

# SOMMAIRE

<b>Avant-propos d'Olivier Pastré</b> .....	7
<b>Introduction</b> .....	9
<b>PREMIÈRE PARTIE : ORIGINE ET DÉVELOPPEMENT DE LA TITRISATION</b> ....	13
Chapitre I <b>La naissance de la titrisation aux États-Unis</b> .....	15
Section I La naissance de la titrisation : réponse à un besoin de refinancement de créances immobilières .....	15
Section II L'extension de la titrisation à tous les types de créances .....	18
Chapitre II <b>Le développement de la titrisation dans le monde</b> .....	23
Section I Le développement de la titrisation dans les systèmes de <i>common law</i> : exemple du Royaume-Uni .....	23
Section II L'installation de la titrisation dans les systèmes romano-germaniques .....	25
Chapitre III <b>Le rôle de la titrisation dans la crise financière de 2008</b> .....	33
Section I Le développement des crédits hypothécaires à risque aux États-Unis .....	33
Section II La diffusion du risque de crédit par la titrisation .....	33
Chapitre IV <b>L'instauration de la titrisation en France</b> .....	41
Section I Les raisons de l'instauration de la titrisation en France .....	41
Section II Les textes fondateurs et leur évolution .....	49
<b>DEUXIÈME PARTIE : LES ORGANISMES DE FINANCEMENT</b> .....	57
Chapitre I <b>L'instauration des organismes de financement</b> .....	61
Section I Le droit commun des organismes de financement .....	61

Section II	Les organismes de titrisation.....	68
Section III	Les organismes de financement spécialisés.....	112
Chapitre II	<b>L'opération de titrisation</b> .....	117
Section I	L'opération de titrisation prise en charge par un organisme de titrisation .....	117
Section II	Les opérations de titrisation prises en charge par les organismes de financement spécialisés.....	175
Chapitre III	<b>La notation et la régulation prudentielle de la titrisation</b> ....	183
Section I	La notation de la titrisation par les agences de notation.....	184
Section II	La régulation prudentielle de la titrisation .....	193
Section III	Le règlement européen relatif à la titrisation.....	202
<b>Index</b>	.....	217
<b>Table des matières</b>	.....	223

# AVANT-PROPOS

« Je vous parle d'un temps que les moins de 20 ans ne peuvent pas connaître. » En cette année 2018 marquée – entre autres – par le décès de Charles Aznavour, il n'est pas inutile de rappeler qu'il faut examiner le passé pour éclairer le présent et le futur. C'est ce que fait ce livre.

La titrisation est aujourd'hui un des piliers de la finance moderne. Elle a eu et elle a encore mauvaise presse auprès de certains. Ni trop d'honneur, ni trop d'indignité. La titrisation a, certes, largement contribué au gonflement de la bulle des *subprimes*, ainsi qu'à de nombreuses autres dérives dans l'univers des crédits et des marchés financiers. Mais il faut aussi rappeler un certain nombre d'évidences. La titrisation a, au cours des trois dernières décennies, permis de financer des investissements qui, sans cette technique, n'auraient pas été réalisés et, ce faisant, la titrisation a contribué à nourrir l'exceptionnelle croissance mondiale que nous avons connue avant la crise. J'ai utilisé le terme technique, car c'est bien de cela qu'il s'agit. La titrisation n'est qu'une technique qui permet de transformer des crédits, contrats de droit privé, par nature illiquides, en titres négociables sur le marché, et donc liquides. Ce n'est pas la titrisation qui est la cause de la crise des *subprimes* ; elle n'a été qu'un instrument. Il faut aussi rappeler que les excès de la titrisation ont été commis par des banques voulant se développer à tout prix et, plus encore, par des institutions financières non bancaires (comme Countrywide dans le cas des *subprimes*) avides de gagner des parts de marché. Il faut rappeler aussi que ces produits financiers ont été notés par des agences de notation parfois peu regardantes et que leur développement a été, sinon encouragé, au moins avalisé par des autorités de régulation bancaire désireuses de « mutualiser » (on disait cela à l'époque...) le risque de crédit. Face aux errements des pratiques de titrisation, les coupables ne sont pas la technique elle-même mais bien les agents économiques, publics comme privés, qui ont fermé les yeux sur les dérives auxquelles cette technique pouvait donner corps.

Il existe aujourd'hui une littérature relativement abondante consacrée à la titrisation. Par rapport à celle-ci, l'immense mérite de ce livre est d'être factuel et de remettre ainsi à sa place ce qui doit l'être.

Ce mérite est, en fait, double. C'est un des intérêts de ce livre, comme évoqué en ouverture de cet avant-propos, de mettre la titrisation en perspective. D'abord en perspective historique : de la crise des *subprimes* et des origines de celle-ci à l'« européanisation » de cette technique. Mais aussi en perspective géographique, en décrivant comment cette technique a été mise en œuvre dans des pays aussi différents que l'Italie, la Russie ou le Maroc.

Second mérite de ce livre : la précision. C'est la supériorité des juristes sur les économistes – qui ont d'autres charmes – que de renseigner avec rigueur tout ce qu'ils étudient. « Le diable est dans les détails », pour reprendre l'expression consacrée. Cela est particulièrement vrai pour la titrisation. Une phrase dans un contrat de 200 pages peut faire basculer le risque du côté de la banque ou du côté du retraité californien dont le fonds de pension a investi dans des SPV aussi attractives que risquées.

Ce livre a le mérite de le montrer. La titrisation est une technique utile mais risquée. Pour l'avenir, on se plaît à rêver que la normalisation des contrats de titrisation permettra un meilleur contrôle de ceux-ci et que les agences de notation, censées mesurer le risque, seront plus responsables et plus transparentes sur leurs méthodes de notation. Le film de la titrisation n'est pas fini et c'est tant mieux. Espérons que la fin en soit heureuse. Ce livre s'efforce d'y contribuer.

Olivier Pastré  
*Professeur à l'université Paris 8*