



LA TITRISATION : UNE MISE EN PERSPECTIVE

CHRISTIAN DE BOISSIEU*

La titrisation est l'une des composantes de la mutation financière amorcée il y a maintenant près de trente ans dans les pays les plus avancés, plus récemment dans les autres. A la différence des autres composantes - la déréglementation, l'innovation financière, la désintermédiation, la globalisation, etc - auxquelles elle est étroitement liée, elle est le plus souvent abordée sous un angle exclusivement technique, réservé à quelques professionnels. Cet article privilégie une autre approche. Sans sous-estimer la dimension technique du sujet, il a pour objet d'aborder les grands axes et les principaux enjeux du phénomène de titrisation.

APPROCHES DE LA TITRISATION

Dans un sens large, tellement large qu'il finit par se dissoudre dans le vague, le phénomène de titrisation évoque l'essor des marchés de titres et de la désintermédiation. Un essor amorcé dans les années 1960 et au début des années 1970 aux Etats-Unis et dans d'autres pays anglosaxons, depuis le début des années 1980 dans la plupart des autres pays développés. Le seul avantage de cette version trop extensive est de montrer qu'on ne peut séparer la titrisation des autres lames de fond déjà évoquées (la déréglementation, la globalisation financière, etc.).

Dans un sens plus restreint, privilégié ici, la titrisation fait référence à l'essor des titres adossés à des actifs ou à des crédits. La définition proposée dans le rapport du Conseil national du crédit et du titre pour 1998 a l'avantage de la concision : « la titrisation est l'opération qui consiste à transformer des créances en des titres négociables sur un marché financier ». La nature des créances en cause est de plus en plus variée, puisqu'il peut s'agir de crédits hypothécaires, de crédits à la consommation, de prêts aux entreprises, de créances futures (exemple, parmi beaucoup d'autres, des contrats de crédit-bail), de stocks de

* Professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne).



marchandises en cours de fabrication (exemple de la titrisation de stocks de bouteilles de champagne par le second producteur français, Marne et Champagne), etc. L'innovation financière est sans limites !

Parmi la kyrielle d'opérations de titrisation, le clivage entre celles « hors bilan » et celles « au bilan » est crucial. La titrisation de bilan relève des aspects élémentaires de la gestion actif-passif, puisqu'elle consiste, par exemple pour une banque, à adosser des crédits (qui restent à l'actif de la banque) à des émissions de titres négociables (au passif). Risques de signature et risques de marché demeurent portés par l'initiateur de l'opération (la banque dans cet exemple), mais le type d'adossement retenu peut permettre de couvrir le risque de taux d'intérêt ou de le maintenir à un niveau maximum fixé *a priori*. La titrisation de bilan n'est pas dominante aux Etats-Unis. Par contre, elle sous-tend le marché des obligations foncières (*pfandbriefe*) et celui des obligations communales, tous les deux si importants dans des pays comme l'Allemagne, le Danemark, ou l'Autriche, et qui tendent à gagner d'autres pays européens.

La titrisation hors bilan se traduit en principe (le principe étant susceptible d'une interprétation plus ou moins souple...) par un transfert des créances titrisées vers un organisme spécialement créé à cet effet (*special purpose vehicle* ou SPV), assurant le risque de signature et bénéficiant des flux de paiements engendrés par les créances titrisées et lui-même financé grâce à des émissions de titres. L'indépendance du SPV vis-à-vis de l'initiateur de la titrisation est garantie par les textes. Aux Etats-Unis, il s'agit de la décision de la Fed relative aux *Financial Accounting Standards* (FAS 125), qui garantit le contrôle exclusif du SPV sur les créances titrisées. D'emblée, on perçoit les différences comptables, réglementaires, prudentielles, fiscales, etc. de la titrisation selon qu'elle est de bilan ou hors bilan. Cette titrisation hors bilan est dominante dans les pays anglo-saxons. Elle a été codifiée en France par la loi de décembre 1988 instaurant les fonds communs de créances (FCC), puis encouragée par les assouplissements réglementaires intervenus à partir de 1992-1993. Sans rentrer dans les aspects techniques, on imagine que la question de l'articulation - connexion ou, au contraire, découplage - entre risques de signature et risques de marché soit déterminante. Elle pèse forcément sur le choix stratégique des établissements initiateurs de la titrisation (par exemple, les banques), sur leur recours à un type de titrisation plutôt qu'à un autre, etc.

La titrisation n'a pas non plus le même contenu ni la même portée selon qu'elle est de nature offensive ou défensive. Par titrisation offensive, j'entends son utilisation par les acteurs micro-économiques (banques, compagnies d'assurances, voire entreprises non financières...) pour améliorer, de leur point de vue, leur profil de risque et de



rentabilité. Ce que j'appelle titrisation défensive fait référence à des procédures de traitement de défaillances importantes, voire systémiques. On trouve, sous cette rubrique, les mécanismes impliqués dans le sauvetage des systèmes bancaires en détresse, depuis la *Resolution Trust Corporation* (RTC) mise en place aux Etats-Unis à la fin des années 1980 jusqu'à des dispositifs proches créés plus récemment au Japon ou dans certains pays émergents ou en transition (exemple de la Russie) pour gérer la crise bancaire systémique. A travers ces illustrations mais aussi avec l'exemple, moins systémique mais central, pour la France, du Crédit Lyonnais et du Consortium de réalisation, on voit le défi qu'il peut y avoir à articuler, à la marge, opérations de titrisation et opérations de « défaisance ».

UN POTENTIEL IMPRESSIONNANT

Pour la titrisation comme pour d'autres composantes de l'innovation financière, un sentiment domine : celui que le marché saura, sans limite, s'adapter au contexte macro-économique (évolution des risques de signature, des risques de taux, etc.) et aux diverses contraintes - réglementaires, fiscales, comptables... - pour faire jaillir de nouvelles applications et de nouvelles techniques pour la titrisation. Le champ des financements structurés, fécondé par la multiplicité des formules applicables (rehaussement des crédits, mécanismes de subordination, pratique du surdimensionnement du bloc de créances, réserves de trésorerie, etc.), semble aujourd'hui infiniment extensible. L'ingénierie financière débridée a le gros avantage de fournir des réponses adaptées aux besoins des différentes parties concernées, donc d'assurer le « sur-mesure » ; elle peut, dans certains cas, avoir aussi l'inconvénient de déboucher sur des montages tellement complexes qu'il devient difficile d'identifier le niveau du risque résiduel et son porteur final.

L'impression d'une titrisation foisonnante concerne bien sûr, avant tout, le marché américain. A la fin de 1998, l'encours des titres adossés à des actifs (ABS, pour *asset-backed securities*) était d'environ 630 milliards de dollars (d'après la *Bond Market Association*). La décomposition de ce total est éclairante : 42 % correspondaient à de la titrisation des cartes de crédit, 20 % à des crédits à l'habitat, 12 % à des crédits pour l'achat d'automobiles, 5,5 % à des crédits en faveur de l'immobilier d'entreprise, 4 % à des prêts-étudiants, etc. C'est une illustration, parmi d'autres, de l'extension du périmètre de la titrisation. A quoi il faut ajouter l'encours des créances hypothécaires titrisées (MBS pour *mortgage-backed securities*) par l'entremise des agences fédérales familièrement dénommées *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* ou *Freddie Mac*, qui se montait à environ 2000 milliards de dollars à la fin de 1998. L'approche par les flux complète utilement celle par les encours, car, par-delà



l'inévitable volatilité à court terme, les émissions tendent à progresser. Tout aussi impressionnant est le constat, plus qualitatif, de l'essor à l'infini des supports de la titrisation (un exemple parmi d'autres : l'émission de billets de trésorerie pour titriser différentes variétés de créances), et des agents initiateurs. Il n'y a rien de très étonnant à ce qu'après les banques, mais en fait en relations étroites avec elles, les compagnies d'assurance ou de réassurance transfèrent, grâce à la titrisation, vers d'autres investisseurs institutionnels tout au moins de certains de leurs risques (pour catastrophes naturelles...). Le mouvement, parti des Etats-Unis, a gagné rapidement les autres places grâce à la globalisation financière. Que l'initiative de la titrisation puisse désormais venir des entreprises non financières, donc d'entités totalement hors du champ *direct* d'intervention des autorités monétaires et du contrôle prudentiel, a constitué une innovation plus déterminante, aux implications systémiques encore incertaines.

Au regard du foisonnement américain, l'Europe de la titrisation est encore dans l'enfance. L'Europe Continentale, bien sûr, puisqu'ici comme sur d'autres sujets, le Royaume-Uni se rapproche de l'expérience américaine. Chaque pays européen a abordé la titrisation comme il a vécu l'innovation financière en général : avec ses objectifs et ses contraintes propres, avec ses traditions culturelles, etc. Si par exemple l'Allemagne a privilégié la titrisation de bilan réalisée par les obligations foncières et les obligations communales, cela tient certainement à une méfiance traditionnelle des autorités monétaires allemandes à l'égard de l'innovation financière et de la désintermédiation (une désintermédiation qui, à certains égards, correspond en fait à de nouvelles formes d'intermédiation financière, avec l'essor exponentiel des activités de marché des banques dans tous les pays...). A quoi s'ajoute le fait que les banques allemandes étaient généralement bien capitalisées. Elles n'avaient donc pas besoin d'une titrisation hors bilan pour respecter au plus près les exigences du ratio Cooke. Ces réticences allemandes ont bien dû céder - pour partie du moins - à la fin des années 1980 quand, en même temps que les contraintes de financement de la réunification, se sont affirmées les exigences de compétitivité externe du système bancaire et financier allemand et de la place de Francfort.

En relançant par la loi de juin 1999 le marché des obligations foncières, la France emboîte pour la titrisation de bilan le pas, avec modestie et réalisme, de l'Allemagne et d'autres pays européens de tradition germanique. Pour ce qui concerne la titrisation hors bilan, les banques internationales françaises comme leurs homologues à l'étranger ont été actives sur le marché secondaire des créances sur les pays en développement à compter de la crise mexicaine de 1982. La titrisation des créances domestiques est plus récente, puisque codifiée par la loi de



1988. Une loi (trop) lentement inscrite dans les faits, si l'on en juge par le retard pris à l'adoption des décrets d'application indispensables et la lenteur dans la création des SPV français, les FCC. Le texte de 1988 était prudent, sans doute trop frileux. La titrisation des créances domestiques ressemblait presque à une course d'obstacles, alors que par ailleurs le système financier français avait déjà fait son *aggiornamento* grâce aux réformes structurelles de 1985-1986 (ouverture du marché monétaire, etc.). Ce faux départ a, heureusement, été corrigé par des textes de 1993, 1996, 1998 et 1999 allant dans la même direction - la déréglementation - mais soucieux de maintenir l'équilibre entre la flexibilité et la sécurité : suppression de la durée minimale des créances titrisables (qui avait été initialement fixée à deux ans), obligation de notation par une agence de *rating* pour les seules parts de FCC faisant appel public à l'épargne, possibilité de titriser des créances futures non encore pleinement identifiées, accès des entreprises non financières à la titrisation, etc. Notre dispositif légal et réglementaire est désormais compétitif, du moins à l'échelle de l'Europe Continentale. Force est de reconnaître que, jusqu'à présent, les chiffres restent modestes. A la fin de 1998, l'encours de crédits titrisés était de 135,4 milliards de francs, soit un pourcentage très modeste du montant des crédits titrisables. En dix ans, la titrisation n'a guère pris son envol dans le contexte français, et dans cette affaire il est difficile de pondérer les rôles respectifs des contraintes réglementaires (malgré les assouplissements progressifs), des stratégies bancaires individuelles, d'éventuels retards dans l'acquisition des compétences nécessaires, etc.

Le bon côté de la chose, c'est qu'en France comme dans la plupart des autres pays d'Europe Continentale, il existe un fort potentiel de développement de la titrisation pour les dix années qui viennent. Titrisation hors bilan bien sûr, mais aussi titrisation de bilan avec la relance du marché des obligations foncières, favorisé - condition nécessaire mais pas suffisante - par la reprise de l'immobilier. La part des commissions dans le produit net des banques françaises, déjà passé en moyenne de 15 % en 1984 à environ 40 % en 1999, devrait donc continuer à croître, surtout sous l'effet de la croissance de la titrisation hors bilan.

Dans ce domaine, comme pour d'autres, il faudra, au plan européen, trouver la bonne position du curseur entre la logique de concurrence et la logique d'harmonisation et de coopération. La titrisation relève clairement du principe de subsidiarité ; elle reflète les particularités culturelles, financières, réglementaires, etc. de chaque pays membre. Dans la mesure où l'imagination financière n'a guère de barrière matérielle ou géographique - ce qui, en soi, est une bonne chose -, dans la mesure où la composante internationale de la titrisation se développe un peu partout, dans la mesure aussi où des places financières *off-shore* (exemple, entre autres, de Jersey pour l'Europe, des îles Caïmans ou de

l'Etat américain du Delaware pour des destinations plus lointaines) sont de plus en plus sollicitées pour accueillir les SPV, il sera souhaitable d'adopter, sous forme de directive européenne, un texte cadre. Pour l'instant, c'est par le biais d'autres directives (reconnaissance mutuelle des titres, des prospectus, etc.) que se construit pas à pas, et de façon indirecte, l'Europe de la titrisation.

Une directive spécifiquement centrée sur la titrisation, qui fixerait le cadre général tout en laissant aux spécificités nationales la possibilité de s'exprimer, serait à mon sens justifiée par l'intégration totale des marchés de capitaux dans la zone depuis l'arrivée de l'euro. Elle faciliterait l'essor d'opérations de titrisation transfrontalières, accompagnement logique des opérations de restructuration (fusions, OPA, OPE...) elles aussi transfrontalières et, dans le respect des traditions nationales, elle limiterait certaines distorsions de concurrence.

TITRISATION ET RÉGLEMENTATION

La mise en place, à partir de 1988-1990, du ratio Cooke a catalysé et diversifié la titrisation. Car, dans un contexte de fonds propres onéreux, chaque établissement de crédit est incité à gérer au plus fin sa contrainte de solvabilité. Selon les cas de figure, la titrisation des créances est utilisée pour mieux respecter le ratio Cooke (en réduisant par exemple le niveau des engagements pour un niveau donné de fonds propres et quasi fonds propres), pour mieux le contourner, ou pour pratiquer de l'arbitrage réglementaire, voire fiscal.

On trouve ici une illustration de la « dialectique réglementaire » chère à l'économiste américain E. Kane : toute réglementation suscite des innovations (« réactionnelles »), qui conduisent à leur tour à des adaptations réglementaires, et cette dialectique n'en finit jamais. La prise en compte, à partir de 1995, des risques de marché (risques de taux d'intérêt, de change...) en plus des risques de signature dans le calcul des exigences en fonds propres des banques a créé d'autres incitations en faveur de nouvelles techniques de titrisation.

La titrisation est une technique parmi d'autres qui permet aux différents agents micro-économiques d'optimiser la gestion des risques de signature et des risques de marché.

On ne peut donc l'évoquer sans parler des instruments dérivés en général, et du recours en particulier à ces instruments dérivés dans les opérations de titrisation. Pour s'en tenir à des développements récents du côté des instruments dérivés, il faut relever l'essor à partir de 1992 dans les pays anglo-saxons, plus tard sur d'autres places financières, des dérivés de crédit.

Des variétés de dérivés de crédit comme les *credit-linked notes* ou les *credit default swaps* permettent en général à l'initiateur (par exemple, une

banque) de transférer vers une contrepartie tout ou partie des risques de défaut et/ou des risques de marché associés à des engagements, sans créer de SPV et sans réduire systématiquement le niveau de son bilan (à la différence de la titrisation hors bilan). Sous cet angle, du point de vue de l'initiateur désireux d'optimiser sa gestion des risques, il existe une certaine concurrence entre le recours à la titrisation et l'utilisation des dérivés de crédit. En pratique, cependant, la complémentarité l'emporte sur la concurrence.

On montre aussi que des combinaisons (titrisation *et* dérivés de crédit) sont préférables, pour la minimisation des coûts, à une titrisation pure et simple (*plain vanilla*), du moins pour des banques bénéficiant d'une excellente notation. Une complémentarité qui en rejoint d'ailleurs une autre, celle qui existe entre risques de marché et risque de crédit (ou de signature).

Au-delà d'un certain niveau, un risque de marché peut se transformer en risque de crédit. En pratique, il existe une forte imbrication entre les deux catégories de risque, qui complique la tâche à la fois des gestionnaires et des régulateurs.

Le grand sujet réglementaire de l'année 2000, c'est bien le « reprofilage » du ratio Cooke afin, à la lumière des crises internationales enregistrées depuis 1997 (Asie, Russie, Brésil, affaire LTCM...), de mieux coller à la réalité des risques.

Le Comité de Bâle sur la supervision bancaire a publié en juin 1999 un livre vert, qui suggère en particulier de redéfinir les pondérations du ratio Cooke en s'appuyant sur les notes des grandes agences de *rating*. La proposition est intéressante, elle soulève certaines objections (place concrète de la notation externe dans nos économies, capacité d'anticipation des agences de *rating*, etc.), et elle fait l'objet d'une consultation avec les professionnels qui devrait déboucher à la fin de l'année ou au début de 2001.

On s'achemine vers un meilleur équilibre entre l'information donnée (quand elle existe) par la notation externe des agences de *rating*, la notation interne des banques, etc. Le Comité de Bâle dans son livre vert a, bien sûr, abordé la question de la titrisation. Il indique que « le recours aux évaluations externes pour évaluer le niveau des fonds propres par rapport aux risques résultant des opérations de titrisation renforcerait encore l'objectif de l'Accord (de 1988) qui consiste à garantir l'égalité des conditions de concurrence ».

L'enjeu du « reprofilage » du ratio Cooke est de taille pour les banques, les autorités réglementaires et la gestion des risques systémiques. La concertation internationale à Bâle a déjà donné lieu, il y a quelques mois, à de belles empoignades entre les Américains et les Européens, spécialement les Allemands, à propos de la pondération à affecter aux



créances hypothécaires. Dans l'intérêt de la stabilité financière mondiale, il faudra savoir rapidement surmonter les conflits d'intérêts trop criants.

Quelques axes éclairent la prospective de la titrisation à l'horizon des dix prochaines années.

1. Le marché américain, et l'expérience et l'image associées et projetées sur le reste du monde, vont rester dominants. L'Europe devrait s'efforcer d'utiliser son marché unique et ses marchés de capitaux désormais complètement intégrés grâce à l'euro pour combler une partie de son retard.

2. La généralisation de la titrisation, du point de vue des procédures et des initiateurs, va se poursuivre. Une conséquence particulièrement importante : les entreprises non financières à l'initiative d'opérations de titrisation devront absolument pratiquer la même exigence de contrôle interne des risques que celle développée par les banques. Il ne s'agit en aucune façon d'étendre à ces entreprises le contrôle prudentiel appliqué aux établissements de crédit, mais justement, parce qu'il n'en est pas question, de les inciter à développer le contrôle interne requis.

3. La sophistication croissante des opérations de titrisation va se poursuivre. Les réponses légale, réglementaire et comptable devront être apportées rapidement, tout en sachant que certains dossiers ouverts depuis longtemps vont continuer à alimenter la controverse. Un exemple parmi d'autres, qui va bien au-delà de la seule titrisation, touche à l'application, plus ou moins étendue parce que plus ou moins encouragée, d'une comptabilité aux prix de marché (*mark-to-market*).

4. Qui dit complexité croissante évoque nécessairement l'exigence d'une transparence financière accrue. Il y va à la fois des performances des établissements individuels et de la prévention des risques systémiques. Une meilleure transparence financière, avec tout ce qu'elle suppose mais aussi ce qu'elle entraîne, n'est-elle pas le pilier de la « discipline de marché » ? Une discipline évoquée avec presque un peu de retenue par le Comité de Bâle, mais qui en fait va prendre une place croissante dans le contexte d'une réglementation prudentielle renouvelée.

BIBLIOGRAPHIE

- Comité de Bâle sur la supervision bancaire, *Un nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres*, juin 1999.
OECD, *La Titrisation. Une vue perspective internationale*, Paris, 1995.
OECD, « Trends and Developments in Securitisation », dans *Financial Market Trends*, Paris, octobre 1999.