



ÉDITORIAL

THIERRY DAESCHNER*
JEAN-PAUL LAURENT**

La déréglementation, la désintermédiation, la globalisation financière sont des composantes bien connues de la mutation financière que nous vivons actuellement. Moins connue que les phénomènes précédents, mais indissociable de cette mutation, la titrisation est le plus souvent considérée comme une technique d'ingénierie financière. Définie succinctement, la titrisation consiste à transformer des actifs ou des créances en titres négociables, par l'intermédiaire d'une entité juridique (ou véhicule) *ad hoc*.¹

Le recours à la titrisation ne cesse de croître depuis quelques années, en France comme en Europe et dans le reste du monde, malgré les disparités géographiques. Avec l'avènement de l'euro et l'accélération des concentrations bancaires, les années récentes ont connu également une augmentation de la diversité des actifs titrisés et une sophistication des techniques utilisées.

Quelques exemples, tirés du système bancaire français, suffisent à s'en convaincre. La BNP, Paribas, et la Société Générale ont ainsi réalisé l'année dernière d'importantes opérations de titrisation de leurs prêts aux grandes entreprises. Les opérations de Paribas et de la Société Générale ont donné lieu à la cession de prêts octroyés par ces banques à leurs clients grandes entreprises aux Etats-Unis. L'opération de la BNP, ainsi qu'en juin 2000, celles de Natexis Banques Populaires et de BNP Paribas, se distinguent par l'utilisation de dérivés de crédit : dans ce cas, le transfert de risque se fait sans cession des actifs sous-jacents. On parle alors de titrisation synthétique, une technique en expansion en Europe avec le développement du marché des dérivés de crédit, après son apparition aux Etats-Unis.

* Responsable des titrisations du pôle Services Financiers Spécialisés de BNP Paribas.

** Professeur à l'Institut de Science Financière et d'Assurances (ISFA), Université Claude Bernard - Lyon 1, et chargé de mission au CREST.

Nous tenons également à remercier Philippe Wahl, Directeur général de la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne, et Olivier Rodriguez, responsable du contrôle de gestion du pôle Services Financiers Spécialisés de BNP Paribas, qui ont été les initiateurs de ce dossier consacré à la titrisation.



Mais les établissements financiers ne sont pas les seuls à recourir à la titrisation : ce sont aussi les entreprises non-financières qui y font de plus en plus appel, comme source de financement ou pour alléger leur bilan. EDF a ainsi réalisé une opération de titrisation de prêts à son personnel, en novembre 1999, par laquelle elle a levé environ un milliard d'euros de nouveaux financements, au moyen du fonds commun de créances Electra 1. En mars 2000, c'est la seconde plus grande maison de champagne française, Marne et Champagne, qui a mis en place un financement sécurisé sur ses stocks de champagne pour près de 400 millions d'euros. Plus récemment encore, en juin dernier, l'opération *Cruise Ship Finance* a permis aux Chantiers de l'Atlantique de recevoir 630 millions d'euros correspondant au prix d'achat de bateaux de croisière en cours de construction, par la titrisation des flux futurs au titre des contrats de construction de ces bateaux. Les entreprises non-financières élargissent ainsi leur champ d'utilisation de la titrisation à de nouveaux actifs, tandis que les programmes de billets de trésorerie « sécurisés » (*asset-backed commercial paper*), qui permettent traditionnellement à ces entreprises de titriser leurs créances commerciales, continuent de voir leurs encours croître.

Ces développements ont été en partie rendus possibles par des évolutions réglementaires importantes. Depuis 1998, en effet, le cadre juridique des opérations de titrisation s'est fortement modernisé en Europe. La France a ainsi assoupli de manière importante le fonctionnement de son véhicule de titrisation, le fonds commun de créances, par les lois du 2 juillet 1998 et du 25 juin 1999. Dans le même temps, la France s'est également dotée d'un outil de financement sécurisé de l'immobilier et des collectivités locales, les obligations foncières créées par la loi de juin 1999, inspiré directement des *pfandbriefe* allemandes dont la compétitivité en matière de coûts de refinancement pour les émetteurs n'est plus à démontrer. L'Espagne s'est quant à elle dotée d'un véhicule à vocation générale, les *fondos de titulización de activos* (les fonds de titrisation d'actifs), par un décret royal de mai 1998, alors que sa législation précédente ne prévoyait que la titrisation des crédits hypothécaires. Enfin, l'Italie lui a emboîté le pas et s'est (enfin) dotée d'un véhicule de titrisation domestique, la *società per la cartolarizzazione dei crediti* (la société de titrisation de crédits) par une loi d'avril 1999.

Quelle place pour la titrisation dans la mutation financière ?

Ainsi, le développement actuel de la titrisation, dans le monde entier, a conduit les autorités prudentielles à l'examiner tout particulièrement, dans le cadre de la refonte du ratio Cooke en cours de préparation par le Comité de B, le sur la supervision bancaire. Dans ce contexte, il apparaît utile de mener une réflexion sur l'expansion de la titrisation, et de la



mettre en perspective de la mutation financière que nous vivons.

Pour Christian de Boissieu, la titrisation s'inscrit dans le développement des marchés de titres et le processus de désintermédiation. L'auteur distingue la « titrisation hors bilan » où les créances titrisées sont transférées à une entité spécialement créée (un « *special purpose vehicle* ») qui émet à son tour des titres dans les marchés financiers, et la « titrisation de bilan » où les risques de signature et de marché restent portés par l'initiateur de l'opération. Christian de Boissieu distingue également la titrisation offensive dont l'objectif est d'améliorer le profil de risque des cédants et la titrisation défensive dont un exemple est le mécanisme de refinancement des caisses d'épargne américaines par la *Resolution Trust Corporation*. L'auteur porte notre attention sur le foisonnement de l'ingénierie financière et le retard de l'Europe en comparaison avec la situation américaine. De ce point de vue, l'harmonisation du marché européen est certainement un des enjeux liés à l'intégration des marchés de capitaux dans la zone euro et faciliterait les opérations transfrontalières. Le contexte réglementaire, notamment l'adaptation du ratio Cooke, est pour Christian de Boissieu un facteur fondamental d'évolution de la titrisation. Le développement des opérations de titrisation devrait se poursuivre, la sophistication de l'ingénierie financière appelant en retour une exigence accrue de transparence financière.

Sylvie Mathérat et Philippe Troussard considèrent également la titrisation comme un « produit dérivé de la désintermédiation », ayant des conséquences notables sur l'organisation et l'efficacité du système financier. Ils soulignent aussi que la titrisation n'a pas encore connu en Europe le même développement qu'aux Etats-Unis. Pour Sylvie Mathérat et Philippe Troussard, les principales motivations de la titrisation pour les cédants sont l'allègement des bilans bancaires et la diversification des sources de financement. Les auteurs mettent également en évidence la complexité des mécanismes visant au transfert des créances et portent leur attention sur les « risques flous » et les « risques collatéraux » liés à ces mécanismes : ainsi les autorités prudentielles devraient-elles être particulièrement attentives à ce que la titrisation ne conduise pas à une « diminution de l'exigence globale en fonds propres alors même que le niveau de risque resterait inchangé ». Les points importants concernent le traitement prudentiel des risques de crédit résiduels portés par les établissements cédants et de manière plus générale tous les risques tenant aux « liens plus ou moins explicites que maintient la banque cédante avec le véhicule de titrisation ». Enfin Sylvie Mathérat et Philippe Troussard font part des réflexions en cours sur la réforme du ratio du solvabilité afin d'éviter tout arbitrage réglementaire entre le portefeuille bancaire et le portefeuille de négociation, entre les crédits et les titres de titrisation.



En matière de titrisation, le marché américain reste la référence et l'article de Thomas Dunn et Vernon Wright nous permet de faire le point en présentant la situation de MBNA, très actif dans la titrisation des cartes de crédit : depuis 1986, cet établissement financier a exécuté plus de cent transactions pour un montant total de 70 milliards de dollars. Pour les auteurs, l'accès aux marchés internationaux de capitaux, à des emprunts de maturité pouvant aller jusqu'à quinze ans, est l'avantage principal de la titrisation pour un émetteur. En outre les coûts de la titrisation sont compétitifs par rapport aux sources de financement non titrisées pour les émetteurs dotés d'une note inférieure à AA. Afin d'être efficace, la titrisation doit faire partie intégrante de la stratégie du cédant et l'investisseur considéré comme le « client » privilégié : le produit titrisé doit être cohérent, liquide, bien évalué et la transparence financière concernant le risque de crédit est de mise. Thomas Dunn et Vernon Wright soulignent également l'importance des intermédiaires, agences de notation, cabinets comptables, autorités prudentielles. Ils présentent enfin l'organisation de MBNA, qui met clairement en évidence que la titrisation y est véritablement pratiquée de façon industrielle et structure le fonctionnement de l'établissement financier cédant.

Comment fonctionne le processus de titrisation ?

4

Après ces articles de cadrage, les contributions suivantes présentent les grandes étapes d'un processus de titrisation, on pourrait presque parler du fonctionnement de l'industrie de la titrisation. Cette industrie n'en est plus à ses premiers pas, ainsi qu'en témoignent les nombreuses évolutions législatives et réglementaires, l'expérience et le recul qu'ont acquis les divers participants et prestataires de services.

L'article de Fabrice Grillo et Hervé Touraine ainsi que celui de Pierre Masieri témoignent de l'intense activité et du rôle clé des prestataires de services que sont les cabinets juridiques et les commissaires aux comptes. Au delà des concepts économiques, il n'y a pas de transfert de risque effectif sans cadre juridique et comptable, à la fois source de contraintes et nécessité pour le fonctionnement du marché.

Fabrice Grillo et Hervé Touraine remarquent, à ce sujet, que le développement de l'intérêt des entreprises pour la titrisation a conduit la plupart des pays européens à se doter de législations particulières, afin de la faciliter. Cette sensibilisation accrue à la titrisation, en Europe, s'est accompagnée du développement d'opérations « pan-européennes » ou « internationales ». Elles incluent, dans un même programme, des créances ou des actifs correspondants aux activités menées par un groupe de sociétés dans différents pays et, dans certains cas, peuvent aussi être ouvertes à des fournisseurs ou partenaires privilégiés de ce groupe. Pour les auteurs, de telles opérations ont pour enjeu de concilier, voire



d'optimiser les règles propres à chaque pays impliqué, au mieux des intérêts des cédants. La connaissance des réglementations locales et de l'environnement international, ainsi qu'une analyse poussée, sont requises pour déterminer la structure juridique et choisir la forme et la localisation du véhicule de titrisation les plus efficaces. Pour Fabrice Grillo et Hervé Touraine, les assouplissements récents apportés au fonds commun de créances français, dont la possibilité d'y créer des compartiments, le rendent maintenant compétitif avec les véhicules de droit anglo-saxon (les SPV ou « *special purpose vehicles* »).

Le cadre comptable est aussi en évolution, ainsi qu'en témoigne l'article de Pierre Masieri sur la consolidation des fonds communs de créances. L'évolution récente des normes comptables va dans le sens de la consolidation des entités *ad hoc*, parmi lesquelles figurent les véhicules de titrisation, avec l'établissement cédant, dans certains cas. Néanmoins, pour l'auteur cette nouvelle méthodologie comptable « ne constitue pas un réel frein au développement de la titrisation ».

Entre le cédant et l'investisseur deux catégories d'intermédiaires jouent un rôle fondamental, les agences de notation et les arrangeurs. Alors même que les investisseurs sont confrontés à des émissions titrisées plus complexes, Jean-Yves Caminades, Paul Mazataud, Rupert Sch[^]der et Carole Yomtov remarquent qu'un référentiel simple peut être utilisé, la notation. L'agence de notation permet ainsi à l'investisseur de mieux comprendre les points clés d'une opération de titrisation et les éléments d'appréciation des actifs. Mais, pour les auteurs, l'agence de notation joue aussi un rôle d'expert auprès du cédant et intervient comme un élément d'aide à la décision. C'est dans cette amélioration de la transparence que réside la véritable valeur ajoutée de la notation.

Aux cotés de l'agence de notation, l'arrangeur est le conseiller privilégié du cédant. Jean-Pierre de Cormis et Isabelle Roseau soulignent qu'il doit avant tout servir les objectifs du cédant en mettant à sa disposition un refinancement compétitif, en transférant une part aussi importante que possible de ses risques, en libérant ses fonds propres et en assurant la maîtrise du bilan sur la durée. Pour les auteurs, l'arrangeur doit en outre donner à la société de gestion les moyens de garantir la pérennité du fonds commun de créances sur sa durée de vie. Ainsi, face à la complexité d'une opération de titrisation, Jean-Pierre de Cormis et Isabelle Roseau insistent-ils sur le rôle multiple de l'arrangeur et la difficulté de ce travail d'ingénierie financière. Pour les auteurs, la qualité de la prestation de l'arrangeur ne s'apprécie pas seulement à la constitution du fonds commun de créances, mais sur toute sa durée de vie.

Quelles solutions alternatives de transfert de risque ?

Enfin, trois articles présentent des techniques de transfert de risque,



proches dans l'esprit et dans les méthodes utilisées de la titrisation des crédits. Ainsi, que le souligne Jacques Bellut, l'évolution de la législation sur les obligations foncières est un outil bienvenu pour le financement des collectivités locales : le financement des collectivités locales en Europe reste largement intermédié et l'élargissement des « *spreads* » sur les émissions obligataires des banques aurait pu pénaliser les intermédiaires financiers et leurs clients. On constate ainsi un vaste mouvement au niveau européen, à commencer bien sûr par l'Allemagne avec le marché de *pfandbriefe*, visant à mieux structurer le financement de l'immobilier et des collectivités locales, en créant des obligations sécurisées (les obligations foncières en France), émises par des structures *ad hoc*, Sociétés de crédit foncier ou « *Hypotheken Bank* ». Si la France suit avec quelque retard la voie tracée par l'Allemagne, où les volumes d'émission et les encours sont considérables, l'auteur souligne quelques différences entre les deux marchés : les Sociétés de crédit foncier sont soumises à des contraintes plus fortes que les « *Hypotheken Bank* », l'accent étant mis dans un cas sur la sécurité des obligations foncières et dans l'autre sur la souplesse. On retrouve ici en tout cas de nombreux ingrédients de la titrisation : sélection des actifs éligibles, rôle des agences de notation, « découpage » du risque de crédit initial permettant de toucher le marché des acheteurs de titres AAA, soin particulier porté à la protection des créanciers prioritaires via notamment de nombreuses dispositions législatives, risque limité et « cantonné » pris par la Société de crédit foncier, objectif de standardisation des émissions en vue d'accroître la liquidité de ces obligations foncières. Sur ce plan, Jacques Bellut souligne néanmoins les dangers liés à la multiplication de marchés domestiques à l'intérieur de l'Europe, chacun soumis à une réglementation spécifique.

Les dérivés de crédit, le financement sécurisé de l'immobilier ou des collectivités locales, la titrisation ne sont que des éléments de cette vaste ingénierie financière dont l'objet et la gestion optimale du risque de crédit. On retrouve dans l'article de Jean-Paul Laurent de nombreuses préoccupations communes à la titrisation : finalités économiques, concentration du risque de crédit, besoin de standardisation, maturité plus grande du marché. Comme pour le marché des obligations foncières, la liquidité est un maître mot et l'on constate que le marché des dérivés de crédit est formé de plusieurs compartiments dont certains relatifs aux dettes souveraines, très liquides. Les dérivés de crédit tendent à être de plus en plus associés à des supports d'investissement afin de réaliser des opérations de titrisation synthétique (CDO ou « *collateralized debt obligations* »). L'originalité des dérivés de crédit réside dans l'importance des salles de marché et des techniques de couverture dynamique des risques, qui facilitent la création de nouveaux produits et la restructuration du risque de crédit.



ÉDITORIAL

L'article d'Alexandre Scherer sur la titrisation des risques d'assurance permet également de faire de nombreux parallèles avec la titrisation des crédits : les techniques sont proches, mais le risque transféré, essentiellement quelques grandes catastrophes naturelles pouvant affecter les Etats-Unis, le Japon ou l'Europe, diffère. A nouveau, c'est la concentration et l'importance du risque sous-jacent qui explique l'incapacité des intermédiaires (ici les assureurs et les réassureurs) à les absorber. L'auteur élabore une analyse de la gestion des asymétries d'information, qui pourrait tout aussi bien s'appliquer au risque de crédit : la titrisation des risques de catastrophes naturelles n'apporte pas contrairement à l'assurance une compensation financière correspondant au montant du sinistre. Comme pour le risque de crédit, la transmission vers les investisseurs n'est pas immédiate mais demande un niveau élevé d'ingénierie financière. Alexandre Scherer mentionne aussi le développement des dérivés climatiques, à l'instigation notamment d'entreprises du secteur de l'énergie. Comme dans le cas des dérivés de crédit et des CDO, ces produits climatiques peuvent être utilisés au sein de véhicules d'investissement structurés. Les préoccupations d'Alexandre Scherer en matière de quantification du risque, de son découpage et de sa restructuration et enfin en matière de standardisation des contrats rejoignent également celles des titriseurs du risque de crédit.

7

NOTES

1. Un exemple d'un tel véhicule est le fonds commun de créances, dont la France s'est dotée par la loi n°88-1201 du 23 décembre 1988.