

Titrisation : un marché en constante évolution

Les actifs titrisables sont multiples, des crédits hypothécaires aux stocks de champagne. Les structures des opérations imaginées par les banquiers sont également très diverses, en fonction des objectifs auxquels elles répondent. Pour connaître un réel développement, ce marché doit cependant améliorer sa liquidité.

OLIVIER DELFOUR

Directeur
de la titrisation

Fitch

LA TITRISATION, NÉE AUX ETATS-Unis au début des années 80, est une technique permettant généralement à une entité de financer des actifs, tout en déconsolidant ces actifs et le financement associé. En pratique, il s'agit de transformer des actifs en titres émis sur les marchés de capitaux.

Les avantages de cette technique sont multiples, entre autres :

- dans la plupart des cas, déconnexion entre le risque de défaut du cédant et le risque de crédit propre à l'opération de titrisation (qui doit survivre au défaut du cédant) ;
- refinancement généralement compétitif car les titres émis ont le plus souvent une notation supérieure à celle du cédant ;
- gestion de bilan (et du capital réglementaire pour les banques) par déconsolidation (les actifs étant le plus souvent cédés à un véhicule extérieur au périmètre de consolidation du cédant) ;
- maîtrise relative par le cédant des actifs cédés puisqu'il continue le plus souvent à en assurer la gestion ;
- désintermédiation bancaire, le financement étant assuré directement par les marchés de capitaux ;

• conservation par le cédant des excédents entre la rentabilité des actifs et le coût de rémunération des titres émis.

Pourquoi, au vu de

ces avantages, la titrisation n'est-elle pas le principal moyen de refinancement des entreprises et des banques ? En fait, il existe aussi des inconvénients à la mise en place de ce type de structures, en particulier liés aux contraintes opérationnelles fortes qu'elles engendrent en termes de flexibilité et de gestion d'informations.

LES AVANTAGES L'EMPORTENT SUR LES INCONVÉNIENTS

En effet, le cédant devient, pendant la durée de la transaction, un gestionnaire pour le compte de tiers (les investisseurs) et, à ce titre, son degré de liberté dans la gestion des actifs est soumis à toutes sortes de règles qu'à l'évidence il ne s'imposerait pas lui-même. De plus, un système de *reporting* et de suivi efficace est nécessaire pour isoler les flux et les performances des actifs titrisés par rapport à ceux conservés par le cédant.

Enfin, les structures juridiques et financières utilisées sont souvent complexes et nécessitent de nombreuses interventions extérieures : arrangeurs, conseils juridiques, agences de notation, parfois autorités de marché...

A l'instar de la plupart des autres techniques financières sophistiquées, la relative maturité du marché ainsi que des facteurs exogènes tels que la pression sur le capital réglementaire des banques, le besoin de financement des entreprises, les impératifs de déconsolidation et de désendettement,

“Pendant la durée de la transaction, le cédant devient un gestionnaire pour le compte de tiers.”

permettent d'observer une croissance soutenue des marchés, les avantages l'emportant de plus en plus sur les inconvénients (encadrés 1, 2, 3).

LE CHOIX DES ACTIFS : UN UNIVERS ILLIMITÉ

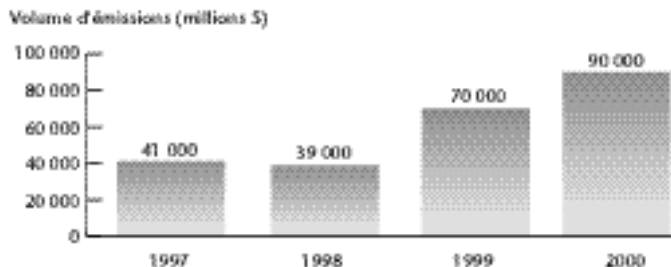
L'univers des actifs titrisables est théoriquement illimité. Néanmoins, la grande majorité des opérations concerne un nombre réduit de catégories qui appartiennent à deux grandes familles : les actifs bancaires et les actifs non bancaires.

■ Les actifs bancaires

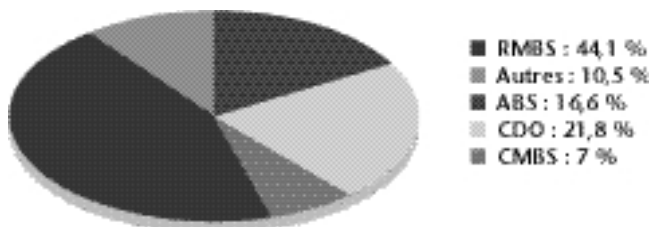
Pour les opérations de refinancement de type obligataire (moyen et long terme), ils constituent la grande majorité du gisement. Historiquement, les institutions financières ont été les plus grands contributeurs à ce segment du marché de la titrisation, pour diverses raisons : gestion du refinancement, gestion du capital réglementaire, qualité des systèmes d'informations, bon adossement entre des créances productives d'intérêts et un refinancement obligataire de même nature... La principale classe d'actifs, qui reste le «vaisseau amiral» du secteur en Europe, est constituée par les crédits hypothécaires aux particuliers (*Residential Mortgage Backed Securities*, ou RMBS). Cette catégorie présente l'avantage d'une grande dispersion statistique, d'un traitement quasi-industriel facilitant le suivi de gestion et d'une bonne accessibilité pour les investisseurs qui sont forcément en contact avec l'immobilier résidentiel, ne serait-ce qu'à titre personnel. En revanche, en termes de gestion du capital réglementaire, la sortie de ces actifs du bilan de la banque cédante présente un avantage limité puisque ces crédits sont généralement pondérés à 50 % dans le calcul du ratio de solvabilité.

Dans le secteur du crédit aux particuliers, les crédits à la consommation ont aussi fait l'objet de titrisations dans la plupart des pays européens. Les opérations adossées à des encours de cartes de crédit, très populaires aux Etats-Unis, sont moins développées en Europe, en partie du fait de la moindre utilisation de ce type de financement par les particuliers.

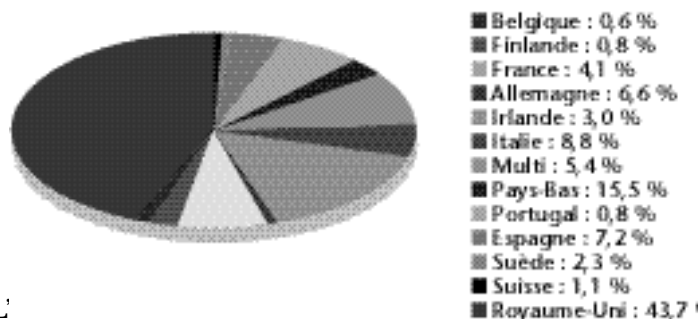
1. La croissance du marché européen depuis 1997



2. Répartition par pays pour l'année 2000



3. Répartition par classe d'actifs pour l'année 2000



L'actif bancaire titrisé est constituée par les opérations de type CDO (*Collateralised Debt Obligations*), consistant en la titrisation par les banques de leur exposition sur leur clientèle d'entreprises. Depuis 1997-1998, ce marché n'a cessé de se développer partout en Europe, en particulier sous forme de titrisations synthétiques, pour atteindre des volumes très significatifs.

D'autres catégories, de moindre importance en Europe, sont aussi traitées : prêts immobiliers commerciaux (CMBS, très importants aux Etats-Unis), prêts non performants (essentiellement en Italie)...

■ Les actifs non bancaires

Ils se répartissent aussi en deux grandes catégories : les créances com-

merciales (poste client des entreprises) et les actifs ne revêtant pas la forme de créances (immeubles, stocks...).

Les créances commerciales sont essentiellement refinancées sur les marchés court terme (*commercial paper*, billets de trésorerie), au travers de véhicules spécifiques («conduits») créés par des banques dans des pays reconnaissant le trust en vue de fournir cette prestation à leur clientèle d'entreprises. Il est plus difficile d'approcher la totalité des opérations, par nature privées, réalisées au sein de ces conduits (une quinzaine opèrent sur le marché français), mais beaucoup d'entreprises ont pratiqué par leur intermédiaire

“Chaque nouvelle opération incorpore généralement un raffinement supplémentaire.”

la titrisation de leur poste client. Le marché français est particulièrement actif en la matière, de même que le marché allemand. Sous certaines conditions,

des créances futures (non encore générées) sont également susceptibles d'être titrisées.

Les autres actifs (non-créances) représentent un gisement potentiellement illimité : immeubles commerciaux ou résidentiels (la nature récurrente des loyers se prête bien à la mécanique d'une titrisation), mais aussi stocks (de champagne par exemple), de matériel roulant (wagons), de revenus d'exploitation (droits de rediffusion des courses de Formule 1), de recettes de billetteries (théâtres, stades, cinémas)...

LES STRUCTURES DE TITRISATION :
L'IMAGINATION AU POUVOIR

Dans ce domaine aussi, l'imagination est au pouvoir. Celle des banquiers étant stimulée par la concurrence pour l'obtention des mandats d'arrangement, chaque nouvelle opération incorpore généralement un raffinement supplémentaire. Toutefois, quatre grandes structures couvrent l'essentiel de la palette des solutions proposées, les trois dernières permettant en général un *tranching* de la dette émise (émission de parts seniors et de parts juniors de notation différente).

■ Les conduits *Asset Backed Commercial Paper* (ABCP)

Dédiés au refinancement court terme par émission de *commercial paper* ou de billets de trésorerie, ces véhicules, détenus en trust, sont généralement administrés par une banque qui les met à la disposition de ses clients pour leurs opérations de créances commerciales. Plusieurs catégories existent, principalement délimitées par le nombre d'opérations sous-jacentes (monocédant, c'est-à-dire dédié à une entreprise, ou multicédant), la nature du support fourni par la ou les banques participantes (lignes de liquidité ne couvrant que les perturbations de marché ou bien prenant aussi en charge les risques de crédit des portefeuilles de créances) et la nature des actifs (portefeuilles de créances ou portefeuilles de titres).

■ Les structures *true sale*

Principal mode de structuration de titrisations de nature obligataire (émissions moyen et long terme), la *true sale* ou cession parfaite repose sur la création d'un véhicule ad hoc (SPV ou *special purpose vehicle*) dans une juridiction favorable (fonds communs de créances en France, entités détenues en trust dans les pays anglo-saxons, fiducie au Luxembourg...) et sur la cession du portefeuille d'actifs à ce véhicule, qui émet de la dette à moyen et long terme pour refinancer l'acquisition du portefeuille. La dette est ensuite remboursée au moyen des revenus du portefeuille qui reste souvent géré par le cédant au titre d'un mandat de gestion très strictement rédigé.

Dans ce type de structures, il y a bien une sortie «physique» des actifs du bilan du cédant et donc une déconsolidation de fait, ainsi qu'un refinancement pour le cédant via la perception du prix de cession.

■ Les structures synthétiques

Elles répondent à des objectifs sensiblement différents. En effet, leur principale utilité réside dans la gestion du risque de crédit et donc du capital réglementaire pour les banques, plutôt que dans la recherche de financement. Elles reposent sur l'utilisation de dérivés de crédit : la banque conserve les actifs à son bilan, mais contracte un ou plusieurs

credit default swaps au titre desquels la contrepartie s'engage à rembourser à la banque tout ou partie des pertes pouvant affecter le portefeuille titrisé, contre paiement d'une prime périodique fonction du risque de crédit estimé du portefeuille. De fait, sous réserve que la contrepartie soit d'une bonne qualité de crédit (généralement mesurée par la notation), le risque de la banque sur le portefeuille a disparu puisqu'il est transféré à un tiers. Souvent, la partie la plus exposée du *credit default swap* est transférée à un véhicule noté qui émet de la dette et investit le produit de l'émission dans des titres sûrs (type OAT) afin d'assurer une protection maximale à la banque qui conserve uniquement la charge des premières pertes jusqu'à un montant cumulé prédéfini. De telles structures sont principalement utilisées dans des opérations de type CDO, mais commencent en Europe à être appliquées à des transactions adossées à des crédits immobiliers (commerciaux ou résidentiels).

■ Les structures *secured loan*

Essentiellement utilisées en Grande-Bretagne, où la législation est relativement favorable aux prêteurs, elles consistent en l'octroi direct d'un prêt à l'entité souhaitant titriser ses actifs, lesquels sont gagés au bénéfice des prê-

teurs. Le prêt peut ensuite être titrisé selon un mécanisme *true sale* classique, dans lequel seul le prêt et le gage qui lui est attaché sont cédés à un SPV. Ce type de structure nécessite un environnement juridique favorable en faveur des créanciers en matière de droit de la faillite ; en effet, il faut que le gage reste opérant, sans interruption de flux, dans le cas d'une faillite de l'entreprise. Ce mécanisme est utilisé pour des actifs immobiliers ainsi que pour la titrisation de revenus d'exploitation.

ET DEMAIN ?

Le marché de la titrisation est influencé par plusieurs facteurs : niveau des taux d'intérêt, degré d'aversion des marchés pour le risque de crédit, degré de sophistication des investisseurs, transparence de l'information...

Le principal enjeu pour pouvoir assister à une forte accélération du développement est sans doute celui de la liquidité. En effet, le marché secondaire, compte tenu de la complexité des produits et de la relative difficulté d'obtenir des informations suivies sur la performance des actifs sous-jacents, reste peu développé à ce jour. Divers intervenants, dont les agences de notation, s'emploient à améliorer la transparence et la lisibilité de l'information disponible. ■