

La réforme de la loi sur la titrisation : de nouvelles perspectives pour le financement de l'économie au Maroc et en Afrique

Introduction

Le Maroc s'était doté d'un régime juridique propre à la titrisation en 1999 avec la loi n°10-98 relative à la titrisation de créances hypothécaires¹. Cette loi, qui avait pour objectif premier de favoriser le financement de l'habitat, a posé les contours d'un premier cadre juridique de la titrisation prudent et fortement inspiré de l'ancienne loi française n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances. Cette loi a créé les fonds de placements collectif en titrisation, structure d'accueil des titrisations marocaines inspirée des anciens fonds commun de créances français ("FPCT").

Le champ d'application était alors limité aux créances hypothécaires non litigieuses, ne comportant aucun risque de non recouvrement à la date de leur cession et dont le remboursement est garanti par une hypothèque de premier rang.

En 2008, la loi n°10-98 fut abrogée par la loi n°33-06 relative à la titrisation de créances². La loi n°33-06 a redéfini le cadre légal de la titrisation au Maroc en élargissant le champ des créances éligibles, en renforçant le régime juridique des FPCT en les rendant notamment immunes à la faillite, en créant les comptes d'affectation spéciale et en assouplissant les modalités de cession des créances. A travers cette réforme, le Maroc a marqué sa volonté d'introduire dans son droit positif un régime juridique comparable aux meilleurs standards internationaux.

La loi n°33-06 présentait néanmoins certaines barrières au développement de la titrisation au Maroc, principalement en raison de la restriction des actifs éligibles à l'opération de titrisation à certaines catégories de créances seulement et du nombre limité des cédants éligibles à une telle opération. Ainsi, la titrisation de sociétés privées n'était toujours pas possible. De même, la titrisation d'actifs tangibles ou la titrisation synthétique ne pouvait

toujours pas être réalisée au travers un FPCT.

De surcroît, la loi n°33-06 qui en particulier ne permettait pas aux FPCT d'être propriétaires d'immeubles hormis dans les cas de réalisation des sûretés attachées aux créances cédées, n'était pas adaptée pour accompagner favorablement le développement de la finance islamique initié par le Maroc.

Enfin, certains inconvénients fiscaux et des contraintes réglementaires auxquelles sont soumis les investisseurs institutionnels, notamment les entreprises d'assurances et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, constituaient également un frein au développement de la titrisation au Maroc.

C'est pour toutes ces raisons que le Maroc a jugé opportun de revoir en profondeur le régime de la titrisation posé par la loi n°33-06. Cette réforme qui s'est inspirée des meilleures pratiques à l'échelle européenne a impliqué l'ensemble des régulateurs du secteur bancaire, du marché des capitaux et des compagnies d'assurances marocains.

Le projet de loi n° 119-12 qui modifie et complète la loi n°33-06 ainsi que d'autres textes législatifs et réglementaires d'accompagnement a

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

² La loi n°33-06 a été promulguée par le Dahir n°1-08-95 du 20 octobre 2008.

été adopté par la Chambre des Représentants le 22 janvier 2013 et sera prochainement promulgué.

En s'inspirant des législations étrangères les plus performantes et sécurisantes, le Maroc a marqué sa 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 et du système financier marocain et de se positionner comme une destination de choix pour le développement au Maroc et en Afrique de la titrisation en général et de la finance islamique en particulier, sur une base saine et maîtrisée.

C'est dans ce contexte que Clifford Chance a assisté le Ministère des Finances dans le cadre de cette réforme audacieuse.

Il est à noter que cette réforme a été adoptée extrêmement rapidement, alors même qu'elle impliquait de modifier plusieurs textes législatifs et réglementaires. Cette rapidité est certainement due au fait que le Ministère des Finances et les régulateurs concernés ont travaillé de manière coordonnée et avaient établi une feuille de route claire en amont du processus de réforme.

Elargissement des établissements initiateurs

La loi n° 33-06 prévoit désormais que toutes les personnes et tous les organismes dotés ou non de la personnalité juridique peuvent être des établissements initiateurs. Sont donc désormais éligibles à ce mode de financement outre les banques, les compagnies d'assurances et les autres institutions financières, (i) toutes les sociétés qu'elles soient réglementées ou non, cotées ou non, (ii) l'Etat et toutes ses subdivisions, et

(iii) toutes les entités formées sous forme de fonds, d'OPC, *trusts* ou *partnerships* qu'elles soient dotées ou non de la personnalité juridique, que ces établissements initiateurs soient résidents marocains ou non.

Elargissement des actifs éligibles

Un des principaux objectifs de la réforme a été d'élargir autant que possible l'objet du FPCT à la titrisation de tout actif, corporel ou incorporel et de ne plus le limiter aux seules créances.

L'élargissement aux actifs corporels (tels que notamment des avions, des bateaux, du matériel et outillages, d'autres types d'équipements, etc.) était nécessaire pour permettre, aux FPCT d'émettre des certificats de sukuk. A cet égard, en s'inspirant de la liste établie par la loi fiscale irlandaise de 2011 qui permet aux SPV irlandais d'acquérir des actifs tangibles dans un contexte fiscal favorable, le nouvel article 16 de la loi n°33-06 étend le champ de la titrisation à trois catégories d'actifs distincts :

1. toute sorte de créance résultant d'un acte existant ou d'un acte à intervenir, libellée en Dirham marocain ou en devise étrangère ;
2. les certificats de sukuk, les titres de capital et les titres de créances, notamment les titres de créances négociables régis par la loi n° 35- 94 relative à certains titres de créances négociables, représentant chacun un droit de créance sur l'entité qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou par tradition, à l'exception des titres de créances donnant accès directement ou indirectement au capital d'une société ; et

3. les biens corporels ou incorporels, immobiliers ou mobiliers et les matières premières.

Les actifs éligibles peuvent être situés au Maroc ou dans un pays étranger, ou régis par une législation étrangère.

L'acquisition d'actifs éligibles par un FPCT peut se faire par tout moyen juridique approprié de droit marocain ou étranger, y compris par souscription directe lorsque les actifs concernés sont des titres financiers.

L'acquisition de créances peut toujours se faire par la seule remise par le cédant au FPCT d'un bordereau simplifié. Le transfert de propriété est dès lors valable et opposable aux tiers dès la remise du bordereau au FPCT sans qu'il soit nécessaire d'accomplir d'autres formalités. Les créances ainsi cédées cessent de figurer au bilan de l'établissement initiateur. Le bordereau doit stipuler expressément si la cession entraîne ou non le transfert des sûretés, garanties, gages, hypothèques, cautions et bénéfice de tout contrat d'assurance attachés aux créances cédées.

Lorsque les actifs titrisés sont des créances existantes, le bordereau doit mentionner la liste des créances concernées avec l'indication, pour chacune d'elles des éléments susceptibles de permettre son individualisation. Lorsque les créances sont listées par un procédé informatique permettant de les identifier, le bordereau peut se borner à indiquer le moyen par lequel les créances sont transmises, désignées et individualisées, l'évaluation de leur nombre et leur montant global.

Lorsque les actifs titrisés sont des créances futures, leur identification peut désormais se limiter aux éléments susceptibles de permettre

leur détermination de façon très générique, tels que l'identification du débiteur ou du type de débiteur ou des actes ou types d'actes dont les créances seront issues.

La possibilité pour un FPCT d'acquérir les actions d'une société a été prévue afin de permettre l'émission de *sukuk al musharaka*.

Afin de permettre un large éventail de possibilités de structurations de *sukuk*, il a également été précisé que les actifs éligibles s'entendent également de tout démembrement de propriété portant sur ces actifs, (tel que, en particulier, l'usufruit) que ce démembrement résulte de l'acquisition proprement dite ou de sa constitution au profit du FPCT.

Ouverture à de nouvelles opérations de titrisation

Achat de nouveaux actifs

L'article 17 permet désormais au FPCT d'acheter des nouveaux actifs éligibles après l'émission initiale de titres dans les conditions fixées dans son règlement de gestion.

Possibilité de céder des actifs

L'article 18 prévoit la possibilité pour un FPCT de céder des actifs avant le terme de l'opération de titrisation dans les cas et selon les modalités fixés par voie réglementaire et dans la mesure où une telle cession est autorisée par son règlement de gestion. Un FPCT peut en outre céder des créances non échues ou déchues de leur terme, dans les mêmes conditions.

La cession par un FPCT s'effectue selon tout moyen juridique approprié dans les conditions définies dans le règlement de gestion. En outre lorsque les actifs concernés sont des créances, la cession par le FPCT peut s'effectuer par la remise d'un

bordereau simplifié.

Acquisition temporaire d'actifs éligibles

La cession à un FPCT d'un actif éligible peut être définitive ou temporaire. Les FPCT peuvent désormais réaliser des ventes à réméré, pensions livrées ou toutes autres formes de transfert temporaire ou de prêt assortie d'une option de rachat (par exemple une opération de prêt de titres). Cette possibilité de transfert temporaire permet également la mise en place de programmes de *sukuk al ijara*, structure qui repose sur l'acquisition d'un actif éligible en vue de sa location à l'établissement initiateur puis sa revente à ce dernier à la fin du financement (*sale and lease back*).

Opérations de prêt

Les FPCT peuvent désormais accorder directement des prêts aux établissements initiateurs dans les conditions fixées par voie réglementaire. Cette faculté pour les FPCT de prêter directement à un établissement initiateur permet d'éviter une intermédiation entre le FPCT et l'établissement initiateur concerné.

Par nature, la titrisation constitue une opération de crédit : en acquérant une créance non échue, le FPCT accorde une avance à l'établissement initiateur, laquelle sera remboursée par le débiteur à l'échéance de la créance. La possibilité donnée aux FPCT de prêter directement ne changera pas la nature du financement dans la mesure où le prêt ainsi accordé sera utilisé pour financer l'acquisition d'actifs éligibles.

Le texte prévoit toutefois que les conditions en matière de règles prudentielles et de contrôle et les modalités de réalisation de telles

opérations seront fixées par voie réglementaire.

Le recours à un FPCT sécurisé et supervisé par le CDVM pour réaliser un financement direct d'actifs éligibles, sans passer par l'intermédiaire de banques, devrait constituer un atout majeur pour le développement de la titrisation au Maroc notamment dans le contexte de l'introduction de Bâle III (BRI, *Financial Stability Institute, FSI Survey - Basel II, 2.5 and III Implementation*).

Titrisation synthétique

En outre, à l'instar des organismes de titrisation français et luxembourgeois, il est désormais possible pour les FPCT de réaliser des opérations de titrisation synthétique (titrisation du risque de crédit ainsi que la titrisation de risques d'assurance ou de réassurance), à l'instar des véhicules d'ART (*alternative risk transfer*) ou *transformers* internationaux, dans le cadre de l'émission d'obligations indexées sur les risques catastrophiques ou climatiques (p.ex. sécheresses) sur une base paramétrique ou indemnitaire.

Le texte prévoit toutefois que les règles prudentielles et conditions de contrôle ainsi que les modalités de réalisation de telles opérations seront fixées par voie réglementaire.

Formes de véhicules

Dualité de formes

Inspirée de l'article L.214-42-1 du Code monétaire et financier français, la nouvelle loi pose désormais le principe de la dualité des formes (fonds et société). Les FPCT, véhicule de titrisation marocain, peuvent désormais prendre la forme de :

1. fonds de titrisation (les "FT"), dotés ou non de la personnalité morale

(possibilité qui n'existe pas en droit français ou luxembourgeois) ; ou

2. sociétés de titrisation (les "ST"). S'inspirant du droit luxembourgeois et contrairement à la société de titrisation française qui ne peut être constituée que sous la forme d'une société anonyme ou d'une société par actions simplifiée, la ST pourra revêtir plusieurs formes sociales.

Quelle que soit sa forme, un FPCT peut comporter plusieurs compartiments dès sa constitution ou en créer en cours de vie si son règlement de gestion le prévoit.

Cette dualité de forme est destinée à offrir le maximum de flexibilité dans la structuration du véhicule, notamment dans le cadre de l'émission de certificats de sukuk destinés à être placés sur les marchés internationaux ou sur le marché local.

Constitution du FPCT à la seule initiative de l'établissement gestionnaire

Avant la réforme, un FPCT était constitué à l'initiative conjointe de l'établissement gestionnaire et de l'établissement dépositaire.

La pratique a révélé que cette règle prévoyant une constitution commune, posait certaines difficultés. Dans la mesure où l'établissement dépositaire ne participe généralement pas à la structuration de l'opération de titrisation et à la rédaction des documents constitutifs, il ne paraissait pas justifié pour certains d'entre eux que le dépositaire partage avec l'établissement gestionnaire la responsabilité de fondateur du FPCT.

En réponse à de telles difficultés et dans un souci de répondre aux attentes des investisseurs, la loi n° 33-06 prévoit désormais que le FPCT sera constitué à la seule initiative de

l'établissement gestionnaire qui établira seul le règlement de gestion. Conformément à ce qui est prévu à l'article 32, le rôle de l'établissement dépositaire se limite désormais à accepter le règlement de gestion.

L'établissement gestionnaire, agréé par le Ministre des Finances après avis du CDVM³, réalise pour le compte du FPCT, l'opération de titrisation et gère le FPCT dans l'intérêt exclusif des investisseurs et prend possession de tout document et titre représentatif ou constitutif des actifs éligibles cédés ainsi que de tout document ou écrit y afférent et le fait conserver par l'établissement dépositaire.

L'établissement dépositaire a quant à lui, pour fonction la garde des actifs du FPCT. Seuls les banques agréées conformément à la législation qui les régit, la Caisse de Dépôt et de Gestion et les établissements ayant leur siège social au Maroc et ayant pour objet le dépôt, le crédit, la garantie, la gestion de fonds ou les opérations d'assurance et réassurance, figurant sur une liste arrêtée par le Ministre des Finances après avis du CDVM, peuvent jouer le rôle de dépositaire.

Constitution du FT

La loi n° 33-06 prévoit désormais que le FT, ou tout compartiment de celui-ci, est valablement constitué par la seule émission d'au moins deux parts représentatives des actifs qui sont

attribués au FT ou à un de ses compartiments et ce, même si elles ne sont détenues que par un seul porteur et qu'il ne réalise pas d'opération de titrisation à la date de sa constitution. Ces améliorations permettent de lever certaines incertitudes juridiques liées à la nature juridique du FT en tant que copropriété et d'éviter aux parties de devoir éventuellement arbitrer entre un FT et une ST (dont la constitution ne pose pas de telles incertitudes) sur ces questions.

Nouveauté des FT avec personnalité morale

Il est désormais possible d'accorder la personnalité morale au FT sur option lors de la constitution de celui-ci. Cette option permettra, notamment, au FT de bénéficier de conventions fiscales internationales conclues par le Maroc et destinées à éviter les doubles impositions, facilitant ainsi le placement des parts, certificats de sukuk ou autres titres émis par un FT auprès d'investisseurs non-résidents.

La décision de doter un FT de la personnalité morale doit être prise au moment de la constitution du fonds et être accompagnée de l'immatriculation du FT au registre du commerce, comme c'est le cas pour toute personne morale exerçant une activité commerciale au Maroc conformément aux dispositions de l'article 37 du Code de commerce. Cette décision est irrévocable.

Cette option d'accorder la personnalité morale au FT permettra 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.

³ Le CDVM sera prochainement remplacé par l'AMMC (Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux). Le projet de loi relative à l'AMMC a été adopté par le Parlement et devrait être promulgué prochainement.

La création des ST

Les ST pourront être constituées sous la forme de société anonyme, de société anonyme simplifiée ou de société en commandite par actions.

Pour la souplesse qu'elle offre en terme d'organisation et de fonctionnement de ses organes sociaux, la société anonyme simplifiée sera souvent utilisée.

Par ailleurs et pour tenir compte des spécificités de la société de titrisation, certaines dispositions contraignantes du droit marocain des sociétés ont été écartées.

Ainsi le régime des conventions réglementées ne s'appliquera pas aux opérations conclues conformément au règlement de gestion. Les règles de la loi n° 17-95 relatives aux sociétés anonymes afférentes aux augmentations de capital ont été assouplies en prévoyant, notamment, des règles de quorum particulières.

Une dérogation à l'article 70 de la loi n°17-95 permet également à la ST de céder des immeubles, des participations figurant à son actif immobilisé et d'octroyer des cautions, avals et garanties sans l'autorisation préalable de son conseil d'administration.

Possibilité pour un FPCT d'émettre tout type de titre de créance et des sukuk

Avec notamment la création de Casablanca Finance City (CFC), le Maroc a l'ambition de se positionner comme un centre financier régional de premier plan. Le Maroc vise ainsi à faire de Casablanca un hub régional qui servira en priorité le Maghreb et l'Afrique de l'Ouest. Dans ce contexte, il était nécessaire pour le Maroc de proposer une gamme complète et

performante d'instruments financiers (notamment islamiques) afin de maintenir sa compétitivité et d'attirer de nouveaux investisseurs étrangers (notamment ceux originaires des pays du Golfe). En complément de la réforme de la loi bancaire marocaine qui va permettre aux banques dites "participatives" de proposer des produits de finance islamique, la loi n°33-06 ouvre désormais la voie à l'émission de certificats de sukuk connus pour être les instruments les plus utilisés dans la finance islamique.

S'inspirant de la loi libanaise, la nouvelle loi marocaine utilise le FPCT comme véhicule d'émission des sukuk.

Titres de créance

Un FPCT peut émettre tout type de titre de créance conformément à son règlement de gestion et à la convention de souscription. Ces titres peuvent être émis sous la forme nominative globale, ou nominative individuelle, ou au porteur.

Les titres émis par un FPCT peuvent être de différentes catégories ou sous catégories.

Les différentes catégories ou sous catégories de titres émis par un FPCT représentent des droits différents sur la totalité ou une partie des actifs de le FPCT ou du compartiment concerné, dans les conditions prévues par le règlement de gestion.

Le paiement des sommes exigibles au titre des parts ou actions émises par le FPCT est subordonné au paiement des sommes exigibles de toute nature dues aux porteurs de titres de créance et de certificats de sukuk émis par le FPCT et au paiement des sommes dues au titre d'emprunts d'espèces.

Tenant compte de la pratique, notamment Anglo-saxonne, en matière d'émissions internationales, la nouvelle loi permet, en cas de consultation des porteurs de certificats de sukuk ou de titres de créances émis par un FPCT préalablement à toute décision qu'il envisage de prendre, à l'établissement gestionnaire de faire prévaloir les intérêts d'une ou plusieurs catégories ou sous-catégories de porteurs sur une ou plusieurs autres catégories ou sous-catégories, en tenant compte de leurs rangs de priorité ou de subordination respectifs, dans les conditions définies par le règlement de gestion.

Introduction des sukuk dans le système juridique marocain - définition

Conformément à la dernière version des règles de l'Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), les certificats de sukuk sont définis comme étant des titres représentatifs d'un droit de jouissance indivis de chaque porteur sur des actifs éligibles acquis ou devant être acquis ou des investissements réalisés ou devant être réalisés par l'émetteur de ces titres.

Dans le but de faciliter le placement des certificats de sukuk émis par un FPCT dans les pays du Golfe ou dans d'autres régions du monde comme l'Asie du Sud-Est, il est précisé à l'article 6 de la loi que les certificats de sukuk peuvent être régis par tout droit étranger et libellés en devises étrangères.

La notion de sukuk est entendue de façon aussi large que possible permettant une grande flexibilité. Ainsi les certificats de sukuk pourront emprunter à la fois des structures classiques de vente et de location

avec option d'achat (*sale and lease back* qualifiés de *sukuk al ijara*) mais pourront aussi être basés sur un investissement (*sukuk al mudaraba*) ou des actifs en construction ou futurs (*salam* et *istisna*). En cela le régime marocain des *sukuk* se distingue du régime turque des "*lease certificates*" dont il s'est pourtant inspiré.

Enfin, compte tenu de l'absence de qualification précise du droit créé par les certificats de *sukuk* à leurs porteurs et, partant du fait que ce droit pourrait notamment être qualifié dans les pays de tradition civiliste de copropriété (y compris lorsqu'ils sont émis par une ST), l'alinéa 5 de l'article 7-1 précise que le FPCT reste pleinement investi des attributs de la propriété lui permettant, dans la limite de ce que prévoit le règlement de gestion du FPCT, d'accomplir tous les actes d'administration et surtout de disposition concernant les actifs éligibles sur lesquels porte le droit créé par les certificats de *sukuk*.

Création du Comité Charia pour la Finance

Pour unifier la doctrine et assurer une certaine sécurité juridique pour les investisseurs désireux de souscrire des titres conformes aux principes de la Charia, la nouvelle loi prévoit la mise en place d'un comité national dénommé Comité Charia pour la Finance, dont la composition, les prérogatives et les modalités de fonctionnement seront fixées par un dahir spécial, conformément à l'article 41 de la Constitution.

Lorsque les certificats de *sukuk* seront placés auprès d'investisseurs marocains, la conformité du financement aux règles applicables de la Charia sera vérifiée et confirmée par le Comité Charia pour la Finance. L'objectif visé par le législateur consiste en effet à limiter le risque de contestations reposant sur des

interprétations divergentes qui pourraient naître de plusieurs *sharia boards* privés, comme cela est parfois le cas dans le cadre de *sukuk* internationaux. En revanche lorsque les certificats de *sukuk* seront placés auprès d'investisseurs internationaux, un ou plusieurs *sharia boards* compétents pourront également être désignés conformément aux pratiques actuelles de marché.

Neutralisation renforcée du risque de faillite

FPCT immune à la faillite

Afin de sécuriser l'opération de titrisation et les droits des investisseurs, le risque de faillite a été neutralisé avec l'exclusion, à l'article 3-1, de l'application des dispositions du livre V du Code de commerce sur les procédures de traitement des difficultés de l'entreprise. Comme les organismes de titrisation français, les FPCT marocains sont donc de par la loi immunes à la faillite.

Validité et opposabilité des règles d'affectation

S'inspirant fortement de la loi française, la nouvelle loi pose le principe de la validité des règles d'affectation des sommes disponibles. Ainsi les règles d'affectation des sommes reçues par le FPCT décrites dans le règlement de gestion s'imposent de plein droit aux actionnaires, porteurs de parts, titres de créance et certificats de *sukuk* même en cas de liquidation du FPCT.

Ces règles d'affectation des sommes s'imposent également aux créanciers les ayant acceptées.

Protection contre les mesures civiles d'exécution

La nouvelle loi protège de manière expresse les actifs du FPCT contre

d'éventuelles mesures civiles d'exécution. Ces actifs ne peuvent faire l'objet de mesures civiles d'exécution que dans le respect des règles d'affectation définies par le règlement de gestion du FPCT..

Protection contre la faillite de l'établissement initiateur

Le dernier alinéa de l'article 20 qui s'applique désormais à la cession de tout actif éligible, c'est-à-dire non seulement aux créances, prévoit que toute cession d'actifs éligibles est immune à la faillite de l'établissement initiateur. La cession des actifs au FPCT ne peut donc pas être affectée (notamment au titre des nullités de la période suspecte, mais pas uniquement) par l'ouverture d'une procédure de traitement des difficultés de l'entreprise visée au livre V du Code de commerce ou d'une procédure étrangère équivalente ouverte postérieurement à la cession à l'encontre de l'établissement initiateur.

Protection contre la faillite de l'établissement chargé du recouvrement

L'article 31 prévoit que l'établissement gestionnaire et l'établissement chargé du recouvrement peuvent, dans les conditions prévues dans le règlement de gestion du FPCT, convenir que les sommes recouvrées soient portées au crédit d'un compte ouvert au nom de l'établissement chargé du recouvrement, auprès d'un établissement de crédit agréé conformément à la législation en vigueur. Ce compte est spécialement affecté au profit du FPCT ou, le cas échéant, du compartiment. Ce régime est comparable au régime posé à l'article L. 214-46 du Code monétaire et financier français.

Les créanciers de l'établissement chargé du recouvrement ne peuvent poursuivre le paiement de leurs créances sur des sommes inscrites sur un compte d'affectation spéciale même en cas de procédures visées au livre V du Code de commerce ou de procédures équivalentes sur le fondement d'un droit étranger, ouvertes à son encontre.

Le compte d'affectation spéciale est ainsi utilisé pour isoler du patrimoine de l'établissement chargé du recouvrement les encaissements reçus par lui pour le compte du FPCT et ainsi protéger ces encaissements du risque de faillite de l'établissement chargé du recouvrement.

Cette reconnaissance légale permet ainsi la mise en place d'un mécanisme efficace et robuste de sécurisation des flux résultant du recouvrement des actifs titrisés protégeant ainsi les investisseurs de tout risque de confusion (*commingling risk*).

Par ailleurs, l'article 27 prévoit désormais que les dispositions du livre V du Code de commerce n'affectent pas le droit de l'établissement gestionnaire du FPCT de résilier un mandat de recouvrement, y compris lorsque le recouvrement est confié à l'établissement initiateur. Ainsi, il peut toujours être mis fin au mandat de l'établissement chargé du recouvrement des créances dans les conditions prévues dans la convention conclue entre l'établissement gestionnaire et l'établissement chargé du recouvrement quand bien même une procédure de traitement des difficultés de l'entreprise serait ouverte à son encontre. Cette disposition s'inspire directement de l'article L. 515-28 du Code monétaire

et financier français relatif aux sociétés de crédit foncier.

Spécificités applicables aux titrisations souveraines

Exclusion de la loi relative à la privatisation

L'article 111-1 de la nouvelle loi prévoit que les dispositions de la loi n° 39-89 autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé, telle que modifiée et complétée, ne s'appliquent pas aux à la cession à un FPCT d'actifs éligibles détenus par une personne morale de droit public devant être rachetés par l'établissement initiateur dans le cadre de l'opération de titrisation.

Ainsi, dans le cadre d'opérations de titrisation initiées par l'Etat ou toute autre personne morale de droit public prévoyant le rachat des actifs éligibles par l'établissement initiateur:

- la création du FPCT ne sera soumise aucune autorisation préalable du Ministre des Finances ; et
- la cession d'actifs ou de participations par une entité publique ne sera pas soumise à l'avis préalable du Ministre des Finances.

Exclusion de l'exigence d'une note d'information

L'article 111-2 prévoit que pour les opérations de titrisations dans lesquelles l'Etat est l'établissement initiateur, le document d'information prévu à l'article 13 du dahir n° 1-93-212 relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne, n'est pas exigé.

Préservation de la confidentialité des informations liées aux créances de l'Etat

Lorsque, dans le cadre d'une opération de titrisation, la cession porte sur des créances de l'Etat, notamment de nature fiscale, l'article 111-2 prévoit désormais qu'aucune information, en dehors de celles fixées par voie réglementaire, permettant d'identifier les débiteurs ne pourra être dévoilée, y compris à l'établissement gestionnaire, aux agences de notation, aux investisseurs ou investisseurs potentiels, directs ou indirects.

Ces dispositions ont pour but de garantir la confidentialité des informations liées aux créances fiscales de l'Etat, en introduisant une exception au principe général de détermination des créances cédées afin d'exclure l'identité des débiteurs. Le nouveau texte s'inspire directement du chapitre 6 (*Titrisation des créances fiscales de l'Etat*) de la loi belge du 11 juillet 2005.

Recouvrement des créances

Egalement inspiré de l'article 43 de la loi belge du 11 juillet 2005, l'article 111-3 prévoit que nonobstant toutes autres dispositions prévues par la loi, le recouvrement des créances de l'Etat ayant fait l'objet d'une opération de titrisation, est réalisé conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur en la matière, notamment la loi n° 15-97 portant Code de recouvrement des créances publiques.

Par conséquent, en cas de titrisation de créances de l'Etat de nature fiscale, le recouvrement de l'impôt, ses arrêtés d'exécution ainsi que toutes autres dispositions

conventionnelles, légales ou réglementaires permettant ou garantissant le recouvrement des impôts ne pourront être assurés que par l'Etat.

Mesures d'accompagnement pour une plus grande attractivité des titres de FPCT

En plus des nouvelles dispositions fiscales introduites par la loi de finances pour 2013, de nombreuses autres mesures d'accompagnement (concernant une douzaine de lois, règlements, arrêtés et circulaires) ont été proposées et sont en cours d'adoption en marge de la modification de la loi n°33-06, visant principalement à accroître l'attractivité des titres émis par les FPCT en vue d'élargir la base d'investisseurs notamment institutionnels, tels que les assureurs et les OPCVM.

Fiscalité applicable aux opérations de titrisation

La loi de finances n° 115-12 pour l'année budgétaire 2013 promulguée par le Dahir n° 1-12-57 du 28 décembre 2012 a apporté plusieurs modifications au régime fiscal applicable aux opérations de titrisation, dont l'objectif principal est d'aboutir à une certaine forme de neutralité fiscale entre l'établissement initiateur de l'opération de titrisation et le FPCT destiné à favoriser les *sukuk "sale and lease back" (al ijara)* en particulier. Le législateur a souhaité paralyser les éventuels surcoûts fiscaux pour l'établissement initiateur, que ce soit notamment en terme d'impôts sur les sociétés, de droits d'enregistrement ou de droits à la conservation foncière.

En matière d'impôts sur les sociétés, l'article 6-I-A-17° du Code général des impôts prévoit que les FPCT sont totalement exonérés de l'impôt sur les sociétés pour les bénéfices réalisés dans le cadre de leur objet légal.

En matière de droits d'inscription sur les titres fonciers, l'article 15 *bis* de la loi de finances précitée prévoit désormais que sont exonérés des droits d'inscription sur les titres fonciers :

- les FPCT au titre des actes relatifs à l'acquisition, dans le cadre d'une opération de titrisation, d'actifs auprès d'un établissement initiateur destinés à être rétrocédés au même établissement initiateur, y compris pour les actes d'hypothèques en couverture desdits actifs ou induits par l'opération de leur acquisition ;
- l'établissement initiateur au titre des actes relatifs au rachat d'actifs ayant fait l'objet au préalable d'une cession, y compris pour les actes de réinscription d'hypothèques en couverture desdits actifs ou induits par l'opération de leur acquisition.

De la même manière, en matière de droits d'enregistrement, l'article 9 de la loi de finances précitée a modifié l'article 129-IV-12° du Code général des impôts pour prévoir l'exonération des droits d'enregistrement pour l'ensemble des actes relatifs à la constitution des FPCT, à l'acquisition d'actifs pour les besoins de leurs exploitations ou auprès d'établissements initiateurs, à l'émission et à la cession de titres de FPCT, à la modification des règlements de gestion et autres actes relatifs au fonctionnement des FPCT, conformément aux textes

réglementaires en vigueur. Cet article prévoit également que le rachat d'actifs immobiliers par l'établissement initiateur, ayant fait l'objet préalablement d'une cession à un FPCT bénéficie également de l'exonération des droits d'enregistrement.

De surcroît, l'article 9-I-C du Code général des impôts pose le principe de la non-imposition des produits de cession d'immobilisation résultant d'opérations de cession d'actifs immobilisés réalisés entre un établissement initiateur et un FPCT dans le cadre d'une opération de titrisation.

Par conséquent, dans le cadre, par exemple, d'une titrisation par émission de certificats de *sukuk al ijara*, le transfert des actifs de l'établissement initiateur au FPCT et leur rachat postérieur par le même établissement initiateur restera complètement neutre d'un point de vue fiscal.

Engagements réglementés des compagnies d'assurances

Des modifications de l'arrêté du Ministre des Finances et de la Privatisation n°1548-05 du 10 octobre 2005 relatif aux entreprises d'assurances et de réassurance (tel que modifié et complété) régissant les conditions d'éligibilité des titres financiers en représentation des engagements réglementés des compagnies d'assurances, sont attendues.

Ces modifications ont pour but de rendre plus favorables les conditions dans lesquelles les compagnies d'assurance, investisseurs institutionnels occupant une place importante dans l'économie

marocaine, pourraient investir dans les titres émis par ces FPCT.

L'objet des modifications proposées a été tout d'abord d'aligner les conditions d'éligibilité des parts, actions, obligations et tous titres émis par les FPCT, en ce compris les certificats de sukuk. Ce traitement identique se justifie par le profil de risque identique de ces valeurs. Cette solution avait déjà été retenue en droit français.

Il est ainsi proposé que, lorsque les actifs détenus par le FPCT sont constitués à 90% (pour tenir compte de la trésorerie disponible) de certaines valeurs, le régime d'admissibilité des titres émis par le FPCT soit le même que celui applicable aux dites valeurs.

Cette approche par transparence est consacrée par ailleurs :

- par l'arrêté n° 1548-05 pour les actions de SICAV ; et
- par la réforme européenne dite "Solvabilité 2" dont l'entrée en vigueur, sans cesse retardée, est prévue à présent à l'horizon 2017.

La réforme propose ainsi une application généralisée du principe de transparence consistant à considérer que la question de l'éligibilité de titres émis par un FPCT en représentation des engagements réglementés des compagnies d'assurances revient à poser celle de l'éligibilité des actifs éligibles sous-jacents.

Que la compagnie d'assurance investisse dans un actif éligible, en direct ou à travers un FPCT, la nature du risque reste la même, de sorte qu'il serait logique que les conditions d'éligibilité pour les actifs

représentatifs des engagements réglementés soient les mêmes.

De par sa nature, le FPCT est un véhicule d'investissement indirect qui se prête tout particulièrement à cet exercice.

Ce traitement en transparence est le principe retenu par la réforme Solvabilité 2 précitée engagée au niveau européen, qui est fondée sur une approche de maîtrise du risque réel attaché à l'investissement et privilégie donc un traitement en transparence des actifs représentatifs lorsque cela est possible.

Dispositions prudentielles des établissements de crédit

Des modifications similaires, fondées sur une application généralisée du principe de transparence, ont été proposées à Bank Al Maghrib afin que ses règles de détermination des fonds propres réglementaires des établissements de crédit soient modifiées pour encourager les établissements de crédit placés sous sa supervision à investir dans les titres émis par des FPCT.

Investissement des OPCVM

Il a été proposé d'ajouter un nouvel alinéa à l'article 81-1 du Dahir portant loi n° 93-213 du 21 septembre 1993 relatif aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières pour prévoir que tout OPCVM ne peut employer en parts, actions, titres de créance ou certificats de sukuk émis par des FPCT, plus de 20% de ses actifs, à l'image du ratio maximum des titres de créances négociables et parts d'OPCR par rapport aux actifs totaux des OPCVM.

Contacts à Clifford Chance

Si vous souhaitez en savoir plus au sujet des points évoqués dans cette publications ou de nos services, merci de contacter :



Mustapha Mourahib

Managing Partner, Casablanca

T: +212 520 13 20 81

E: mustapha.mourahib@cliffordchance.com



Frédéric Lacroix

Partner, *Finance & Capital Markets*, Paris

T: +331 44 05 52 41

E: frederick.lacroix@cliffordchance.com



Ouns Lemseffer

Associate, *Finance & Capital Markets*, Casablanca

T: +212 520 13 20 84

E: ouns.lemseffer@cliffordchance.com