Puis, un deuxième organisme a été mis en place en 1934 pour aider à une standardisation des modalités de prêts dans le secteur immobilier et offrir des systèmes de garantie contre le risque de non-paiement sur le marché hypothécaire. Ces institutions ont contribué à une structuration du secteur immobilier. Sur l'histoire de l'apparition de la titrisation aux Etats-Unis, V. notamment : J.P. Bertrel, La titrisation, in Petites Affiches, numéro 36, 24 mars 1989, p. 12 et numéro 37, 27 mars 1989, p.7.

2008⁷ qui a mis en lumière la pratique de la titrisation, celle-ci est au cœur des débats et donc au cœur aujourd'hui de ce colloque international organisé à la faculté de droit de Toulon le 22 avril 2015 sur le thème « *La banque dans tous ses (E)états. Intermédiation et croissance. Regards croisés, France, Belgique, Italie, Maroc, Sénégal* ».

Technique de financement ou de refinancement, la titrisation s'est imposée dans le monde des finances grâce aux divers avantages qu'elle procure aux acteurs économiques opérant dans le secteur financier⁸. Technique financière⁹, le principe d'une opération de titrisation est simple. Elle a pour objectif de permettre à une banque détenant des actifs peu ou pas liquides de les regrouper, de les vendre à une entité spécialisée – un véhicule de titrisation – souvent créée pour l'occasion. Ce véhicule finance l'achat des actifs grâce à l'émission de titres de créance négociables, garantis par les actifs rachetés par le véhicule de titrisation. Sous réserve que certaines conditions comptables et juridiques soient remplies, la banque cédante peut sortir de son bilan les actifs titrisés, transférant ainsi la propriété et les risques afférents au véhicule, ou plus précisément, aux investisseurs ayant acheté les titres de créance émis par le véhicule de titrisation¹⁰.

La titrisation permet donc 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. Il s'agit de titrisation classique¹¹. Elle peut aussi 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 synthétique¹². À ce titre, elle favorise le mouvement de désintermédiation de bilan et l'interdépendance croissante des banques et des marchés financiers. La titrisation permet ainsi à des banques de diversifier leur profil en s'exposant à des entreprises, secteurs ou zones géographiques avec lesquels elles n'ont pas de relation de clientèle, ou de libérer du capital réglementaire pour accroître leur capacité de prêt.

⁷ Les causes de la crise financière ont fait l'objet de nombreuses analyses. On retiendra seulement que la crise financière, qui a durablement affecté ce que l'on appelle parfois l'économie réelle, a un point de départ identifié : les prêts immobiliers dits subprimes consentis aux Etats-Unis à des personnes dont la solvabilité était plus que douteuse. Pour certains cette crise financière mondiale a été la conséquence de la défaillance des valeurs morales et de la disparition des freins de la cupidité en raison du mouvement de dérégulation dans le monde occidental depuis une trentaine d'années. Cette crise a peut-être permis une prise de conscience de la nécessité d'une régulation adéquate des activités économiques et des effets néfastes d'une trop grande liberté des marchés, V. J. Paillusseau, *Respect des équilibres, choix de société et gestion du risque financier systémique*, In *Droit bancaire et financier*, n°6, novembre 2010, étude 36.

⁸ Nonobstant ses nombreux avantages notamment en termes de liquidité et de distribution de risques, la titrisation est devenue le premier bouc émissaire de la crise financière de 2008 qui a profondément bouleversé les marchés financiers internationaux provoquant une crise de crédit et de liquidité. La titrisation a permis la diffusion d'une classe d'actifs toxiques des banques et établissements de crédit américains dans l'ensemble du système financier mondial.

⁹ Cette technique a encouragé la création de nouveaux instruments financiers, qui non seulement ils ont drainé des ressources importantes vers des secteurs cibles, mais également ils ont permis d'élargir la gamme des produits négociables à la disposition des investisseurs. V. sur ce point, A. EL ATTAR, *La titrisation origine des crises ou opportunité de financement ?*, In *Dossiers de Recherches en Economie et Gestion*, 2^{ème} édition, juin 2013.

¹⁰ Le principe de la titrisation réside en effet dans l'achat de titres par des investisseurs. Ces titres, émis par le véhicule de titrisation, sont garantis par les actifs détenus par le véhicule. En d'autres termes, la qualité de ces actifs, et non la qualité intrinsèque de la banque cédante, détermine la prime de risque exigée par mes investisseurs.

¹¹ La titrisation classique appelée également titrisation hors bilan, consiste, pour l'entreprise, à céder une partie de ces actifs à une entité spécifique appelé le Fond Commun de Créances. Ce Fond émet alors sur les marchés financiers des titres gagés sur ces actifs afin d'en financer l'acquisition.

¹² Par opposition à la titrisation classique, la titrisation synthétique est une technique de gestion de bilan qui permet aux banques qui n'ont pas un besoin de refinancement, de transférer le risque de leurs créances au marché financier moyennant le paiement d'une commission. La différence fondamentale entre la titrisation classique et la titrisation synthétique est que celle-ci ne nécessite pas de transfert de propriété des actifs puisque ces derniers restent dans le bilan du cédant.

Technique de refinancement alternative, la titrisation est surtout vue comme une technique d'allègement et de gestion du bilan par les établissements de crédit¹³. Du reste, la structure de l'opération apparaît toujours comme un ensemble de contrats agencés autour d'un mécanisme fiduciaire visant à affecter les créances dans l'intérêt des investisseurs, et le fonctionnement de l'opération montre que les créances sont partout considérées comme des biens à transmettre à un gestionnaire, afin qu'il les transforme en titres financiers permettant aux investisseurs de s'approprier leur valeur économique¹⁴.

Avec l'évolution des marchés financiers, cette définition de la titrisation¹⁵ a pris un aspect plus technique et plus spécifique. Aujourd'hui, en Afrique ce terme est devenu de plus en plus lié aux financements structurés, qui désigne l'ensemble des activités et produits mis en place afin d'apporter de nouvelles méthodes de financements plus adaptés aux besoins des investisseurs tout en réduisant le risque¹⁶. Il en résulte alors que la titrisation a pour objectif de mobiliser des moyens de financement de l'économie africaine. Ouvrant de nouvelles opportunités, la titrisation constitue une étape décisive du processus visant à promouvoir la liquidité financière, et dans une certaine mesure promouvoir le développement économique. Au Maroc et en Afrique de l'ouest c'est donc une véritable révolution juridique et financière. Il est à peine besoin de rappeler que l'un des plus grands mérites de cette notion de titrisation qui a fait son entrée officielle sur la scène financière africaine est de contribuer au bon fonctionnement des circuits de financement de leur économie en rendant des actifs non liquides, tels que les crédits bancaires ou les créances commerciales, négociables sur un marché.

Au carrefour du droit et de l'économie¹⁷, la titrisation est en Afrique, nonobstant la crise¹⁸, une idée relativement à la mode tout en restant un marché embryonnaire nécessitant ainsi des efforts pédagogiques importants notamment en terme d'appréciation de risque¹⁹. Cependant, elle est rarement abordée sous l'angle juridique, et elle apparaît au juriste comme une technique mystérieuse car elle ne correspond pas à une qualification ni même à une classification précise²⁰. Bien au-delà aujourd'hui de sa dimension d'actualité, les réflexions présentées dans ce colloque international présentent l'intérêt de renouveler l'analyse de la titrisation par une approche juridique.

¹³ Avant les années 1970, les banques se limitaient aux tâches d'intermédiation financière. Elles prêtaient à leurs clients et conservaient le portefeuille d'encours parmi leurs actifs financiers jusqu'à leurs échéances ou leurs remboursements, en les finançant par les dépôts et/ou la dette interbancaire. Après la seconde guerre mondiale avec l'envolée du crédit, les banques étaient forcées à trouver de nouvelles sources de financement, d'où le recours à la titrisation.

¹⁴ V. T. GRANIER et C. JAFFEUX, *La titrisation : Aspects juridiques et financier*, 2004.

¹⁵ En réalité, il n'existe pas une définition mais des définitions de la titrisation tant cette opération ouvre des possibilités par sa structure ou par les actifs titrisés.

¹⁶ La titrisation ne va pas sans risque. Elle comporte en effet deux catégories de risque, d'une part le risque de crédit et le risque de marché.

¹⁷ La titrisation utilise les disciplines du droit des sociétés, du droit immobilier et du droit fiscal.

¹⁸ Depuis le deuxième semestre de l'année 2007, le monde est confronté à une succession de crises : crise alimentaire, crise pétrolière et maintenant crise financière et économique.

¹⁹ Un des plus importants aspects d'une opération de titrisation est le transfert de risque. Le risque lié aux créances cédées est diffusé et dispersé au sein d'un large éventail d'investisseurs au sein ou en dehors de la sphère bancaire. Ce risque est transmis aux investisseurs, qui seront naturellement rémunérés selon le profil du risque auquel ils avaient souscrit.

²⁰ P. LE CANNU, T. GRANIER et R. ROUTIER, *Instruments de paiement et de crédit Titrisation*, Dalloz, 8^{ème} édition, 2010, p.467.

A partir de là, notre réflexion sur cette institution suppose d'en connaître son émergence réglementaire (I) afin de savoir si son mécanisme constitue une alternative sérieuse pour le financement de l'économie africaine (II).

L'EMERGENCE REGLEMENTAIRE DE LA TITRISATION AU MAROC ET EN AFRIQUE DE L'OUEST

A l'image de ce que disait Feu le Roi Hassan II, « *le Maroc est un arbre dont les racines plongent en Afrique mais dont les branches bruissent à l'air de l'Europe* »²¹. Cette notion d'« africanité » se décline progressivement en termes juridiques et économiques. De ce point de vue, depuis les années 2000 sur le continent africain de grands changements se sont opérés, et matière de développement de la titrisation, le Maroc et la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) ont choisis des étapes chronologiquement différentes mais des motivations semblables. Pour ces pays, la titrisation reste le meilleur moyen pour leur développement économique voire même une solution pour faire face à la crise.

A cet égard, dans les pays où la titrisation est développée, l'expérience a montré que la réussite et le développement de la titrisation nécessitent un environnement juridique spécifique. Mais avec le spectre de la crise financière, pour l'ensemble de ces pays africains, il ne fallait pas reproduire le système américain²² en se servant de la titrisation pour externaliser le risque des établissements de crédit mais plutôt pour mobiliser les financements indispensables à la mise en place des infrastructures²³. Les pays africains sont devenus des grands chantiers où le besoin de financement est persistant, et la titrisation devient alors une source de flux financiers non négligeable aussi bien pour le Maroc (A) que pour les pays de la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (B).

A. L'EMERGENCE MAROCAINE

Profondément transformé et restructuré après l'indépendance du Maroc en 1956 notamment dans les années 90²⁴, le secteur bancaire et financier joue aujourd'hui un rôle important dans les besoins de financement²⁵ de l'économie nationale²⁶. Reprenant à leur compte les innovations financières, les banques marocaines se sont lancées dans les opérations de titrisation. Celles-ci constituent actuellement une technique récente mais d'une importance considérable dans le système financier marocain moderne,

²¹ *Propos repris dans le magazine Regards, n°3, mai 2013, Le Maroc à la conquête de l'Afrique, p.5.*

²² *Dans le cadre de la crise des subprimes, c'est finalement plus la facilité d'octroi du crédit qui est en cause que le système de titrisation en lui-même.*

²³ *Par les autoroutes ou encore la ligne TGV au Maroc.*

²⁴ *La réforme du système bancaire et financier marocain est fortement inspirée des innovations au niveau international. Elle se veut comme un moyen au service des réformes entreprises dans le cadre économique et un facilitateur de l'intégration du Maroc dans le nouvel ordre mondial.*

²⁵ *A travers les deux principales activités, d'une part la collecte de l'épargne et d'autre part l'allocation des crédits.*

²⁶ *Ces mutations s'analysent dans le cadre du passage d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers.*

Héritier de la sophistication du système juridique latin, le processus réglementaire marocain a intégré de manière progressive la titrisation, comme cela a été le cas en France²⁷, progressive²⁸. Les premières opérations de titrisation des créances ont vu le jour à la fin des années 90 et la grande complexité technique de ces opérations ne pouvait se passer d'un cadre juridique. Conscient de cet impératif et ne voulant pas rester à l'écart des innovations financières, le législateur marocain a, en effet, suite aux recommandations de la Banque Mondiale et du Fonds Monétaire Internationale, adopté une première loi en 1999 avec la loi n°10-98 relative à la titrisation de créances hypothécaires²⁹. Son objectif était de fixer le régime applicable à la titrisation de créances hypothécaires par l'intermédiaire de Fonds de Placement Collectifs en Titrisation (FPCT), structure d'accueil des titrisations marocaines³⁰, proches des anciens fonds communs de créances français (FPTC). Cette loi a été mise en application en janvier 2002 dans un contexte de surliquidité bancaire et sans aucune incitation fiscale pour soutenir la politique de logements.

Fortement inspirée de la loi française de 1988³¹ et tout en étant prudente³² par un degré élevé de sécurité et de simplicité qui la prémunissaient contre tous les risques éventuels³³, elle avait non seulement implantée la titrisation au Maroc mais également posé les contours d'un premier cadre juridique³⁴. C'était essentiellement pour répondre à la problématique du financement de l'immobilier que le Maroc a introduit l'activité de titrisation dans son système bancaire et financier. Son champ d'application était alors limité et dédié aux créances hypothécaires saines³⁵ détenues exclusivement par des banques et destinées au financement de l'acquisition ou construction de logements individuels. Par ailleurs, l'octroi des crédits hypothécaires se faisait au profit des personnes qui réunissaient toutes les conditions d'éligibilité exigées, en particulier, la solvabilité. A l'évidence, le marché hypothécaire joue aussi un rôle très important dans le système financier marocain. Depuis son introduction en 1999 et jusqu'au mois de décembre 2008, le bilan de la titrisation est resté léger et son évolution était timide. De même, au regard de l'évolution du secteur financier national et international, nonobstant quelle fût une figure d'innovation marquante dans le droit bancaire et financier marocain, cette loi n°10-98 avait fonctionné que très moyennement hormis le cas

²⁷ O. BIROUK et L. CASSAN, « La titrisation en France », In *Bulletin de la Banque de France*, n°190, 4^{ème} trimestre 2012.

²⁸ Il a fallu 15 ans avant de voir cette technique essaimer vers d'autres pays. Elle n'est apparue en Europe que vers la fin des années 80. En France le démarrage de la titrisation a été plus lent. Cette lenteur relative est imputable à plusieurs facteurs dont le principal est vraisemblablement la moindre maturité et la moindre profondeur des marchés financiers qui limitent le nombre d'investisseurs potentiels.

²⁹ La loi n°10-98 a été promulguée par le Dahir n°1-99-193 du 25 août 1999.

³⁰ Le choix fait par le législateur marocain est judicieux et productif dans la mesure où la demande de logements est tellement importante qu'il est nécessaire pour les pouvoirs publics de trouver d'autres alternatives autre que le budget de l'Etat pour financer l'immobilier social. V. Fouad M. AMMOUR, *L'Etat à l'épreuve du social. Cas du Maroc*, In REMALD, n°44, 2003.

³¹ Loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

³² Elle était prudente car elle ne concernait que les créances hypothécaires détenues par des établissements de crédit agréés, l'opération ne pouvant se dérouler qu'en une seule fois, l'émission de titres étant forcément endossée à un volume de créances non évolutif.

³³ Les risques générés par une opération de titrisation sont multiples et de degré varié, par mi ces risques on peut citer, les risques de défaillance des débiteurs, le risque de valorisation des titres, le risque de remboursement anticipé, le risque de dégradation de la notation, le risque de régularité des flux financiers et le risque de changement de la réglementation.

³⁴ V. T. GRANIER, « Le cadre juridique de la titrisation au Maroc », In R.T.D.F. n°4, 2011, p.238.

³⁵ C'est-à-dire des créances qui ne sont pas litigieuses et comportant pas de risques de non recouvrement à la date de leur cession.

d'une seule banque³⁶, les autres banques³⁷ n'ont eu d'engouement pour la titrisation des créances hypothécaires³⁸.

L'essor sans précédent et les facilités qui lui ont été consenties par les pouvoirs publics ont contribué au développement de l'attractivité de la titrisation dans le paysage financier marocain. Mais, malheureusement, les avantages qu'elle présentait en tant que solution miracle à la problématique du financement de l'habitat se sont avérés très limités. Nonobstant les limites de cette expérience, il était donc devenu nécessaire de procéder à un amendement plus développé afin d'élargir son champ d'application à d'autres types de créances, mais aussi à d'autres établissements initiateurs en dehors des établissements de crédit.

Répondant également aux besoins des investisseurs, ce premier cadre légal a été modernisé et redéfini en 2008 par la loi n°33-06³⁹, puis en 2013 par la loi n°119-12⁴⁰ permettant ainsi au Maroc non seulement de hisser son secteur financier aux standards internationaux mais également de renforcer son arsenal juridique en matière de financement de l'économie marocaine. Nul doute que l'un des principaux objectifs de ce nouveau cadre juridique est d'avoir adapté la titrisation aux spécificités de l'économie marocaine. A travers ces réformes, le Maroc a marqué, indubitablement, sa volonté d'introduire dans son droit positif un régime comparable au système français et aux meilleurs standards internationaux. Ces réformes ont permis également d'offrir aux investisseurs une nouvelle classe d'actifs, tant sur le plan sectoriel, économique que sur le plan géographique.

De manière paradoxale, nonobstant la mauvaise image de la titrisation après la crise financière ayant touché l'économie mondiale en 2008⁴¹, le Maroc⁴², comme la plupart des autres pays du Maghreb⁴³, a renforcé sa législation relative à cette technique afin d'assurer son développement. Il faut rappeler ici que la crise dite des « *subprimes* »⁴⁴ est une spécificité américaine et avait peu de chance de la voir au Maroc comme en Afrique de l'Ouest. Cela dit,

³⁶ Notamment le Crédit Immobilier et Hôtelier qui a affiché un intérêt réel pour la titrisation. Dans un contexte caractérisé par une concurrence exacerbée et par un renforcement de la réglementation prudentielle sur le marché bancaire, le Crédit Immobilier et Hôtelier pour faire face à une demande importante de crédit et souffrant d'un sérieux manque de liquidité a vu dans la titrisation le moyen de recapitaliser pour développer encore plus ses parts de marché. C'est en avril 2002 qu'il a réalisé sa première opération de titrisation au Maroc appelé Crédilog. En tout il a lancé 3 opérations de titrisation : Crédilog 1, 2, 3. Le Crédit Immobilier et Hôtelier est un établissement qui de par son objet disposait d'un volume significatif de créances hypothécaires.

³⁷ Notamment la Banque Populaire, Attijariwafa bank et la BMCE. Ces banques qui avaient des créances hypothécaires assorties d'intérêt créditeur élevé, préféraient, dans un contexte monétaire national caractérisé par la surliquidité, les garder dans leur portefeuille au lieu de les céder dans le cadre de ce nouveau processus constitué par la titrisation.

³⁸ La titrisation n'a pas généré l'engouement escompté vu le petit nombre d'opérations qui ont vu le jour.

³⁹ Loi n°33-06 promulguée par le dahir n°1-08-65 du 20 octobre 2008.

⁴⁰ Loi n°119-12 promulguée par le dahir n°1-13-47 du 13 mars 2013.

⁴¹ Le Maroc a été épargné de la crise financière internationale de 2008. La bourse de Casablanca est éloignée du système financier international.

⁴² Le Maroc a été épargné de la crise financière internationale.

⁴³ Notamment l'Algérie et la Tunisie.

⁴⁴ Au cours de dernières années, des banques américaines ont massivement consenti des crédits immobiliers à des personnes ayant des revenus modestes qui souhaitaient devenir propriétaires de leur résidence principale. Par un mécanisme de crédit à taux variable progressif, l'emprunteur était alléché par une offre de prêt ne faisant pas ressortir son véritable coût, lequel ne s'est révélé qu'une fine, au moment où les taux d'intérêt ont augmenté d'une manière vertigineuse. Le piège s'est alors refermé sur les emprunteurs, qui n'ont plus été en mesure de faire face aux échéances, et ont dû subir la vente forcée de leurs biens immobiliers affectés en garantie. V. sur la question R. Dammann, « La crise du « subprime » et la responsabilité bancaire, In Recueil Dalloz, 2008, p.427.

pour le législateur marocain, cette crise a mis en évidence que la titrisation n'est pas sans risque.

Les leçons que la communauté financière internationale a tirée de cette crise ont été prises en compte dans les réformes. C'est premièrement par la réforme de 2008 que la loi n°33-06 abrogea la première loi n°10-98, loi n°33-06, qui a fait son profit de l'expérience et des enseignements retenus de la loi 10-98, a redéfini le cadre marocain de la titrisation, elle a élargi le champ d'application des créances éligibles⁴⁵, l'a ouvert à de nouveaux établissements et elle a renforcé le régime juridique des Fonds de Placement Collectifs en Titrisation (FPCT)⁴⁶. Notamment elle les a rendues immunes à la faillite, elle a assoupli les modalités de cession des créances et elle a renforcé les prérogatives de l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux, anciennement dénommée Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (C.D.V.M.)⁴⁷ et, assuré une sécurisation accrue des droits des investisseurs⁴⁸. Elle constitue une importante avancée pour le secteur financier marocain, et son principal objectif est d'avoir adapté la titrisation aux spécificités de l'économie marocaine. A cet égard, les auteurs de cette loi et, dans une large mesure, tous ceux qui ont contribué à son élaboration⁴⁹ doivent être loués pour leur audace compte tenu des récriminations dont la titrisation a fait l'objet à tort⁵⁰, nous semble-t-il, tout au long de la crise financière internationale⁵¹.

Cette réforme est entrée en vigueur en octobre 2010. S'inscrivant dans une logique d'ouverture du système financier marocain sur les innovations de l'ingénierie financière, elle a, cependant, suscité des observations eu égard à certaines dispositions. En effet, la portée et l'implication de certaines de ses dispositions constituaient un frein au développement de la titrisation au Maroc en raison du champ d'application qui demeurerait très restreint par rapport aux attentes du marché économique marocain. Ainsi, par exemple la titrisation des sociétés privées n'était toujours pas possible et de surcroît les investisseurs institutionnels notamment

⁴⁵ Sous l'empire de la 10-98 seules les créances hypothécaires pouvaient être titrisées. Désormais avec la loi 33-06 pourront être titrisées les créances d'établissements de crédit, de personnes morales de droit public, des personnes morales de droit privé délégataires d'une mission de service public, que ces créances soient existantes ou futures, qu'elles soient saines ou en souffrance. Ainsi, à titre d'exemple pourront être titrisés les flux de péages autoroutiers. La seule condition à la titrisation d'une créance réside dans sa rentabilité, qu'elle soit saine ou en souffrance, une créance doit présenter une potentialité de profit sans lequel aucun investisseur ne souscrira les parts et titres émis par le véhicule de titrisation. Ainsi, l'article 16 de la loi 33-06 définit 4 catégories d'actifs éligibles ; les créances, les titres de créances, les biens immobiliers et mobiliers.

⁴⁶ Sous l'ancienne loi 10-98 il fallait créer plusieurs FCPT pour financer une pluralité de projets (un FCPT par projet). Avec la loi 33-06 désormais la création d'un seul FCPT multi-compartiment suffit, réduisant par la même le coût de financement des projets concernés.

⁴⁷ Le CDVM est une autorité de régulation des marchés de capitaux. Il a pour mission de s'assurer de la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières, de veiller au bon fonctionnement des marchés et d'assister le gouvernement dans l'exercice de ses attributions en matière de réglementation des marchés. Depuis le 13 mars 2013 il est devenu Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux.

⁴⁸ Le législateur a judicieusement concilié ambition et sécurisation de la place financière marocaine et ce d'un triple point de vue. D'abord en opérant une claire distinction entre société de gestion et société dépositaire, la première, gérant le FCPT sous le contrôle de la seconde. Ensuite en mettant le FCPT et les investisseurs à l'abri de la rigueur du droit des faillites. Enfin le FCPT est tenu de se couvrir contre les risques inhérents aux créances qu'il acquiert.

⁴⁹ Ce nouveau cadre juridique a impliqué l'ensemble des régulateurs du secteur bancaire, du marché des capitaux et des compagnies d'assurances marocains.

⁵⁰ Certains s'acharnent à imputer à la titrisation la crise financière de 2008. Cependant, ce ne sont pas les produits financiers complexes comme la titrisation qui ont engendrés la crise. Bien au contraire, ces produits ont permis à nombre d'entreprises de trouver des financements à des conditions bien plus avantageuses que le prêt bancaire classique.

⁵¹ Nonobstant ses nombreux avantages notamment en termes de liquidité et de distribution de risques, la titrisation est considérée comme la cause principale de la crise financière de 2008 qui a profondément bouleversé les marchés financiers internationaux provoquant une crise de crédit et de liquidité dont les conséquences étaient massives.

les entreprises d'assurances et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières restent soumis à des contraintes réglementaires. Mais la principale raison de ce frein était la restriction des actifs éligibles à certaines catégories de créances notamment commerciales.

Nonobstant ces observations, le Maroc, toujours marqué par sa volonté de se doter d'un outil de financement complémentaire aux modes traditionnels de financement pour le bénéfice de ses entreprises, des investisseurs et de son système financier, a réformé le régime de la titrisation et donc la loi n°33-06. En 2013 un nouveau texte est intervenu en matière de titrisation. Il s'agit du dahir n°1-13-47 du 13 mars 2013 portant promulgation de la loi n°119-12 modifiant et complétant la loi n°33-06. En s'inspirant des législations étrangères les plus performantes et sécurisantes⁵² et en prenant en compte les contraintes et demandes des investisseurs, ce nouveau cadre juridique permet au Maroc de se positionner comme une destination de choix pour le développement de titrisation sur une base saine et maîtrisée. Il permet ainsi d'accompagner l'évolution du système financier marocain.

Afin de ne pas se laisser dépasser par les modifications du contexte financier mondial, l'entrée en vigueur de la loi n°119-12 a permis une refonte globale de la réglementation relative à la titrisation. Parmi ces apports il y a lieu de citer principalement, l'élargissement du champ des créances exigibles⁵³, le renforcement du régime juridique des Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT), la création des comptes d'affection spéciale et l'assouplissement des modalités de cession des créances. Désormais, en élargissant le champ d'application de la titrisation et celui des actifs éligibles, toute personne morale de droit public ou privé, dont l'Etat, peut recourir à la titrisation. Dans ce nouveau cadre juridique, la notion de créances est remplacée par la notion d'actifs éligibles, qui recouvre celle d'actifs corporels, immobiliers et mobiliers.

Il est évident que dans la conjoncture internationale difficile, ce dahir du 13 mars 2013 intervient précisément pour faire profiter tous les acteurs économiques d'un financement alternatif dans un contexte où les besoins en liquidités sont de plus en plus croissants. Le Maroc, pays émergents des plus prometteurs pour la titrisation, a l'ambition de se positionner comme un centre financier de nature à accroître les perspectives de son développement et de sa modernisation.

Qu'en est-il de la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine ?

B. L'EMERGENCE OUEST-AFRICAINE

⁵² L'article 12-1 du dahir du 13 mars 2013 portant promulgation de la loi n°119-12 précise que les conditions en matière de règles prudentielles et de contrôle, ainsi que les modalités dans lesquelles le Fonds de Placement Collectif en Titrisation (FPCT) réalise les opérations de titrisation relatives à 'octroi de prêts à des établissements initiateurs et la garantie des risques de crédit ou d'assurance sont fixées respectivement par circulaire du Wali de la Bank Al-Maghreb ainsi que par arrêté de l'autorité gouvernementale chargée des finances.

⁵³ La loi n°119-12 permet de mettre en place de nouvelles opérations et d'émettre certains certificats (Sukuk) au niveau local ou à l'international. Il s'agit de produits obligataires islamiques. Ce sont des titres représentant des droits de jouissance indivis de chaque porteur sur des actifs éligibles acquis ou devant être acquis ou des investissements réalisés par l'émetteur de ces titres. Il faut savoir qu'en droit musulman, les créances ne peuvent pas faire l'objet de titrisation dans le seul but d'être négociées sur un marché secondaire. Les Sukuks sont émis sur la base d'un contrat conforme aux préceptes de la Charia, ce qui implique que les règles liées à leur émission et à leur négociation doivent être également conformes au droit musulman.

S'agissant de l'Afrique sub-saharienne, en second lieu, et notamment la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA)⁵⁴, la titrisation se trouve, contrairement au Maroc où elle est embryonnaire, « *aux balbutiements* »⁵⁵. A l'image de l'expérience marocaine ou occidentale, la titrisation a montré que sa réussite et son développement requièrent une infrastructure juridique et financière spécifique lui permettant de remplir sa mission de financement de l'économie. Cependant, dans la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine plusieurs barrières ont entravés la consécration de nouveaux outils d'ingénierie juridico-financière, notamment ceux de la titrisation des créances bancaires.

Contrairement au secteur bancaire et financier marocain qui a été, comme nous l'avons précédemment souligné, profondément transformé et restructuré après l'indépendance en 1956, en revanche celui de la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine était, jusqu'à la fin des années 80, caractérisé par une forte intervention de l'Etat. Cet interventionnisme n'a pas permis, notamment dans le secteur bancaire et financier, de prendre en compte les innovations financières, et donc une part active dans le financement de l'économie de cette zone de l'ouest Afrique. En conséquence, les opérations de titrisation ne pouvaient être menées telles qu'elles se pratiquent sur le marché marocain ou les marchés européens et américains. Ainsi, la plupart des opérations réalisées sur le marché financier de la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine portait essentiellement et presque exclusivement sur les opérations de titrisation de dettes publiques⁵⁶. Dans le paysage financier de la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine il y avait donc une expérience de titrisation⁵⁷, mais un cadre juridique inadapté à son utilisation. Il en résulte alors que les banques de cette zone n'avaient pratiquement pas eu recours à la titrisation des

⁵⁴ L'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine est une organisation sous-régionale œuvrant à la réalisation de l'intégration économique des Etats membres, à travers le renforcement de la compétitivité des activités économiques dans le cadre d'un marché ouvert et concurrentiel et d'un environnement juridique rationalisé et harmonisé. Cette structure continentale créée à Dakar (Sénégal) le 10 janvier 1994, regroupe huit pays ; Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo. Son siège est à Ouagadougou (Burkina Faso). Ces pays ont comme monnaie commune le Franc CFA et représentent un marché de plus de 70 millions d'habitants. L'Union couvre une superficie de 305 millions de Km². Le Maroc négocie actuellement des accords de partenariats stratégiques, incluant la mise en place progressive de zones de libre échange.

⁵⁵ M. BOYE, *La titrisation dans l'espace UEMOA*, In *Revue de l'ERSUMA, Droit des affaires- pratique professionnelle*, N°4, septembre 2014, p.80.

⁵⁶ Les dettes étaient converties en obligation du Trésor. La banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) émettait en représentation des concours consolidés aux Etats des titres du trésor à long terme communément appelés « titres d'Etat ». Le 30 juin 1994, la banque centrale avait titrisé ses concours consolidés à l'Etat béninois. Cette titrisation des concours visait à faciliter le remboursement de ses dettes vis-à-vis de la banque centrale. Ceci constituait une première expérience de titrisation de créances bancaires. La gestion, la garantie et le placement des titres ont été assurés par la BCEAO. Cette responsabilité s'étendait sur toute l'étendue de l'UEMOA. L'objectif poursuivi par cette titrisation de créances menée par BCEAO était, d'une part de soustraire les finances publiques des contraintes liées à un délai de remboursement plus contraignant, d'où l'étalement des remboursements sur 12 ans, et d'autre part de permettre à l'Etat de consacrer les ressources dégagées, grâce à l'étalement de sa dette vis-à-vis de la BCEAO, à l'assainissement du cadre macro-économique. Les autres pays membres de l'union ont aussi bénéficié de cette titrisation de dettes publiques. V. T. GRANIER, « Le règlement UEMOA relatif aux fonds communs de titrisation de créances et aux opérations de titrisation » R.T.D.F., numéro 2, 2010, p.118.

⁵⁷ Par exemple l'Etat de Côte d'Ivoire avait réalisé 3 opérations majeures dans les années 90 et 2000. En 1991 réalisation de la titrisation de dettes vis-à-vis des banques commerciales (SGBCI, BIAO, BICICI et COFINA) dans le cadre du programme d'ajustement du secteur financier. En 1993 titrisation des dettes de la Caisse Autonome d'Amortissement vis-à-vis des opérateurs économiques locaux. En 2007 titrisation de la dette publique intérieure.

prêts bancaires⁵⁸ se voyant ainsi privées de l'opportunité d'instruments de plus en plus adaptés à la sophistication des différents marchés.

Nous constatons que dans les pays développés où le potentiel de croissance est faible et l'activité bancaire très intense, avec un taux de bancarisation d'au moins 80%, les banques intègrent pourtant la titrisation dans leur plan de financement renforçant ainsi leurs capacités d'intervention. En revanche, au sein de la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine où le potentiel de développement est immense et le taux de bancarisation très faible, il est important pour cette zone de ne pas perdre de vue la titrisation, source de financement, mais de l'inclure et d'y recourir dans son système bancaire et financier⁵⁹. Pourtant, à y regarder de plus près, on constate que dans cette zone on trouve toutes les conditions du développement de la titrisation, notamment l'existence de créances détenues par les banques, un marché obligataire public et privé structuré, un organisme de contrôle et de surveillance des opérations d'appels publics à l'épargne⁶⁰. En grande partie, le système financier des pays de l'UEMOA reste à prédominance bancaire. En moyenne, le système bancaire est liquide et bien capitalisé, et la situation varie sensiblement selon la banque et le pays membre de cette zone.

Consciente des obstacles au développement du marché de la titrisation, la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine a pris acte que dans les pays où la titrisation est développée, notamment l'expérience marocaine, un certain nombre de contraintes a dû être levé. Ces contraintes sont essentiellement d'ordre juridique⁶¹, technique⁶², fiscal⁶³ et économique⁶⁴. A cet effet, dans le domaine de la titrisation le référentiel juridique instauré par le Maroc peut servir comme base pour la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine.

⁵⁸ Cela représente un coût d'opportunité énorme pour l'économie de la zone de l'union qui est ainsi privée des financements qui auraient pu être mobilisés par le truchement de la titrisation.

⁵⁹ Les marchés interbancaires obligataires et boursiers sont insuffisamment développés, à l'exception du marché de la dette publique, qui a connu récemment une expansion rapide. La micro finance s'est elle aussi développée rapidement dans certains pays et a contribué à une grande inclusion financière, mais le secteur reste petit par rapport au secteur bancaire. La concentration des prêts est élevée dans tous les pays de la région et la qualité des actifs représente le plus gros risque. L'exposition des banques aux Etats souverains de l'UEMOA s'est accrue rapidement avec le développement du marché régional. Les banques sont aussi grandement exposées à leur secteur public. L'observation des normes prudentielles reste faible pour un certain nombre de ratios, et certaines de ces normes ne sont pas conformes aux normes internationales.

⁶⁰ Notamment la Banque centrale régionale (BCEAO) et le Conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers.

⁶¹ Ce qui fait la réussite de la titrisation dans les pays anglo-saxons est l'existence d'une procédure simplifiée de cession des créances qui s'opère par l'intermédiaire d'une structure qui confie à un tiers la propriété d'un bien avec la charge de gérer ce dernier conformément à la volonté du constituant. La diffusion de la titrisation nécessite donc des adaptations juridiques dans les pays ne disposant pas de cette procédure dans leurs droits des affaires.

⁶² La titrisation requiert la mise place de structures nouvelles et de techniques sophistiquées dont la maîtrise nécessite une formation et un certain temps d'adoption. En effet, cette opération complexe exige un savoir faire dans le domaine de l'analyse, de la sélection, et de l'évaluation des créances à titriser. Les établissements intéressés par la technique peuvent constituer ce savoir faire en recrutant des spécialistes en la matière et/ou en procédant à la formation du personnel déjà en place. Enfin, la titrisation exige aussi l'adoption des systèmes d'information, ainsi qu'une refonte des procédures comptables pour les mettre au niveau des exigences de la réglementation.

⁶³ Dans une opération de titrisation, le fonds se charge d'acquérir les créances et d'émettre des titres financiers. Les créances cédées génèrent un flux financier qui est distribué aux différents investisseurs. Ainsi, le fonds est juste une entité intermédiaire entre le cédant et les investisseurs. Chaque investisseur est imposé directement, en fonction de sa quote-part des intérêts reçus. Alors que le fonds est exonéré de tous impôts et taxes.

⁶⁴ Le secteur bancaire de la région de l'UEMOA est très liquide et apparemment les banques perçoivent le développement des marchés financiers comme une concurrence. De même les marchés financiers de la région sont caractérisés par des niveaux de liquidité extrêmement faibles. De même le coût des transactions sur le marché secondaire est élevé.

Jusqu'à une récente période, les pays de l'UEMOA se sont peu préoccupés du financement, par le marché, de l'immobilier au sens large et de l'habitat en particulier, qui, par ailleurs, est le principal investissement des ménages. C'est pour répondre au besoin de financement de la demande de logements et de l'immobilier, que les institutions de l'Union, la BCEAO⁶⁵, la BOAD⁶⁶ et le CREPMF⁶⁷ ont entrepris de promouvoir un marché hypothécaire régional. Il s'agit, en gros, de permettre aux banques et établissements financiers de l'UEMOA de faire, au bénéfice des ménages, ce qu'elles savent faire pour les entreprises en vue du financement des investissements à long terme. Or, dans les pays de l'UEMOA le financement hypothécaire est handicapé par de nombreux obstacles financiers. Nous savons que dans tout système financier, le marché hypothécaire joue un rôle très important, et sous cet angle un marché de l'immobilier bien développé implique un système bancaire et financier sophistiqué. Alors, c'est dans le domaine de la titrisation, que la pertinence de l'expertise marocaine se manifeste fait que, précisément, le Maroc a connu les mêmes problèmes que connaissent actuellement les pays de la zone de l'union. Précisément, en matière d'habitat, il y a un besoin substantiel. De même, en matière de financement de celui-ci, les établissements de crédit ne disposent pas de ressources suffisantes à long terme, ni de technique d'ingénierie financière adaptée à leurs besoins leur permettant d'octroyer davantage de crédits aux populations de ces pays de la zone de l'union. Il y a donc beaucoup de points communs entre le marché marocain et le marché de la zone de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine, au point que l'on puisse dire que l'émergence de cette sous-région africaine est consubstantielle à l'essor économique du Maroc⁶⁸.

Comme cela fut pour le Maroc dans les années 2000, l'utilisation de cette technique d'ingénierie financière présente un double avantage pour l'Afrique sub-saharienne. D'une part, une bonne alternative au financement à moyen et long terme et, d'autre part un outil d'accélération de sa croissance économique⁶⁹. Pourtant, ce n'est qu'à partir de 2008 que le législateur et les professionnels de la finance de cette zone de l'UEMOA avaient sollicité l'expérience marocaine en matière de titrisation⁷⁰. Ils ont été assistés et conseillés par un opérateur marocain⁷¹ de renommée internationale, Maghreb Titrisation⁷², pour créer un cadre juridique adapté à l'utilisation de certains instruments financiers pour le marché hypothécaire et la titrisation. Cependant, comme ce fut le cas pour le Maroc, il peut sembler paradoxal que

⁶⁵ Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest.

⁶⁶ Banque Ouest-Africaine de Développement.

⁶⁷ Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers.

⁶⁸ Le Maroc est devenu le premier investisseur africain dans la Zone de l'UEMOA. Une multitude d'entreprises marocaines des secteurs public et privé y sont implantées.

⁶⁹ En 2012 l'activité économique a redémarré en atteignant un niveau estimé à 5,8% de la croissance régionale. La croissance est restée vigoureuse en 2013, environ 6%.

⁷⁰ Au cours de ces deux dernières décennies, le Maroc n'a cessé de vouloir renforcer ses relations avec l'Afrique subsaharienne à la recherche d'une véritable coopération Sud-Sud. Cet intérêt pour le Maroc s'est traduit par la signature de nombreux accords où il a offert entre autres ses compétences notamment en matière d'aide au développement, de formation des étudiants dans des secteurs clés de l'économie et de transferts de technologies. Ce qui lui a permis d'être aujourd'hui un important partenaire de ses voisins du Sud.

⁷¹ Depuis 2014, il y a un deuxième opérateur marocain. Il s'agit d'Attijari Titrisation, filiale d'Attijariwafa Bank, qui est désormais autorisée à lancer des activités de gestion de Fonds de Placements Collectifs en Titrisation. La société Attijari Titrisation a été créée dans le cadre de la loi n°3-06 relative à la titrisation des actifs, loi modifiée et complétée par la loi n°119-12.

⁷² Maghreb Titrisation est le premier établissement marocain spécialisé dans l'ingénierie financière, et est aujourd'hui leader régional de la titrisation avec des réalisations au Maroc et à l'international.

la zone de l'UEMOA ait décidé de créer ce cadre légal dans une période où l'atmosphère de méfiance prévalait envers la technique de titrisation après la crise financière et économique internationale de 2008⁷³. Rappelons quant même que la source de cette crise n'était pas la titrisation mais plutôt son usage.

Ayant fait ses preuves depuis longtemps dans la plupart des pays, qu'ils soient développés ou émergents, la titrisation a, par son « *caractère incontournable dans le financement de l'activité économique* »⁷⁴, pris le dessus et justifié l'adoption d'un cadre juridique permettant la mise place d'un marché hypothécaire régional⁷⁵ pour les huit pays de l'UEMOA⁷⁶. Le 30 mars 2010 a été adopté, dans les Etats membres de la zone de l'UEMOA, un règlement⁷⁷ relatif aux fonds communs de titrisation. Dans une approche communautaire, ce règlement s'inscrit dans un processus d'organisation du marché hypothécaire et de la titrisation. Comme cela fût le cas aussi bien pour le Maroc en 1999⁷⁸ que pour la France en 1988⁷⁹, son champ d'application est limité uniquement aux créances immobilières. L'un des mérites de ce règlement est d'avoir posé clairement les contours d'un premier cadre juridique de la titrisation dans la zone de l'UEMOA. Là aussi, c'est essentiellement pour répondre à la problématique du financement de l'immobilier que la zone de l'UEMOA a introduit cet instrument financier dans le système bancaire et financier des pays membres de l'union. Le choix fait par le législateur communautaire est, nous semble-t-il, judicieux et productif dans la mesure où la demande de logements est tellement importante qu'il est nécessaire pour les pouvoirs publics de trouver d'autres alternatives que le budget des Etats membres pour financer le logement social.

Offrant un cadre juridique sécurisant⁸⁰ pour l'utilisation de la titrisation, la zone ouest-africaine dispose, désormais, d'un véritable cadre juridique ouvrant ainsi de nouvelles perspectives pour le financement de son économie. Pour certains, ce règlement constitue « *dans le domaine du droit des affaires un renforcement du système juridique en vigueur sur le continent ouest-africain* »⁸¹. Mais surtout, pour les secteurs bancaires des huit pays de la

⁷³ Cette crise a dans un premier temps frappé les pays développés, puis dans un deuxième temps les pays émergents. Elle touche de plus en plus et de façon indirecte les pays sous développés comme les pays de la zone de l'UEMOA. Cependant, ces pays de la zone ont été un peu épargnés car la réglementation des changes interdit aux banques, aux établissements financiers régionaux et aux institutions financières de placer des avoirs à l'étranger. Cette réglementation a protégé ces pays de la crise financière et leurs banques n'ont pas, comme au Maroc, été affectées du fait de la déconnexion relative des économies de l'UEMOA vis-à-vis des économies occidentales. Il est donc clair que la réglementation des changes a contribué à la protection des institutions bancaires africaines.

⁷⁴ La titrisation des crédits est incontournable. Elle présente de nombreux avantages en ouvrant, grâce à la signature multiple, les marchés obligataires moins coûteux que le crédit bancaire à des entreprises qui ne pourraient pas émettre de titres sur leur signature individuelle. Elle fait indirectement la même chose pour les ménages et permet de constituer de nouvelles classes d'actifs qui enrichissent la diversification des portefeuilles des investisseurs. V. M. Aglietta, L'AGEFI HEBDA du 11 au 17 juin 2009, p.11.

⁷⁵ La mise en place d'un marché hypothécaire dans la zone de l'UEMOA bénéficie d'atouts intéressants, comme l'existence d'un marché financier et une autorité de régulation. De même, l'activité bancaire dans la zone de l'union obéit à une seule et même supervision bancaire, celle de la Commission bancaire.

⁷⁶ Le président de la BOAD estime le potentiel des actifs éligibles à la titrisation à 17283 milliards de FCFA soit 26,35 milliards d'euros.

⁷⁷ Règlement N°02/2010/CM relatif aux Fonds Commun de Titrisation de Créance et aux Opérations de Titrisation dans l'UEMOA.

⁷⁸ La loi n°10-98 a été promulgué par le Dahir n°1-99-193 du 25 août 1999.

⁷⁹ Loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

⁸⁰ Il n'y a pas de risque de dérive similaire à la malheureuse expérience américaine.

⁸¹ M. BOYE, op cit, p.79.

zone, ce règlement permet, dorénavant, de mettre en place un véritable marché hypothécaire. La zone de l'UEMOA se caractérise par « *une forte épargne disponible prête à être investie en produits financiers de qualité, ce qui justifie l'idée d'orienter cette épargne vers le refinancement de crédits hypothécaires* »⁸². Cependant, pour développer un tel marché, le législateur communautaire indique que le texte doit être déplacé à côté du règlement relatif aux obligations sécurisées et de la création d'une caisse de refinancement régionale⁸³. C'est ainsi que, depuis 2010, on a pu dire que « *l'instauration de la titrisation dans la zone de l'UEMOA fait partie d'un mouvement plus ample touchant le système financier qui est en train de se mettre en place progressivement* »⁸⁴. Son objectif est, ainsi, d'encourager les banques sub-sahariennes à renforcer leur gouvernance et leur gestion des risques et également renforcer la confiance des investisseurs.

Le marché hypothécaire de l'UEMOA ainsi créé aura trois objectifs. D'abord, renforcer l'intermédiation financière à l'échelle régionale par l'augmentation de l'épargne intérieure et extérieure mobilisée pour financer les investissements dans le secteur de l'habitat. Ensuite, élargir l'accès à la propriété immobilière aux populations sub-sahariennes. Enfin, approfondir le marché financier régional de l'UEMOA par la création de nouveaux produits. L'émergence de la titrisation permet d'affirmer que le secteur bancaire zone de l'UEMOA est en mutation profonde du fait de l'arrivée massive de banques d'Afrique du Sud, du Nigeria et des pays du Maghreb, notamment le Maroc. Ces banques, qui ont atteint désormais une dimension internationale, cherchent à exploiter le potentiel du marché ouest-africain.

Comme pour les autres pays, et notamment le Maroc, le règlement communautaire de 2010 reprend un schéma classique pour la mise en place des opérations de titrisation.

I. LE MECANISME JURIDIQUE DE LA TITRISATION AU MAROC ET EN AFRIQUE DE L'OUEST

S'inscrivant dans le processus général de désintermédiation et d'innovation financière, l'opération de titrisation implique un montage faisant intervenir différents acteurs⁸⁵ qui

⁸² M. BOYE, *op-cit*, p.81.

⁸³ T. GRANIER, « Le règlement UEMOA relatif aux fonds communs de titrisation de créances et aux opérations de titrisation », *op-cit* p.118.

⁸⁴ T. GRANIER, *op-cit* p.117.

⁸⁵ 1. **Le cédant**, appelé aussi initiateur, est l'établissement qui veut se départir d'un ensemble de ces actifs. Les textes réglementaires définissent la liste des établissements qui sont autorisés à effectuer une opération de titrisation.

2. **L'arrangeur**, le plus souvent une banque d'affaire ou d'investissement. Sa principale mission est la création d'une « société ad hoc » à laquelle vont être cédées les créances hypothécaires. La plupart du temps, l'arrangeur est aussi chargé du placement auprès d'investisseurs, des titres issus de titrisation.

3. **Le FCC** (Fonds commun de Créances), copropriété qui n'a généralement pas de personnalité morale et qui a pour objet exclusif l'acquisition des créances d'un ou plusieurs initiateurs. Cette acquisition est financée par le moyen d'émission de titres du FCC dans le public.

4. **L'établissement gestionnaire**, personne morale chargée de la gestion d'un FCC. La société gestionnaire a un rôle de mandataire et d'administrateur. Elle gère le fonds et représente les intérêts des investisseurs.

5. **L'établissement dépositaire**, est chargé de la garde des actifs du fonds de titrisation, du bordereau de cession et de tout document assurant la validité des actifs.

6. **L'agence de notation**, dont la mission principale est l'évaluation du risque lié au montage du fonds de créances et celui des titres cédés ou émis. La notation est effectuée au moment de l'émission des parts par le FCC. Pour la titrisation, la notation concerne le fonds et non le cédant. Cela revient à déterminer le niveau de risque final des parts émises par ce fonds.

occupent des rôles spécifiques, et apparait avec un degré élevé de technicité comme une « *opération complexe et variée* »⁸⁶. Celle-ci réside, rappelons-le, dans un montage juridique et financier permettant à une banque d'améliorer la liquidité de son bilan. Techniquement, des actifs sélectionnés en fonction de la qualité de leurs garantis sont regroupés dans une société *ad hoc*⁸⁷, qui en fait l'acquisition en se finançant par l'émission de titres souscrits par des investisseurs. Ce mécanisme de la titrisation reste, néanmoins, fortement influencé par le contexte légal et réglementaire du pays où elle se trouve.

Ainsi, pour le Maroc, en premier lieu, ce mécanisme est prévu à l'article 2 de la loi n°33-06 relative à la titrisation des créances (A). Pour la zone ouest-africaine, en second lieu, il est prévu à l'article 1^{er} du Règlement N°02/2010/CM relatif aux Fonds Commun de Titrisation de Créance et aux Opérations de Titrisation dans l'UEMOA (B). Il ressort clairement de l'analyse de ces textes juridiques que la titrisation est une opération financière à travers laquelle des institutions intermédiaires transforment des actifs en de titres financiers. Sur le plan juridique, il est donc nécessaire d'être fixé sur le statut de ces institutions.

A. LE MECANISME MAROCAIN

En droit marocain, le mécanisme est prévu à l'article 2 de la loi n°33-06 relative à la titrisation des créances selon lequel la titrisation est « *l'opération financière qui consiste pour un organisme de placement collectif en titrisation à acquérir, de manière définitive ou temporaire, des actifs éligibles auprès d'un ou plusieurs établissements initiateurs, accorder des prêts à un ou plusieurs établissements initiateurs destinés à financer l'acquisition ou la détention d'actifs éligibles et garantis par une sûreté, y compris par voie de propriété-sûreté ou garantir des risques de toute nature, y compris, des d'actions, et, le cas échéant, de titres de créance et/ou de certificats de sukuk et/ou du recours à l'emprunt sous toute forme, y compris sous la forme de garanties ou dérivés préfinancés* ». De ce texte, il résulte que les actifs faisant l'objet d'une opération de titrisation sont cédés à une structure juridique spécifiquement et exclusivement créée par le cédant⁸⁸ : le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT). Distinct et indépendant du cédant, ce fonds, appelé véhicule de titrisation marocain, constitue indéniablement l'organisme « *pivot* »⁸⁹ de l'opération de titrisation. C'est la raison pour laquelle notre analyse portera uniquement sur cet organisme.

Généralement, au Maroc, comme dans les autres pays africains ou occidentaux, le mécanisme de titrisation se décompose en deux étapes. La première est celle par laquelle le cédant sélectionne parmi ses créances celles qu'il souhaite faire sortir de son bilan. Il les rassemble ensuite dans un portefeuille de référence qu'il vend à un véhicule de titrisation

7. *L'investisseur*, il peut s'agir d'institutions financières, des fonds d'investissement, des assurances, d'entreprises publiques, des particuliers, etc...

8. *L'autorité de Marché*, dont le rôle diffère d'un pays à l'autre mais qui est présente pour surveiller et autoriser ce type de transaction.

⁸⁶ A. EL ATTAR, *op-cit*, p.17.

⁸⁷ La notion d'entité *ad-hoc* correspond à la traduction marocaine de « *Special Purpose Vehicle* » américain.

⁸⁸ On dit parfois qu'il parraine ou sponsor l'opération de titrisation.

⁸⁹ T. GRANIER, « Le cadre juridique de la titrisation au Maroc », *op-cit*, p.239 ; .C. GALVADA, « Les fonds communs de créances bancaires : un exemple du phénomène de titrisation financière », In *Revue des sociétés*, 1989, p.187 ; T. BONNEAU, *Les fonds commun de placement, les fonds communs de créances et le droit civil*, In *RTD civ.*, 1991, p.16.

émetteur de titres. La seconde étape, quant à elle, consiste pour le véhicule de titrisation à financer l'acquisition du portefeuille de créances. Pour ce faire, il émet des titres négociables porteurs d'intérêts qui sont offerts à des investisseurs sur les marchés de capitaux. Il y a donc une étape de cession de créances au Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT), et une étape d'émission de titres.

Sommairement, il faut savoir qu'au Maroc avant la réforme de la loi n°33-06 relative à la titrisation des créances, le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) résultait d'une mise en place purement contractuelle et de l'initiative conjointe entre un « établissement de gestion » et un « établissement dépositaire »⁹⁰. C'est une institution originale que le législateur marocain qualifie de « copropriété » (de créances). Il s'agit toutefois « d'une copropriété particulière »⁹¹, puisqu'aux termes de l'article 3 de la loi n°33-06 « *le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation est une copropriété qui a pour objet de procéder à des opérations de titrisation* ». En dépit de cette qualification légale, les règles classiques du droit de la copropriété⁹² n'ont pas lieu de s'appliquer en présence d'un Fonds de Placements Collectifs en Titrisation. De même, les règles de communauté ou de quasi-société, c'est-à-dire l'indivision, prévues par les articles 960 à 981 du Dahir des Obligations et Contrats ne lui soient pas applicables⁹³, ayant ainsi pour conséquence que les investisseurs sont non seulement dépourvus de tout droit au partage mais encore de toute prérogative de gestion.

De plus, selon l'article 3 de ladite loi, ce fonds n'a pas la personnalité morale⁹⁴, qui a ainsi pour autre conséquence que les règles relatives du droit marocain des sociétés ne lui sont pas non plus applicables⁹⁵, et ce afin de permettre d'ajuster le mode de fonctionnement, de gouvernance ou encore de prise de décision au sein du fonds. Afin de sécuriser l'opération de titrisation et les droits des investisseurs, la loi neutralise le risque de faillite en les mettant à l'abri de la rigueur du droit des faillites. Comme les organismes de titrisation français, les Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) sont de par la loi immune à la faillite.

⁹⁰ Afin d'éviter tout conflit d'intérêt, l'établissement initiateur, ses filiales ou toute société qui y détient une participation ne pourrait détenir plus d'un tiers moins une des actions ou parts sociales de l'établissement gestionnaire. Rapport du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, Titrisation, janvier 2011, p.26.

⁹¹ H. HOVASSE et N. MARTIAL-BRAZ, La titrisation, JurisClasseur Banque-Crédit-Bourse, Fasc.2260, n°19.

⁹² Ce sont essentiellement les règles du Dahir des Obligations et Contrats relatives à l'indivision.

⁹³ Dès lors que les règles relatives à l'indivision ne trouvent pas à s'appliquer en présence d'un Fond de Placements Collectifs en Titrisation, les souscripteurs-copropriétaire-pourront certainement exercer leur droit de propriété sur les parts émises en représentation de leur créance, qui constituent cependant un droit de créance, mais ne pourront nullement exercer de pouvoir sur l'ensemble de l'actif du fonds qui est géré et conservé par autrui.

⁹⁴ Il a pour objet exclusif d'acquérir des créances d'un ou plusieurs établissements initiateurs, au moyen de l'émission de parts ou de titres de créances. Le flux d'intérêt et de remboursement sur ces créances sont alors perçus par le FPCT qui les reverse aux investisseurs acquéreurs des parts ou titres de créances qu'il a émis. Les parts et titres de créances émis par un FPCT sont assimilés à des valeurs mobilières. Les parts représentent des droits de copropriété sur la totalité ou parties des actifs du FPCT. Quant aux titres de créances, ils peuvent être de deux sortes, des billets de trésorerie ou des obligations. Les investisseurs ne peuvent demander le rachat des parts ou le remboursement des titres de créances qu'ils détiennent par le FPCT émetteur. Les créances pouvant être acquises par un FPCT sont :

. Les créances des établissements de crédit et organismes assimilés ; des établissements publics, sociétés d'Etat et filiales publiques ; des personnes morales délégataires ou titulaires de licences d'exploitation de services publics ; des entreprises régies par le code des assurances.

. Les titres de créances représentant un droit de créance sur l'entité qui les a émis.

⁹⁵ Ne sont pas non plus applicables au FPCT, d'une part les dispositions du Dahir des Obligations et Contrats relatives aux cessions de créances, et d'autre part les dispositions relatives aux établissements de crédit et le code des assurances. V. T. GRANIER, « Le cadre juridique de la titrisation au Maroc », *ibidem*.

Il va de soi que ce régime dérogatoire au droit commun démontre « *l'originalité de ce fonds qui n'entrent finalement dans aucun cadre (juridique) préexistant* »⁹⁶. Cette originalité est, nous semble-t-il, de nature à dérouter les juristes marocains les plus avisés car elle malmène quelque peu les concepts juridiques classiques. A cet égard, pour la doctrine « *la situation est relativement logique dans la mesure où il s'agit d'instaurer un mécanisme particulier que le droit commun ne permettait pas de faire fonctionner facilement* »⁹⁷. Par rapport au droit comparé, cette situation rappelle celle qui avait été retenue dans le système juridique français lorsque la loi du 23 décembre 1988 avait installé le Fonds Commun de Créances, remplacé depuis par l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, le Fonds Commun de Titrisation.

Comme il a été souligné précédemment, le mécanisme de titrisation implique l'intervention de nombreux acteurs qui jouent des rôles spécifiques, et dans un certain nombre d'opérations certains d'entre eux peuvent cumuler plusieurs rôles. Ainsi, par exemple, la règle prévoyant une constitution commune entre un « établissement de gestion » et un « établissement dépositaire » posait, avant la réforme de la loi n°33-06, certaines difficultés⁹⁸. En effet, la pratique estimait que l'établissement dépositaire ne participait généralement pas à la structuration de l'opération de titrisation et à la rédaction des documents constitutifs. Il ne paraissait pas justifié que le dépositaire partageât avec l'établissement gestionnaire la responsabilité de fondateur du Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT).

En réponse à ces difficultés, des normes de contrôles opérationnel et prudentiel ont été introduites, et la loi n°33-06 modifiée et complétée par la loi n°119-12 du 13 mars 2013, prévoit, désormais, la séparation de la fonction de gestionnaire et celle de dépositaire⁹⁹. Tout en répondant aussi aux attentes des investisseurs, cette loi prévoit également que le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) sera constitué à la seule initiative de l'établissement gestionnaire¹⁰⁰ qui établira seul le règlement de gestion¹⁰¹. L'établissement gestionnaire réalise ainsi pour le compte du Fonds de Placements Collectifs en Titrisation

⁹⁶ T. GRANIER, « Le cadre juridique de la titrisation au Maroc », *ibidem*.

⁹⁷ T. GRANIER, « Le cadre juridique de la titrisation au Maroc », *ibidem*.

⁹⁸ Il est vrai que la nature contractuelle des rapports juridiques entre les différents intervenants n'est pas toujours facile à saisir pour l'observateur externe car dans le montage mis en place, certains acteurs peuvent jouer plusieurs rôles. A titre d'exemple, des créances peuvent avoir été vendues au Fonds de Placements Collectifs en Titrisation par le cédant qui continue néanmoins d'en assurer la gestion pour le compte du Fonds moyennant commission.

⁹⁹ L'agence de notation Standar and Poor's recommande qu'un certain nombre de mesures soient prises pour assurer la séparation effective des activités du Fonds, de celles du cédant ou l'arrangeur. Elle énumère par exemple que le Fonds doit entre autres : « tenir une comptabilité indépendante ; isoler ses actifs de ceux des tiers ; conduire son activité en son propre compte ; présenter un rapport financier annuel qui lui est propre ; veiller au respect des formalités administratives et fiscales comme toute entreprise ; ne pas garantir ou devenir débiteur d'un endettement d'une autre société ; ne pas mettre ses actifs en garantie au profit de tiers ; être géré comme une entité séparée des tiers ; voir ses comptes soumis à une révision annuelle par des examinateurs externes ; se décharger de ses obligations financières avec ses propres fonds ; ne pas mélanger ses actifs avec ceux de tiers ; et maintenir avec les sociétés de même groupe des relations d'affaires ayant une contrepartie normale ». Citée par F. LEROUX, La titrisation, Note pédagogique, MIC n°16.

¹⁰⁰ Article 4 de la loi n°33.06.

¹⁰¹ Sans reprendre l'énumération fournie par la loi, il faut retenir que le règlement de gestion doit contenir une description assez précise de l'opération en question. Au-delà de la présentation administrative des acteurs, les données financières doivent notamment être explicitées, des renseignements sur l'émission des parts et titres, sur la sécurisation du mécanisme mis en place et sur les frais prévus doivent être mentionnés. De même, devront être précisées les modalités de gestion des liquidités du fond et les conditions d'information des porteurs de parts et titres. Le projet de règlement est soumis au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilière (qui sera prochainement remplacé par l'Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux) pour avis ou agrément. Une fois ce document établi, il est signé par les représentants légaux des fondateurs, la constitution du FPCT étant publiée sans délai au journal des annonces légales.

(FPCT) non seulement l'opération de titrisation¹⁰² mais également sa gestion¹⁰³, et ce dans l'intérêt exclusif des investisseurs¹⁰⁴. Il prend ; également, possession de tout document et titre représentatif ou constitutif des actifs éligibles cédés ainsi que de tout document ou écrit y afférent¹⁰⁵.

De plus, à la lecture de l'article 45 alinéa 2 de la loi n°33-06, celui-ci semble présenter l'établissement gestionnaire comme « *un mandataire* » du Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT). Toutefois, d'un point de vue juridique, cette qualification paraît ici poser une difficulté. En effet, du fait que le Fonds n'a pas été doté par le législateur de la personnalité morale son intervention n'entre pas parfaitement dans la définition du mandat prévue par l'article 879 du Dahir des Obligations et Contrats selon lequel « *le mandat est un contrat par lequel une personne charge une autre d'accomplir un acte licite pour le compte du commettant* ». L'analyse de cette définition légale suppose précisément la présence de deux personnes. Ce n'est pas le cas pour le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT), faute de personnalité morale. Pour autant, dans le domaine de la titrisation ce problème est tout relatif. Si le principe est celui de l'absence de personnalité juridique, le législateur marocain procède néanmoins à une certaine personnification du Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT). En effet, ce dernier détient certaines prérogatives qui sont normalement reconnues aux personnalités morales. Ainsi, à titre d'exemple, l'article 36 alinéa 2 de la loi n°33-06 dispose que « *pour toutes les opérations faites pour le compte des copropriétaires d'un FPCT, la désignation du fonds peut être valablement substituée à celle des copropriétaires* ». Malgré l'absence de personnalité juridique, ce texte souligne clairement l'autonomie patrimoniale¹⁰⁶ dont peut jouir le fonds, et être ainsi qualifié par le droit financier d'organisme de placement collectif. Concernant la qualification « de mandat », il est possible de considérer celui-ci comme un mandat légal.

Ensuite, l'établissement dépositaire, quant à lui, a pour fonction la garde des actifs du Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT)¹⁰⁷. Peuvent, après avis de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux¹⁰⁸ et à condition de figurer sur une liste arrêtée par le ministre des finances, jouer le rôle de dépositaire les banques agréées ainsi que la Caisse de Dépôt et de Gestion, établissement public accompagnateur des politiques publiques de développement. Cependant, il est important de souligner que ces établissements doivent non seulement avoir leur siège social au Maroc¹⁰⁹, mais également doivent avoir pour objet le

¹⁰² Article 44 de la loi n°33.06.

¹⁰³ Article 50 de la loi n°33.06.

¹⁰⁴ Article 45 de la loi n°33.06.

¹⁰⁵ Article 44 de la loi n°33.06.

¹⁰⁶ La doctrine souligne l'intérêt qu'y aurait de reconnaître une autonomie patrimoniale au fonds afin de permettre un règlement facilité en cas de concours entre les créanciers du fonds et les porteurs. En effet, par cette autonomie patrimoniale, il serait possible d'exclure tout paiement en faveur des porteurs de parts tant que les résultats ne font pas apparaître un excédent. Le risque pèserait sur les porteurs de parts et non sur les créanciers du fonds. A.-M. TOLEDO-WOLFSOHN et H. HOVASSE, « L'art de la titrisation. A La recherche de nouveaux moyens de financement », In JCP E, 2005, n°5, p.11.

¹⁰⁷ Article 49 de la loi n°33.06.

¹⁰⁸ Autorité qui remplace depuis le 13 mars 2013 le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.

¹⁰⁹ Article 37 de la loi n°33.06. Cet article prévoit également qu'ils doivent disposer aussi d'un capital social minimum d'un million de dirhams entièrement libéré lors de la constitution. Ils doivent également présenter des garanties suffisantes en ce qui concerne leur organisation et leurs moyens techniques et humains. Leurs dirigeants ne doivent pas avoir fait l'objet de

dépôt, le crédit, la garantie la gestion de fonds ou les opérations d'assurances et de réassurance. Juridiquement, l'établissement dépositaire doit être unique et distinct de l'établissement gestionnaire¹¹⁰.

Par rapport au droit antérieur, le législateur marocain de 2008 offre la possibilité de choisir le véhicule de titrisation le mieux adapté à l'opération. Construction par imitation de l'article L.214-42-1 alinéa 3 du Code monétaire et financier français¹¹¹, la loi n°33-06 pose le principe de la dualité de forme. Désormais, au Maroc, les organismes de titrisation peuvent prendre la forme soit de fonds de titrisation doté ou non de la personnalité morale¹¹², soit de société de titrisation¹¹³.

Contrairement au droit français, il est possible en droit marocain d'accorder au Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) la personnalité morale sur option¹¹⁴ lors de la constitution de celui-ci¹¹⁵. Toutefois, la décision de doter le fonds de la personnalité doit être prise au moment de sa constitution par l'établissement gestionnaire, et conformément à l'article 37 du code de commerce marocain¹¹⁶, être accompagnée de son immatriculation au registre du commerce. Selon l'article 3 alinéa 2 de la loi n°33-06 cette décision est irrévocable. Pour la doctrine *« cette décision d'accorder la personnalité au fonds de titrisation permet d'offrir le maximum de flexibilité s'il est considéré lors de la mise en place de la titrisation que le recours à une société de titrisation est trop contraignant eu égard au type d'opération de titrisation envisagée »*¹¹⁷. Néanmoins, comme nous l'avons précédemment souligné à propos de la nature juridique du fonds, cette décision est de nature, là encore, à dérouter les juristes marocains les plus avisés car elle malmène quelque peu les concepts juridiques classiques. Au regard du droit marocain des sociétés, la société de titrisation peut prendre trois formes sociales différentes, soit celle de société anonyme, soit celle de société anonyme simplifiée soit elle de société en commandite par actions. Il faut toutefois noter que malgré l'élection possible de la forme de la société anonyme, la société de titrisation est soumise à un régime particulier, dérogeant aux dispositions du code de commerce marocain. De même, bien que la société de titrisation puisse être constituée sous

condamnation pour des infractions économiques (articles 37 et 38 de la loi n°33.06). Enfin, ils s'engagent à respecter les règles et pratiques professionnelles fixées par l'Autorité Marocaine des Marché de Capitaux (article 46 de la loi n°33.06).

¹¹⁰ Article 49 de la loi n°33.06.

¹¹¹ L'article L.214-42-1 du Code monétaire et financier français dispose que :

« Les organismes de titrisation ont pour objet :

- D'une part, d'être exposés à des risques, y compris des risques d'assurance, par l'acquisition de créances ou la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance ;
- D'autre part, d'assurer en totalité le financement ou la couverture de ces risques par l'émission d'actions, de parts ou de titres de créances, par la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance ou par le recours à l'emprunt ou à d'autres forme de ressources ».

Ils prennent la forme soit de fonds communs de titrisation, soit de sociétés de titrisation.

¹¹² Il est géré par une société de gestion.

¹¹³ Son objet social consistera en l'acquisition d'actifs titrisables et l'émission de titres représentatifs de ces actifs.

¹¹⁴ Cette option permettra au fonds de titrisation de bénéficier de conventions fiscales internationales conclues par le Maroc et destinées à éviter les doubles impositions.

¹¹⁵ Article 3 alinéa 2 de la loi n°33.06.

¹¹⁶ L'article 37 du code de commerce marocain dispose que « Sont tenues de se faire immatriculer au registre du commerce toutes les personnes physiques et morales, marocaines ou étrangères exerçant une activité commerciale sur le territoire du Royaume ».

¹¹⁷ Clifford Chance, « 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, Avril 2013, p.4.

forme de société anonyme, certaines dispositions du droit commun des sociétés¹¹⁸ ne leur sont pas non plus applicables, notamment les règles afférentes aux augmentations de capital. C'est d'ailleurs ce dernier point qui fait sa singularité.

Figure bien curieuse, cette dualité des formes juridiques constitue « *une originalité* »¹¹⁹ permettant d'offrir le maximum de « *flexibilité* »¹²⁰ lors de la mise en place du financement eu égard au type d'opération de titrisation envisagée et au type d'investisseurs recherchés. Quelle que soit sa forme, le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) pourra, et c'est là une nouveauté, comporter plusieurs compartiments dès sa constitution ou en créer en cours de vie si son règlement le prévoit. Sous l'empire du droit antérieur, pour financer une pluralité de projets, il fallait créer plusieurs Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT), c'est-à-dire un fonds par projet. Avec la loi n°33-06, il est désormais possible de ne créer qu'un seul fonds ayant plusieurs compartiments¹²¹. Ainsi, un seul et même fonds pourra investir dans des projets distincts et affecter un compartiment pour chacun de ces projets. Juridiquement, il s'agit là d'une révolution qui introduit, selon nous, la notion de patrimoine d'affectation, dérogeant ainsi à l'un des principes juridiques essentiels de notre droit, celui de l'unicité du patrimoine. Dans les opérations de titrisation, chaque compartiment constitue une entité distincte des autres au plan juridique et comptable, et par conséquent étanches l'un par rapport à l'autre¹²². Technique spécifique à la titrisation, la compartimentation nécessite, selon nous, une gestion hautement maîtrisée, faute de quoi elle serait source d'enchevêtrement des liens entre les structures *ad hoc* et les acteurs intervenants dans le mécanisme.

Enfin, en accédant à la personnalité morale, la loi n°33-06 modifie les règles de fonctionnement du Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) qui, désormais, ne sont plus considérés comme des instruments immuables pendant leur durée de vie. Contrairement au droit antérieur où la constitution d'un fonds s'imposait à chaque nouvelle opération de titrisation, aujourd'hui, cette loi lui permet tout au long de son existence d'être alimenté par de nouvelles créances¹²³.

Qu'en est-il du mécanisme ouest-africain ?

B. LE MECANISME OUEST-AFRICAINE

Renforçant le système juridique dans la zone ouest-africaine, l'article 1^{er} du Règlement N°02/2010/CM relatif aux Fonds Commun de Titrisation de Créance et aux Opérations de Titrisation dans l'UEMOA¹²⁴ prévoit le mécanisme comme une « *opération par laquelle un*

¹¹⁸ Dahir n°1-96-124 portant promulgation de la loi n°17-95 relative aux sociétés anonymes.

¹¹⁹ T. GRANIER, « Le cadre juridique de la titrisation au Maroc », *op-cit*, p.239.

¹²⁰ Clifford Chance, *ibidem*.

¹²¹ Article 3 alinéa 4 de la loi n°33.06. Le droit luxembourgeois parle de patrimoines fiduciaires.

¹²² Les dispositions régissant le FPCT s'appliquent à chacun de ses compartiments pris isolément. Par ailleurs, chaque compartiment peut être liquidé séparément sans qu'une telle liquidation ait pour effet d'entraîner la liquidation d'un autre compartiment. La liquidation du dernier compartiment entraîne la liquidation du FPCT.

¹²³ Ceci aura comme conséquence une économie des coûts de structuration ainsi qu'une meilleure optimisation des délais.

¹²⁴ V. sur la question T. GRANIER, « Le règlement UEMOA relatif aux fonds communs de titrisation de créances et aux opérations de titrisation économique et monétaire ouest africain, In RTDF n°2, 2010, p.118.

Fonds commun de titrisation de créances acquiert, soit directement auprès de tiers cédants, soit par l'intermédiaire d'un autre organisme habilité pour ce faire, des créances, ainsi que les sûretés, garanties et accessoires y afférents, en finançant cette acquisition par l'émission de titres négociables représentatifs desdites créances, dont la souscription et la détention est ouverte aux investisseurs qualifiés ou au public ». Ce texte reprend le schéma classique du mécanisme de la titrisation. Similaire au mécanisme marocain, il prévoit que les actifs faisant l'objet d'une opération de titrisation sont mis en œuvre par un organisme de titrisation prenant la forme d'un Fonds Commun de Titrisation de Créances (FCTC). Structure juridique spécifiquement créée par le cédant ou par l'intermédiaire d'un autre organisme habilité, ce Fonds constitue aussi indéniablement l'organisme « pivot »¹²⁵ de l'opération de titrisation. Comme en droit marocain, il résulte également d'une mise en place « purement contractuelle »¹²⁶ entre une « société de gestion » et un « établissement dépositaire »¹²⁷.

Faisant une construction d'imitation marocaine, et donc dans une large mesure française, le législateur de l'UEMOA qualifie, lui aussi, le Fonds de « *copropriété qui a pour objet d'acquérir des créances* »¹²⁸. C'est une copropriété originale disposant d'un cadre institutionnel spécifique, permettant à l'article 3.2 du Règlement N°02/2010/CM d'écarter, là encore comme au Maroc et en France, l'application des règles relatives à l'indivision et aux sociétés en participation. Dans le mécanisme ouest-africain, le principe est toujours celui de l'absence de personnalité juridique du Fonds Commun Titrisation de Créances (FCTC)¹²⁹. Il est une copropriété des créances.

Le législateur de l'UEMOA procède également à une personnification du fonds. En effet, celui-ci détient, comme le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation au Maroc, certaines prérogatives qui sont normalement reconnues aux personnes morales. Ainsi, l'article 3.3 du Règlement N°02/2010/CM dispose que « *pour toutes les opérations faites pour le compte des copropriétaires, la désignation du FCTC peut être valablement substituée à celle desdits copropriétaires* ». Identique à l'article 36 alinéa 2 de la loi marocaine n°33-06 et de l'article L.214-43 du code monétaire et financier français, l'article 3.3 du Règlement souligne lui aussi, malgré l'absence de personnalité juridique, l'autonomie patrimoniale du fonds. De même, l'article 16 du Règlement dispose que « *le FCTC peut conclure des contrats dont l'objet est de le protéger en tout ou partie contre les risques de change ou de taux qui peuvent, le cas échéant, affecter son patrimoine ou ses obligations de paiement* ». Sur ce point, la construction s'éloigne irrémédiablement du modèle marocain. Là encore, il semble admis, comme en droit français¹³⁰, qu'en dépit de toute personnalité juridique, le Fonds

¹²⁵ T. GRANIER, « Le cadre juridique de la titrisation au Maroc », *op-cit*, p.239 ; C. GALVADA, « Les fonds communs de créances bancaires : un exemple du phénomène de titrisation financière », *In Revue des sociétés*, 1989, p.187 ; T. BONNEAU, « Les fonds commun de placement, les fonds communs de créances et le droit civil », *op-cit*, p.16.

¹²⁶ R. MBADIFFO KOUAMO, « La titrisation dans la zone UEMOA », *In Investir-Afrique*, p.2.

¹²⁷ Article 4.1 du règlement N°02/2010/CM.

¹²⁸ Article 3.1 du règlement N°02/2010/CM.

¹²⁹ Article 3.2 du règlement N°02/2010/CM.

¹³⁰ Article R.214-92 alinéa 2 du code monétaire et financier qui dispose que « Le fonds commun des créances met en œuvre sa stratégie de gestion en acquérant des créances et, le cas échéant, en concluant des contrats constituant des instruments financiers à terme afin de supporter des risques de crédit relatifs à une ou plusieurs entités de référence de toute nature ».

Commun Titrisation de Créances (FCTC) dispose de certains attributs de celle-ci, notamment la faculté de contracter¹³¹.

Par principe, en absence de personnalité juridique, l'organisme de titrisation constitué sous forme de Fonds Commun Titrisation de Créances (FCTC) est nécessairement administré par la société de gestion et par un établissement dépositaire. Classiquement, le fonds est constitué à l'initiative conjointe par ces deux organismes¹³². Cette constitution est matérialisée par un règlement. Celui-ci organise le patrimoine de l'organisme de titrisation qui peut être unique¹³³ ou partagé en différents compartiments¹³⁴.

La société de gestion du Fonds Commun de Titrisation de Créances (FCTC), en premier lieu, est une société commerciale dont le siège social doit être situé dans l'un des Etats membres de l'UEMOA¹³⁵. Elle assure la gestion du Fonds à l'égard des tiers et dans toute action en justice¹³⁶. Elle a exclusivement pour objet social d'assurer la gestion d'un ou plusieurs Fonds¹³⁷, et cet effet doit être agréé par le Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers¹³⁸. Elle accomplit sa mission de façon indépendante.

En réalité, dans le cadre de l'opération de titrisation, il apparait que le gestionnaire des créances est le cédant. Selon l'article 21-1 du Règlement, il assure par cette fonction la gestion et le recouvrement des créances acquises par le Fonds Commun de Titrisation de Créances (FCTC). Toutefois, cette société de gestion peut prendre la forme de société anonyme ou de société à responsabilité limitée conformément aux dispositions de l'Acte uniforme OHADA relatif au droit des sociétés commerciales¹³⁹.

Ensuite, l'établissement dépositaire a, quant à lui, pour mission de conserver les actifs d'un ou de plusieurs Fonds Commun de Titrisation de Créances (FCTC)¹⁴⁰. Conformément à la réglementation bancaire, il doit être une banque établie dans l'UEMOA¹⁴¹. De plus, il est chargé de la détention de la trésorerie et des créances acquises par les Fonds Commun de Titrisation de Créances (FCTC) pour le compte desquels il intervient et s'assure de la régularité des décisions de la société de gestion selon les modalités prévues par instruction du Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers¹⁴². Toutefois, la conservation des créances peut être assurée par le cédant ou le gestionnaire des créances¹⁴³.

Enfin, comme nous l'avons précédemment souligné pour le Maroc, il y a aussi dans le mécanisme ouest-africain une superposition de deux étapes. Une étape de cession de créances au Fonds Commun de Titrisation de Créances (FCTC), et une étape d'émission de titres reposant sur ces créances sur le marché financier de l'UEMOA. Ces étapes offrent des

¹³¹ En revanche le législateur marocain n'a pas prévu cette possibilité.

¹³² Article 4.1 du règlement N°02/2010/CM.

¹³³ Article 5.1 du règlement N°02/2010/CM.

¹³⁴ Article 5.2 du règlement N°02/2010/CM.

¹³⁵ Article 25.1 du règlement N°02/2010/CM.

¹³⁶ Article 25.1 du règlement N°02/2010/CM.

¹³⁷ Article 25.2 du règlement N°02/2010/CM.

¹³⁸ Article 25.3 du règlement N°02/2010/CM.

¹³⁹ R. MBADIFFO KOUAMO, *op-cit*, p.2.

¹⁴⁰ Article 26.1 du règlement N°02/2010/CM.

¹⁴¹ Article 26.2 du règlement N°02/2010/CM.

¹⁴² Article 26.3 du règlement N°02/2010/CM.

¹⁴³ Article 26.4 du règlement N°02/2010/CM.

opportunités de financement. Cependant, pour les investisseurs, ces opportunités seront liées à la protection dont ils pourront bénéficier dans ces opérations. Si le règlement prévoit des règles de couverture des risques¹⁴⁴ et des garanties¹⁴⁵, il faut noter que le secteur bancaire zone de l'UEMOA comporte des risques élevés notamment en raison de la non-application des normes financières internationales¹⁴⁶.

Finalement, sous des formes diverses, c'est toujours une opération fiduciaire que l'on entend mettre en place par la titrisation. Construction par imitation occidentale, le démarrage de la titrisation a été en Afrique très lent. Cette lenteur est imputable à plusieurs facteurs, dont le principal est vraisemblablement la moindre maturité et la moindre profondeur des marchés financiers africains. Pourtant, l'Afrique est devenue un grand chantier où le besoin de financement est persistant, la titrisation constitue une alternative sérieuse de financement de son économie. En tant qu'instrument de financement, la titrisation offre des classes d'actifs très sécurisées pour les investisseurs. Son développement repose principalement sur la capacité des organismes de placement collectif à attirer les investisseurs nationaux et internationaux. Plusieurs organismes sont ou seraient sur le point d'utiliser cet instrument, à commencer par les banques. La titrisation devrait connaître un développement exceptionnel dans le paysage financier africain. Elle permet de remédier au problème récurrent de financement ou refinancement des entreprises mais aussi celui du financement et la réalisation de grands travaux d'infrastructure.

Répondant à une demande des investisseurs, le Maroc et la zone de l'UEMOA ont clairement marqué leur volonté de se doter d'un outil de financement complémentaire aux modes traditionnels de financement et parfaitement sécurisé pour le bénéfice des entreprises, des investisseurs, des ménages et d'une certaine manière du système financier africain. Avec leur cadre juridique, le Maroc et la zone de l'UEMOA se positionne comme une destination de choix pour le développement de la titrisation et cela sur une base saine et maîtrisée. Elle est un élément fondamental à la croissance économique, mais également la meilleure solution pour faire face à la crise. Avec leur cadre juridique respectif, le Maroc et la zone de l'UEMOA ont judicieusement concilié ambition et sécurisation de la place financière africaine.

On ose espérer que dans un futur proche, grâce à une familiarisation croissante des banques qui y ont recours, l'effet d'apprentissage permettra à ces banques africaines d'appréhender l'opération de titrisation comme une opération assez banale.

¹⁴⁴ Article 14 du règlement N°02/2010/CM.

¹⁴⁵ Article 15 du règlement N°02/2010/CM.

¹⁴⁶ Les normes financières internationales requièrent le passage à Bâle III, les banques de l'UEMOA n'ont pas encore mis en œuvre les normes Bâle II.