



UFR : MASTER FINANCE

Recherche sous thème:

# La titrisation : aspects et pratiques

Préparée par :

EL ABKARI Fatima Ezzahra  
EL YOUSFI Mezouara  
MOUNJIDINE Meriem  
SABER Fatima-Zahra  
SOUDI Lina

Dirigée par :

MR.M. ALAOUI MDAGHRI

Année universitaire : 2008/2009

# **Plan général**

## **Introduction**

### **Chapitre 1 : Présentation théorique de la titrisation :**

- I. Définition**
- II. Origine de la titrisation**

### **Chapitre 2 : Schématisation du mécanisme de la titrisation :**

- I. Schématisation d'une opération de titrisation**
- II. Les acteurs dans une opération de titrisation**
- III. Cas du CIH**

### **Chapitre 3 : Risques et intérêt de la titrisation :**

- I. Risques des opérations de titrisation**
- II. Les techniques de réduction des risques liés à la titrisation**
- III. Intérêt de la titrisation :**

### **Chapitre 4 : La titrisation au regard de la crise financière actuelle**

- I. le rôle de la titrisation dans la crise financière**
- II. Reformuler la titrisation**

## **Conclusion**

# Introduction

La crise des hypothèques à risque qui a éclaté en 2007 a terni le concept de titrisation, qui date de plusieurs décennies. La titrisation consiste à regrouper certains types d'actifs pour les restructurer en titres portant intérêts. Le paiement des intérêts et du principal sur ces actifs est transféré à l'acheteur des titres.

La titrisation a commencé dans les années 70, quand les agences spécialisées appuyées par le gouvernement des États-Unis ont regroupé les hypothèques immobilières. À partir des années 80, on a commencé à titriser d'autres actifs générateurs de revenu et, ces dernières années, le marché a connu une croissance spectaculaire.

Sur certains marchés, comme ceux des titres adossés à des hypothèques à risque aux États-Unis, la dégradation inattendue de la qualité de certains des actifs sous-jacents a miné la confiance des investisseurs. L'ampleur et la durée de la crise du crédit qui en résultent semblent montrer que la titrisation, combinée à une mauvaise distribution du crédit, à des méthodes d'évaluation inadéquates et à un contrôle réglementaire insuffisant, pourrait porter un coup très grave à la stabilité financière.

Un nombre croissant d'institutions financières utilisent la titrisation pour transférer le risque de crédit sur les actifs qu'elles émettent de leur bilan à celui d'autres institutions, comme les banques, les compagnies d'assurances et les fonds spéculatifs. Les raisons en sont diverses. Il est souvent moins coûteux de mobiliser de l'argent par la titrisation, et les actifs titrisés revenaient moins cher aux banques parce que les autorités de réglementation ne leur appliquaient pas les mêmes normes qu'aux actifs sous-jacents. En principe, cette méthode consistant à «initier et distribuer» a aussi apporté de grands avantages économiques en étalant le risque de crédit, réduisant ainsi la concentration du risque et les vulnérabilités systémiques.

Jusqu'à l'éclatement de la crise du crédit à risque, la titrisation semblait avoir des effets modérés et positifs. Pourtant, d'aucuns lui reprochent de réduire l'incitation des initiateurs à respecter des normes minimales de prudence en matière de crédit, de gestion du risque et d'investissement, à une époque où les faibles rendements des titres de créance classiques, les taux de défaillance historiquement bas et la facilité d'accéder aux instruments de couverture encourageaient les investisseurs à prendre plus de risques pour obtenir un meilleur rendement. Beaucoup de prêts n'étaient pas comptabilisés dans le bilan de ceux qui les titrisaient, ce qui a peut-être encouragé les initiateurs à trier et surveiller moins strictement les emprunteurs, avec pour conséquence éventuelle une dégradation systématique des normes de prêt et de garantie.

# **Chapitre 1 : Présentation théorique de la titrisation :**

## **I. Définition**

La titrisation est une technique financière par laquelle des créances traditionnellement illiquides et gardées par leurs détenteurs jusqu'à l'échéance sont transformées en titres négociables et liquides.

Cette transformation d'actifs illiquides en titres négociables peut par ailleurs s'accompagner d'une restructuration et d'une reconfiguration donnant aux titres offerts au marché des caractéristiques différentes de celles des actifs sous-jacents en terme de paiements, de coupons, en termes de durée et de sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt.

La transformation en titres négociables s'accompagne d'une adaptation aux besoins anticipés des investisseurs. Ces derniers trouvent dans ces nouveaux titres des instruments négociables additionnels qui viennent compléter la panoplie des titres liquides à leur disposition (obligations, notes, etc...)

La titrisation s'inscrit dans une tendance lourde de la finance au niveau mondial, celle de la «marchéisation», c'est-à-dire la tendance consistant à rendre échangeable sur les marchés des produits pour lesquels il n'existait pas traditionnellement de marchés primaire ou secondaire. Par ce biais on réalise le plus souvent un transfert total ou partiel des risques de certaines institutions à d'autres.

Ainsi, l'une des conséquences premières de la titrisation a été de fournir aux banques (et à toutes les institutions faisant du crédit) des instruments leur permettant de gérer de façon nouvelle leurs bilans et d'adapter leurs structures financières à leurs objectifs.

## **II. Origine de la titrisation**

La titrisation des actifs a débuté aux États-Unis dans les années 1970. Auparavant les banques prêtaient à des clients et conservaient les portefeuilles de prêts jusqu'à l'échéance, en les finançant par les dépôts de leurs clients. L'envolée du crédit après la Seconde Guerre mondiale contraint les banques à trouver de nouvelles ressources, en particulier avec des débuts de titrisation, d'abord appliqués aux prêts immobiliers puis de plus en plus élargis à d'autres produits.

En février 1970 le département américain au logement et au développement urbain effectue la première véritable titrisation, sur des prêts immobiliers.

Le marché se développa par l'ajout d'améliorations successives comme l'utilisation de Special Purpose Vehicle ou d'un tiers. Cela permit en 1985 la titrisation pour la première fois d'un actif autre qu'un portefeuille de crédits immobiliers, des crédits pour l'achat de voitures en l'occurrence. Ce type d'actifs restent un des produits les plus titrisés. L'opération de 1985 était une titrisation d'un montant de 60 millions de dollars effectuée par la Marine Midland Bank. En 1986 eut lieu la première titrisation d'un portefeuille de crédits de cartes bancaires, pour un montant de 50 millions \$.

En 1988, la réglementation française est adaptée pour permettre la titrisation en utilisant le mécanisme du Fonds commun de créances.

À partir des années 1990 la titrisation s'étend aux produits issus de l'assurance, avec des émissions qui atteignent 15 milliards de dollars US en 2006.

Selon les évaluations de la Bond Market Association, le total des montants titrisés aux États-Unis en 2004 s'élevait à 1,8 trillions de dollars US, soit environ 8% du total du marché des obligations (23.6 trillions) ou 39% du total des dettes des entreprises. C'est le fruit d'une hausse moyenne de 19% en valeur nominale sur la période 1995-2004. Cette année marque un record alors historique avec des émissions de 900 milliards \$

Le marché actuel est principalement américain et européen. Le Royaume-Uni représentait en 2006 52% des émissions hors CDO. Il était suivi de l'Espagne, de l'Allemagne et des Pays-Bas. Avec 7.7 milliards € d'émissions sur un marché européen de 370.9 milliards €, la France était 5<sup>e</sup>. Le marché actuel est principalement américain et européen

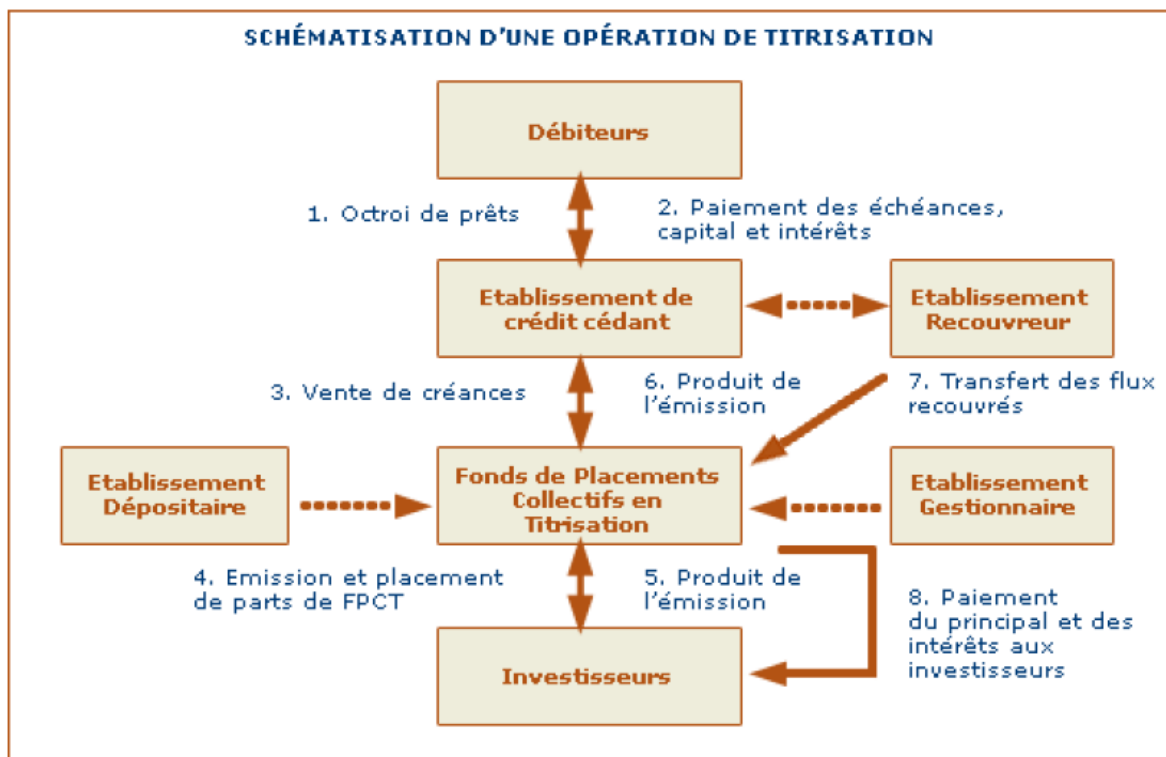
## **Chapitre 2 : Schématisation du mécanisme de la titrisation :**

### **I- Schématisation d'une opération de titrisation**

La titrisation consiste en la vente de créances. Un établissement de crédit cède les crédits antérieurement consentis. A cet effet, le Fonds de Placement Collectif de Titres (FPCT) est institué. Ce dernier joue le rôle de relais entre l'établissement et les investisseurs et ce, par le rachat de crédits. Pour les payer, le FPCT s'adresse aux investisseurs. Il leur vend des titres, ou plus couramment des parts.

Les investisseurs souscripteurs deviennent donc propriétaires de parts du FPCT.

L'argent frais va au paiement des crédits achetés. Le montant est versé à l'établissement de crédit.



## II- Les acteurs dans une opération de titrisation :

Une opération de titrisation met en jeu toute une série d'acteurs. Ce qui explique qu'à première vue, elle apparaît comme compliquée et qu'elle entraîne des coûts relativement élevés. On comprend que le «coût d'entrée» ne soit pas négligeable puisque le degré de technicité est important et qu'une telle opération nécessite beaucoup de précision.

### A. Fonds de placements collectifs en titrisation :

Un FPCT est un véhicule ad hoc qui a pour objet exclusif l'acquisition de créances hypothécaires, détenues par des établissements de crédit, en vue d'émettre en une seule fois des parts représentatives de ces créances.

### B. L'arrangeur

L'arrangeur est typiquement une banque d'affaire (investment banker) ou une maison de titres spécialisée qui va s'occuper de solliciter des cédants potentiels et qui va imaginer la structure de toute l'opération de titrisation afin que les objectifs du cédant soient atteints et que les intérêts des acheteurs de parts soient suffisamment évident afin que le produit de la titrisation rencontre une demande effective. De plus l'arrangeur s'occupera, le plus souvent, de la syndication des parts ou de leur placement privé.

### C. Le cédant (l'établissement initiateur)

C'est l'établissement de crédit qui cède un lot un créances au fonds.

#### **D. L'établissement gestionnaire-dépositaire**

Assure la gestion du FPCT dans l'intérêt exclusif des investisseurs, conserve les titres du FPCT et gère sa trésorerie.

Seuls peuvent exercer la fonction d'établissement gestionnaire-dépositaire :

- Les banques agréées conformément à la loi qui les régit ;
- La caisse de dépôt et de gestion ;
- Les établissements ayant pour objet le crédit, le dépôt, la garantie, la gestion de fonds ou les opérations d'assurances et de réassurances, figurant sur une liste fixée par voie réglementaire.

#### **E. Le débiteur :**

Le bénéficiaire d'un prêt hypothécaire octroyé par l'établissement initiateur et dont le prêt a été cédé dans le cadre d'une opération de titrisation.

#### **F. L'investisseur :**

Les parts du FPCT peuvent être souscrites par les organismes suivants :

- ◆ Les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) ;
- ◆ Les établissements de crédit ;
- ◆ Les entreprises d'assurances et de réassurances ;
- ◆ La caisse de dépôt et de gestion ;
- ◆ Les organismes de retraites et de pensions ;
- ◆ Ainsi que d'autres compagnies financières.

#### **G. L'établissement recouvreur :**

Assure la gestion et le recouvrement des créances. En général, c'est l'établissement de crédit qui continue à recouvrer les créances pour le compte du FPCT.

### **III. cas du CIH**

La naissance du marché hypothécaire marocain est devenue une réalité, depuis avril 2002, avec la constitution du premier FPCT CREDILOG I. Selon les initiateurs du projet, CREDILOG I, régi par la titrisation de créances hypothécaires, et créé à l'initiative conjointe du Crédit Immobilier et Hôtelier (établissement initiateur et cédant) et de Maghreb titrisation (société gestionnaire-dépositaire), « a pour objectif exclusif d'acquies des créances hypothécaires cédées par le CIH, en vue d'émettre, en une seule fois, des valeurs mobilières, appelées Parts, représentatives des dites créances, pour un montant de 500 millions de dirhams ».

Pour cette première opération, CREDILOG I émet des parts en quatre tranches distinctes : les parts dites prioritaires P1 (durée de vie moyenne avoisinant 3 ans et représentant 73% de l'émission), les parts prioritaires P2 (durée de vie moyenne avoisinant 9 ans et représentant 21% de l'émission), les parts secondaires subordonnées S (durée de vie moyenne de 5 ans représentant 5 % de l'émission) et la part secondaire résiduelle P (souscrite par le CIH).

La CDG a été désignée comme chef de file de l'opération, la BMCE et Médiapartance comme co-chefs de file du syndicat de placement. Les trois établissements vont contribuer à l'animation des titres au niveau du marché, ce qui donne une certaine garantie de liquidité.

Le lancement de cette opération, qui entre également dans le cadre de la restructuration du CIH, présente d'indéniables profits. La titrisation, est un instrument de modernisation du marché financier qui crée de nouvelles possibilités de placement pour les investisseurs et un outil de financement d'un secteur capital pour notre économie, à savoir le secteur du logement.

Ainsi, pour le CIH, initiateur du projet, la titrisation offre une nouvelle solution de refinancement sans apport de fonds propres et à moindre coût, comparativement aux emprunts interbancaires ou obligataires du fait que généralement la prime de risque est moins importante. En outre, en titrisant une partie de son portefeuille de créances, il occasionne une entrée de trésorerie contre une sortie du bilan d'une partie de ses engagements.

Autrement dit, en plus des facilités de financement, le CIH va transférer une partie de ses risques vers les tiers améliorant ainsi ses normes prudentielles. Les emprunteurs également trouvent leur compte avec cet instrument qui crée une nouvelle concurrence entre les banques et donc cela peut entraîner une amélioration des conditions d'octroi de crédit (baisse des taux, l'allègement de la durée, etc.).

## **Chapitre 3 : Risques et intérêt de la titrisation :**

### **I- Risques des opérations de titrisation**

Les risques associés aux opérations de titrisation sont de différentes natures :

#### **1- Le risque de remboursement anticipé**

Les profils de remboursement des titres qui sont cédés au OPCT peuvent être fortement affectés par des décisions des débiteurs qui choisissent de rembourser leurs dettes avant l'échéance. Cette éventualité a toujours posé un problème pour les sociétés spécialisées dans la détention de créances hypothécaires, mais elle est également présente pour tout détenteur de créances de toute nature comportant une classe de remboursement par anticipation.

Le risque augmente bien sûr lorsque les émetteurs de titres à revenu fixe réalisent, dans un contexte de baisse de taux d'intérêt, qu'ils ont avantage à rembourser certains titres de dette passés pour les remplacer par des titres nouveaux émis à des conditions plus favorables.

#### **2-Le risque de défaillance des débiteurs**

Les titres cédés dans l'opération de titrisation sont soumis au risque de défaillance.

Le taux de défaillance ou une estimation de la probabilité de défaillance dépendent bien sûr de la nature des créances qui sont titrisées. Le risque est un risque intrinsèque que l'on peut assimiler à un risque de crédit, mais c'est aussi un risque lié aux conditions changeantes du marché et peut être aussi un risque systémique en cas de difficultés majeures sur les marchés financiers affectés par des effets de contagion. Différentes techniques sont utilisées pour réduire le risque de défaillance des débiteurs.

#### **3- Le risque de perturbation des flux financiers**

Il peut exister un manque de synchronisation parfait entre les flux attendus par les détenteurs de parts et les paiements réellement effectués par le OPCT.

Ces perturbations peuvent être engendrées par des retards de paiements des remboursements anticipés ou des problèmes d'erreurs ou des difficultés techniques lors des paiements.

#### **4-Le risque de défaillance des intervenants**

Comme on l'a vu, plusieurs entités sont parties prenantes à une opération de titrisation. Le risque existe toujours que l'une de ces parties fasse défaut.

Certains commentateurs passent par ailleurs que ce risque est accentué dans la mesure où une même entité peut jouer plusieurs rôles dans la structure de titrisation.



## **5-Le risque réglementaire et de changement des normes comptables**

D'un pays à l'autre la réglementation sur la titrisation n'est pas la même. Les marchés se sont développés au rythme de la déréglementation. Cependant les différents marchés ne sont pas à l'abri de retour à des conditions plus restrictives en particulier si l'on venait à s'inquiéter de la fragilisation que représente, pour certains, le transfert de risques habituellement supportés par des établissements de crédit.

De la même façon le marché de la titrisation pourrait être affecté par des changements apportés aux normes comptables retenues pour ces transactions.

## **II- Les techniques de réduction des risques liés à la titrisation :**

### **A- Les techniques internes :**

#### **La subordination (*credit tranching*)**

Dans le reconditionnement des créances qui sont l'une des caractéristiques des titres «pay-throughs» on a recours parfois au mécanisme de la subordination. Le principe consiste pour les OPCT. à créer plusieurs catégories de titres qui sont hiérarchisées. Les titres subordonnés assument le risque de défaillance des débiteurs ; dans certaines configurations les titres subordonnés ne sont pas vendus aux investisseurs (mais gardés par le cédant). On notera que dans certains cas seul le principal est l'objet de la subordination ; dans d'autres le principal et les intérêts sont l'objet de différentes classes.

#### **Le surdimensionnement (*over-collateralization*)**

Cette pratique très utilisée dans les différentes formes de contrat de collatéralisation consiste à céder au OPCT. un montant nominal de créances plus élevé que le financement recueilli par la vente des titres.

#### **Le fonds de réserve**

Dans certaines structures (pay-through) un fonds de réserve est constitué. Il a pour but de combler les écarts qui pourraient apparaître entre les flux à payer aux investisseurs aux dates prédéterminées et les flux générés par les titres sous-jacents.

#### **Les garanties intrinsèques des créances**

La titrisation de certains titres peut être précédée de l'adossment de garantie aux créances à être titrisées.

#### **La garantie du cédant (*related party guarantee*)**

L'avantage de cette technique est la simplicité et la réduction de l'asymétrie de l'information.

### **B- Les techniques externes :**

#### **La garantie bancaire**

Elle peut prendre la forme d'une lettre de crédit dont le montant nominal en partie ou en totalité se substitue aux paiements du OPCT..

#### **Le recours à des contrats d'assurance**

Certains flux des OPCT. Peuvent être assurés auprès d'institutions spécialisées (monoline insurance et multiline insurance).

### III- Intérêt de la titrisation :

La mise en place de cet instrument vise en premier lieu la mobilisation de l'épargne en faveur du financement des investissements. Son objectif est également de dynamiser les marchés de capitaux et de transformer des actifs non liquides (créances à long terme) en titres négociables sur le compartiment financier. Les établissements financiers y trouvent leur compte. De par sa nature, cette technique contribue au refinancement des établissements en mal de liquidité à long terme. Elle leur permet de se débarrasser de la contrainte du déséquilibre entre ressources et emplois, mais également de multiplier leur capacité de financement.

#### A. Avantages pour l'établissement :

Solution de financement sans limitation de niveau : la Titrisation offre une nouvelle solution de financement qui permet à tout établissement cédant d'augmenter sa capacité de financement. Ceci résulte du fait que contrairement aux méthodes de financement traditionnelles, la Titrisation ne fait pas appel aux fonds propres, et donc n'impose pas de limite au niveau de financement de l'établissement de crédit ;

Optimisation de la gestion du risque : la Titrisation permet à l'établissement cédant de se financer, sans endettement, tout en optimisant sa gestion des risques. Ainsi, titriser une partie de son portefeuille de créances occasionne pour un établissement de crédit une entrée de trésorerie contre une sortie du bilan d'une partie de ses engagements et de leurs risques. Grâce à cette technique, les fonds levés ne s'inscrivent pas au passif de l'établissement cédant ;

Solution de financement peu coûteuse : la Titrisation est une option de financement moins coûteuse que l'emprunt obligataire ou interbancaire. Les parts émises sont généralement de meilleure qualité que celles nées d'un recours de l'établissement de crédit aux financements traditionnels, ce qui se traduit par une prime de risque moins importante ;

Gain potentiel : conserver un portefeuille de créances hypothécaires comporte un manque à gagner dans des conditions de marché propices. En effet, un établissement de crédit pourrait réaliser une plus-value en vendant un portefeuille de créances. Cette plus-value se compose du différentiel d'intérêts dus par les débiteurs de l'établissement de crédits et ceux servis aux investisseurs, la commission de recouvrement, ainsi qu'une éventuelle marge de remplacement si l'établissement de crédit opte par un réinvestissement du montant de la cession.

Facteur d'amélioration de la rentabilité des fonds propres : La titrisation est un outil de gestion de ratio de solvabilité qui permet d'améliorer ce dernier en diminuant les engagements et en libérant les fonds propres pour de nouvelles activités.

En effet, et pour des raisons de sécurités des dépôts il est obligatoire pour les établissements de crédits qu'un certains pourcentages de leurs engagements puisse être couvert par leurs fonds propres.

La titrisation permet de diminuer le besoin en fonds propres et d'améliorer la rentabilité.

Instrument de financement et de liquidité : La titrisation permet d'améliorer la liquidité. De fait de pouvoir sortir de l'actif d'un bilan et transformer en liquidité, des créances qui n'ont pas vocation à être négociable sur un marché secondaire. Elle permet aussi d'améliorer la situation de liquidité de l'établissement cédant.

La titrisation offre aux établissements de crédits l'avantage de diversifier leurs sources de refinancement qui étaient limité au marché interbancaire et au marché obligataire, en accédant au marché sous une autre signature que la sienne. Les fonds de titrisation dont la note est généralement bonne constituent des supports de financement attractifs pour différent type d'investisseurs. Dans ces conditions, la titrisation des créances peut constituer pour l'établissement qui ne bénéficie pas d'une bonne notation une source de financement particulièrement appréciée.

Ainsi, la titrisation améliore la situation de liquidité de l'établissement cédant puisque le financement des crédits n'est plus assuré par la banque mais par les investisseurs qui ont acheté des parts de FCC. Elle constitue donc une diversification des sources de financements.

Gestion de bilan : La titrisation permet en principe de gérer le bilan en maîtrisant le gonflement de celui-ci s'il est considéré comme excessif. En effet, en refinançant le portefeuille de crédit, un cédant libère des fonds et peut accroître son activité ou générer de nouveaux actifs tout en maintenant son bilan à un niveau maîtrisé, puisque les actifs sont sortis de son bilan.

Assouplissement des contraintes : Les organismes de crédit sont soumis à diverses contraintes relatives notamment à des ratios de fonds propres (Ratio Cooke et Mc Donough à partir du 01/01/2007). S'ils disposent de créances, ils doivent détenir un montant associé en fonds propres. La titrisation permet de transférer les créances sous formes de titres à d'autres investisseurs, donc ne plus avoir à détenir les fonds propres correspondants.

## **B. Avantages pour l'investisseur :**

Variation du portefeuille : La titrisation offre aux investisseurs une nouvelle gamme d'instruments avec une variété de profils ; les parts de FPCT représentent différents niveaux de risque, rendement et durée selon le montage du fonds. Ainsi, grâce à la flexibilité en matière de structuration, différents investisseurs pourront retrouver dans les parts de FPCT les aspects de placements qu'ils recherchent;

Rapport risque/rendement intéressant : les parts de FPCT sont assurées par des mécanismes de rehaussement de crédit et rémunèrent mieux que des placements à revenu fixe d'une qualité comparable. Ainsi, et en général elles représentent le rapport risque/rendement le plus intéressant après les bons du trésor ;

Limitation de risque : Les investisseurs des titrisations sont en risque uniquement sur les actifs titrisés (par exemple prêts immobiliers) et non sur la banque initiatrice de l'opération : ils ne sont pas exposés directement au risque de faillite de cette banque.

La multiplication des opérations de titrisations par les banques amène plusieurs commentaires :

On peut s'interroger pour savoir si les banques n'ont pas trouvé avec la titrisation un moyen de contourner l'esprit des dispositions mises en place lors de l'instauration du ratio Cooke. En effet par le biais de la titrisation, les banques évacuent de leurs bilans une partie de leurs créances au lieu d'augmenter leurs fonds propres. De plus afin d'obtenir une notation adéquate pour les titres émis par le OPCT, elles risquent de se dessaisir des actifs les plus sûrs et de garder sur leurs livres des actifs non-titrisables à cause de leur risque intrinsèque. Une telle pratique n'était sûrement pas envisagée par les auteurs du ratio Cooke

On peut aussi se demander si la pratique de la titrisation n'introduit pas un biais nouveau dans la concurrence entre les banques. En effet le coût d'entrée est très élevé sur le marché de la titrisation et il y a ici un avantage certain pour les institutions de plus grande taille. De la même façon le contexte juridique et institutionnel favorise les banques de certains pays, ne mettant pas toutes les banques sur un pied d'égalité

Enfin, si individuellement la titrisation permet aux banques d'épargner des fonds propres et d'accroître leur rentabilité, on peut s'interroger sur les conséquences de cette pratique sur la stabilité globale du système financier. De ce point de vue, il sera toujours très difficile de se faire une idée précise tant et aussi longtemps que les informations sur les investisseurs qui achètent les produits de la titrisation seront quasi inexistantes.

Certains craignent en fait que l'on assiste à une forme de «titrisation en rond» si les titres émis par des institutions de crédits sont achetés par des investisseurs institutionnels appartenant à des groupes financiers dont certaines composantes effectuent de leur côté des opérations de titrisation.

## **Chapitre 4 : La titrisation au regard de la crise financière actuelle**

### **I – Le rôle de la titrisation dans la crise financière**

Lorsqu'une entreprise émet une obligation, l'acheteur de l'obligation a le sentiment qu'il peut évaluer le risque qu'il prend en se renseignant sur l'activité et la situation financière de l'entreprise. Pour simplifier cette appréciation, il s'en remettra souvent à la note que produit une agence de notation (à la demande et aux frais de l'émetteur) pour résumer la probabilité de défaut (une note élevée signifie qu'il n'y a guère de risque de voir l'entreprise incapable d'honorer ses obligations). De manière générale, ce métier premier des agences de notation, s'il n'est pas absolument exempt de critiques, ne donne guère lieu à controverses.

Une démarche similaire a prévalu pour la titrisation, et les ABS<sup>1</sup> ont été notés, comme les CDO<sup>2</sup>, par des agences qui ont tenté d'y transposer, tant bien que mal, les techniques d'appréciation des risques définies sur les obligations. Le sujet, cependant, était notablement différent : il fallait une approche statistique, pour les ABS, et, pour les CDO, des raisonnements très sophistiqués, dépendant, pour chacun, des clauses contractuelles, très variées, établissant les liens entre les différentes "tranches" de risque d'un CDO et les ABS sous-jacents.

La crise a révélé trois faiblesses majeures dans ce processus :

- Le lien entre les CDO, les ABS, et leurs sous-jacents est devenu tellement complexe qu'il est extraordinairement difficile de simuler l'impact sur une tranche de CDO d'un scénario affectant les sous-jacents (combien de propriétaires de maisons en Floride vont-ils faire défaut, et quelle sera la perte sur la valeur originelle du crédit qu'il faudra constater quand tout aura été réglé ? comment ceci impactera-t-il les différentes tranches de risque que comprend le CDO ?) ;
- L'approche statistique suppose de tenir compte, au delà de la qualité des crédits sous-jacents un par un, de l'environnement économique : impact d'une éventuelle chute des prix de l'immobilier, par exemple ; les agences de notation n'ont pas su intégrer convenablement cette dimension dans leur raisonnement. C'est ce qui explique, en bout de chaîne, leurs erreurs majeures dans la notation des "rehausseurs de crédit", des entreprises qui se faisaient une spécialité d'assurer des produits titrisés pour améliorer leur notation, et qui étaient donc totalement exposées à un retournement conjoncturel que les agences n'ont pas pris en compte, tant il est loin de leurs méthodes habituelles de valorisation, tournée vers la micro-économie, et non la macroéconomie ;
- Enfin et surtout, ces ABS, CDO et autres produits similaires, sont présumés être des "produits de marché", que leurs propriétaires valorisent sur la base d'une "juste valeur" de marché. Manque de chance : le marché, très peu liquide au départ déjà pour les plus sophistiqués de ces produits, a purement et simplement disparu lorsque la crise a éclaté. Plus personne n'en voulait, à n'importe quel prix, aussi bas soit-il. Et ceci sans qu'il y ait nécessairement dégradation constatée - simplement présumée ou anticipée - des sous-jacents.

Du coup, ces produits ont mérité, amplement, le sobriquet sous lequel on les désigne désormais : "toxiques".

---

<sup>1</sup> Un **asset-backed security** (ABS), ou « valeur mobilière adossée à des actifs » en français, est une valeur mobilière dont les flux sont basés sur ceux d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs. La titrisation est le principal vecteur de création de ces actifs.

<sup>2</sup> Un **CDO** (pour *collateralised debt obligation*, en français, « obligation adossée à des actifs ») est une structure de titrisation d'actifs financiers de nature diverse. Un CDO regroupe en général des titres issus de 120 à 250 actifs (*asset-backed security* (ABS)),

Ce qui les a conduit à avoir ce statut, c'est une erreur d'analyse fondamentale des investisseurs (ce sont des produits de marché, dont la valeur, en normes internationales ou américaines, doit être pensée en fonction du comportement du marché, et non des sous-jacents ; ceux qui les ont achetés sur la base des risques sous-jacents se sont gravement trompés) ; c'est aussi une erreur des agences de notation, qui n'ont pas assez précisé qu'elles notaient la capacité des sous-jacents à être remboursés (et non une espérance de valeur de marché), et qui ont mal estimé les risques macro-économiques pouvant affecter ces sous-jacents ; c'est enfin, une politique de développement très rapide de ces produits, à l'instigation des banques d'affaires, qui y ont vu la possibilité de très bien gagner leur vie en structurant ces produits, sans avoir à les porter sur leurs bilans - politique qui leur a permis d'éviter les contraintes de fonds propres que requiert le fait de porter un titre à son bilan.

Pourquoi les effets de la crise de la titrisation ont-ils été si dévastateurs ? Parce que la plupart des banques doivent, depuis des années, emprunter auprès du marché les ressources qu'elles prêtent, les dépôts de leurs clients n'y suffisant plus. Pour emprunter les énormes volumes dont elles ont besoin pour prêter, elles ont eu largement recours à la titrisation de leurs actifs ; l'investisseur qui achète un paquet titrisé de crédits hypothécaires à une banque la débarrasse (en tout ou partie de cet actif), et lui fournit la matière première pour consentir un nouveau prêt. Autrement dit, la titrisation a été au coeur du fonctionnement global de la liquidité des banques, leur capacité à accéder aux ressources dont elles ont besoin pour faire leur métier de prêteur. Et les risques qu'elle entraîne pour ceux qui y ont recours ont été sous-estimés, comme tous les risques de marché - même lorsque les sous-jacents sont de bons vieux crédits tout ce qu'il y a d'ordinaire (maisons, voitures, consommation).

Une fois la titrisation réputée toxique, les banques ont couru le risque de ne pas trouver la liquidité dont elles avaient besoin : c'est ce qui a condamné Northern Rock<sup>3</sup>, dont le modèle économique reposait massivement sur cette technique, mais ce risque a existé, à des degrés divers, pour la plupart des banques. C'est pourquoi les plans de sauvetage adoptés dans la dernière période ont tous compris un volet "liquidité". Et les produits titrisés que les banques détenaient à leur bilan ont vu leur valeur (leur pseudo valeur de marché) s'effondrer - créant un trou dans leur bilan, les obligeant à se recapitaliser. D'où le volet "fonds propres" des plans gouvernementaux.

Le recours débridé et mal maîtrisé aux techniques de titrisation a donc bien été un élément central dans la crise. Mais l'impact macro-financier de ces produits toxiques n'a été ce qu'il a été qu'à cause d'erreurs fondamentales dans l'appréciation des risques qu'ils faisaient courir, et de la fermeture complète ou presque du marché mondial de la liquidité bancaire, qui dépendait elle-même crucialement de la titrisation.

✚ Premièrement, il semble nécessaire de s'interroger sérieusement sur la régulation des entités qui produisent et distribuent des crédits pour les

---

<sup>3</sup> La **Northern Rock** (LSE: NRK) est une [banque britannique](#) basée à [Regent Centre](#) près de [Newcastle upon Tyne](#) dans le nord de l'[Angleterre](#). Anciennement connue sous le nom de la **Northern Rock Building Society**. La **Northern Rock Building Society** a été fondée en 1965 conséquemment à la fusion de la **Northern Counties Permanent Building Society** (créée en 1850) et la **Rock Building Society** (fondée en 1865).

céder ensuite. Par construction, ces acteurs sont moins incités à maîtriser le risque de crédit que les banques traditionnelles, qui garde les crédits à leur bilan ;

- ✚ Deuxièmement, les agences de notation jouent un rôle central dans le dispositif. Elles doivent dès lors s'assurer de la fiabilité des informations qui leur sont transmises. Elles doivent également se doter de règles de prévention des conflits d'intérêt particulièrement drastiques et s'assurer de leur mise en œuvre. Il faut en outre réfléchir à une meilleure prise en compte des risques de liquidité par les agences.
- ✚ Troisièmement, la transparence des montages de titrisation et des caractéristiques des crédits sous-jacents est un élément essentiel de la résilience du système. Elle doit être renforcée et il est probable qu'une certaine standardisation des montages et des *reporting* soit nécessaire, comme cela a été observé sur d'autres marchés ;
- ✚ Quatrièmement, les établissements financiers qui construisent ces produits apportent généralement un soutien en liquidité. Du côté des banques, ces risques seront mieux pris en compte du point de vue prudentiel avec l'introduction de Bâle II, dès l'année prochaine en Europe. Il convient d'encourager les autres centres financiers à adopter ce nouveau standard prudentiel sans tarder ;
- ✚ Cinquièmement, ces turbulences viennent nous rappeler le caractère essentiel d'une bonne gestion des risques de liquidité bancaires. Ces risques ont profondément changé du fait de ce vaste mouvement de « marchandisation » des actifs. Il est temps de moderniser les standards internationaux en la matière, en les fondant sur des scénarios de stress ;
- ✚ Sixièmement, le fonctionnement des *hedge funds* n'est pas en cause dans cette crise. Il n'en reste pas moins qu'il y a des similitudes, notamment avec l'exposition des banques aux risques supportés par des structures complexes et changeantes, au fonctionnement parfois opaque. L'effort engagé à l'initiative de nos partenaires allemands doit être poursuivi ;
- ✚ Septièmement, les normes comptables ont évolué parallèlement à ce mouvement de « marchandisation », en généralisant la technique « *mark to market* ». Cependant, à la lumière des turbulences actuelles, on peut s'interroger sur la réelle fiabilité de cette technique lorsque les marchés sont très étroits, pour ne pas dire évanescents. Il ne s'agit pas de remettre en cause la valeur informative essentielle que procurent les prix de marché. Mais une approche plus raisonnée me semble nécessaire.

## II – Réformer la titrisation

Comment réformer pour éviter une réédition de ce schéma ? Une voie est souvent évoquée : forcer celui qui a consenti un crédit et veut alléger son exposition en le titrisant à en conserver une partie suffisante pour continuer de se sentir très responsable de son sort. L'idée est séduisante : il ne fait pas de doute que le laxisme dans l'octroi des crédits subprime a du beaucoup à la possibilité de s'en débarrasser très rapidement en les titrisant. Mais elle ne résout ni la question de la valorisation des produits titrisés, ni celle de la nécessité d'avoir toujours recours à ce type de techniques si les banques veulent pouvoir continuer à prêter plus que ce que leurs déposants leur prêtent.

Dans l'immédiat, le marché de la titrisation de crédits hypothécaires est, pour l'essentiel, arrêté. Et il ne redémarrera probablement, dans un premier temps, que sur des produits qui n'auront pas les inconvénients constatés sur les CDO (complexité rendant l'analyse de risque de crédit inopérante, absence de liquidité) ; c'est en partie le cas des obligations foncières. Il y a donc la possibilité de réfléchir de manière organisée à ce que serait une réforme pertinente. Elle passe sans doute par quelque chose que le marché fera tout seul : l'abandon des produits les plus complexes, dont le fonctionnement en cas de choc devient imprévisible. S'y ajouteront des règles durablement clarifiées sur les méthodes de valorisation comptable de ces produits (marché, modèle, coût historique amorti) en fonction de leurs caractéristiques, notamment de liquidité, et sur leur coût en capital (les banques centrales ne toléreront plus le coût de baguette magique qui réduisait le besoin en capital qu'engendre un crédit du seul fait qu'il est emballé dans un produit titrisé, et soumis aux disciplines jusqu'ici très relâchées des produits de marché). Peut-être, dans certains cas, une obligation de conserver une partie des produits que l'on structure sera-t-elle également utile – ce sera à apprécier en fonction du contexte et de la viabilité d'une telle règle.

Alors, la titrisation, parce que ses fondements ne sont pas en eux-mêmes, absurdes, pourra redémarrer, mais à moindre risque. Elle aura été l'un des mécanismes dont les défauts ont donné à la crise financière son ampleur ; mais elle n'en porte pas la responsabilité principale, qui est plutôt dans les erreurs de régulation, dans les erreurs de jugement des investisseurs, dans les erreurs de méthode des agences de notation, dans les failles profondes des mécanismes de la liquidité bancaire, et dans la sous-estimation systématique des risques extrêmes de produits de marché.



## Conclusion

Avec l'instauration du marché hypothécaire, dont le démarrage était fin 1999, les banques et à leur tête le Crédit Immobilier et Hôtelier (CIH), ont eu la possibilité de se refinancer en cédant leurs créances hypothécaires non litigieuses. Ces dernières sont des créances représentatives de prêts garantis par hypothèque de premier rang sur des immeubles et octroyés pour l'acquisition, la rénovation ou l'extension des logements individuels.

Elles concernent aussi la construction individuelle de logements ainsi que la construction ou l'acquisition de logements destinés à la location.

Les créances peuvent être transformées, par le biais d'une société indépendante appelée Fonds de placement collectif en titrisation (FPCT), en titres financiers.

Le FPCT est un intervenant de premier ordre sur le marché hypothécaire. Créé à l'initiative conjointe d'un établissement de crédit, appelé établissement initiateur et d'un établissement gestionnaire-dépositaire comme la Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG), il a pour objet d'acquiescer des créances hypothécaire et d'émettre des titres représentatifs.

Le crédit hypothécaire permet notamment au secteur privé de prêter à des taux positifs déterminés par le marché tout en assurant le respect des lois sur la saisie et en établissant des règles de gestion prudente.

En fait, ce mécanisme de la titrisation doit supposer, selon des experts avertis, l'existence d'un environnement financier favorable qui, malheureusement, fait défaut au Maroc.

En effet, le projet de loi sur la titrisation a été élaboré en étant déconnecté de son environnement. Aucune étude de faisabilité n'a été menée ni sur les catégories des créances à émettre, ni sur le marché potentiel, compte tenu de la concurrence du marché obligataire et encore moins sur les coûts des opérations de titrisation. Plus grave, aucun mécanisme de garantie des créances n'a été envisagé, alors que c'est la condition essentielle de la réussite de la titrisation.

## **Bibliographie/Webiographie**

### **Ouvrages :**

BOUSTANY, HARETH : La titrisation des actifs : structurations juridiques et financières sur les marchés émergents ; E. Bruylant, 2003

THIERRY GRANIER, CORYNNE JAFFEUX: La titrisation : aspects juridiques et financiers ; Economica 1997.

### **Sites web :**

www.imf.org

www.wikipedia.org

[www.banquemondiale.org](http://www.banquemondiale.org)

www.tnova.fr