

Mémoire de microéconomie bancaire et financière

La Titrisation

Les activités de titrisation :
Une évolution de l'intermédiation
bancaire traditionnelle ?

Réalisé par : Alice Chia-Jung KUO, Denise MANDI, Enguérand RICÉ

Encadré par : Madame Marianne VERDIER

Sommaire

INTRODUCTION.....	3
I) LES PRINCIPES DE LA TITRISATION.....	4
1. PRESENTATION ET PRINCIPES GENERAUX.....	4
A. MECANISME.....	4
B. INTERETS POUR LES PARTIES.....	4
C. LES ACTEURS DE LA TITRISATION.....	5
2. LES FORMES PARTICULIERES.....	5
A. PRINCIPE DE LA TITRISATION SYNTHETIQUE.....	5
B. LES TITRISATIONS SUCCESSIVES OU « RETITRISATIONS ».....	6
C. LES CONDUITS ABC.....	6
II) LE ROLE DE LA TITRISATION DANS L'INTERMEDIATION BANCAIRE.....	7
1. LA LIQUIDITE.....	7
A. TITRISATION & LIQUIDITE.....	7
B. LE TRANSFERT DES RISQUES.....	8
C. LES CONTRAINTES REGLEMENTAIRES.....	8
D. MYOPIE AU DESASTRE ET SPIRALE D'ILLIQUIDITE.....	9
2. LE CONTROLE.....	10
A. UNE DIMINUTION DE COUT DE CONTROLE – MODELE DIAMOND.....	10
B. LE CONTROLE LIE A LA SELECTION DE PROJET.....	11
C. LE CONTROLE LIE AUX COMPORTEMENTS OPPORTUNISTES.....	11
D. LE CONTROLE LIE AUX SANCTIONS ET A L'AUDIT.....	12
3. L'INFORMATION.....	12
A. LA TITRISATION SOURCE D'ASYMETRIE D'INFORMATION.....	12
B. ASYMETRIE D'INFORMATION DUE A LA STRUCTURE DU MARCHE.....	12
C. ASYMETRIE D'INFORMATION LIEE AUX ACTIFS TITRISES.....	13
D. LE CEDANT ET LE MARCHE PRODUISENT DES SIGNAUX.....	13
4. LA CONCURRENCE.....	14
A. LA CONCURRENCE COMME INCITATEUR.....	14
B. LA TITRISATION, UN MOYEN D'ATTENUER L'INTENSITE CONCURRENTIELLE.....	14
III) LA TITRISATION DE NOS JOURS.....	15
CONCLUSION.....	16
BIBLIOGRAPHIE ET SITOGRAPHIE.....	17

Introduction

La titrisation est apparue dans les années 70 aux États-Unis, pour répondre aux problèmes des banques qui souhaitaient faire davantage de crédits. En effet, leur capacité de prêts était directement limitée par leurs propres ressources. Grâce à cette technique, les sociétés financières ont trouvé le moyen de contourner cet obstacle.

On ne peut parler aujourd'hui de titrisation sans penser à la crise des subprimes, survenue en août 2007 aux États-Unis, pendant laquelle les dérives de ce mécanisme ont pu être montrées au grand jour, notamment par l'utilisation massive de cette technique pour des créances immobilières.

Plusieurs éléments liés à ce mécanisme ont été mis en cause depuis, comme la mauvaise qualité des créances titrisées, la mauvaise liquidité de ces titres, le travail des agences de notation ainsi que le principe même de la titrisation qui ne permet pas toujours d'avoir une vision claire de la situation des débiteurs (eux-mêmes mal identifiés) et des risques réellement pris.

Nous chercherons, dans ce mémoire, à savoir dans quelle mesure la titrisation représente-t-elle une évolution des activités traditionnelles de l'intermédiation financière. Pour ce faire, nous exposerons tout d'abord les principes et les formes de titrisation dans l'objectif de comprendre les tenants et aboutissants de cette technique. Dans un second temps, nous essayerons de comprendre en quoi la titrisation modifie l'intermédiation financière en impactant le rôle que la banque. Nous terminerons cette étude, en présentant rapidement et tentant d'expliquer les évolutions qu'a connues la titrisation depuis la crise mondiale.

I) Les principes de la titrisation

1. Présentation et principes généraux

A. Mécanisme

La titrisation est une technique financière qui permet de transformer des actifs illiquides en titres négociables et liquides.

L'objectif principal réside dans le fait que l'entreprise ou la banque (originateur ou cédant), souhaitant obtenir de la liquidité, puisse créer un portefeuille d'actifs peu liquide (prêts immobiliers, prêts à la consommation, créances bancaires etc...), pour le vendre à une autre entité. Cela lui permet de récupérer du cash qui viendra développer son activité.

On peut distinguer quatre grandes étapes intervenant lors d'une opération de titrisation : (cf. schéma dans le slide 4)

- L'entité souhaitant transférer le risque (le cédant) crée une structure ad hoc dite « véhicule de titrisation » (Special Purpose Vehicle, SPV), pour lui vendre les actifs dont elle veut se défaire.
- Le véhicule de titrisation émet des titres sur le marché pour financer cette acquisition. Les investisseurs reçoivent donc des titres en échange du cash qu'ils apportent.
- Le SPV achète le pool d'actifs du cédant et lui fournit en échange de la liquidité.
- Les flux des actifs du véhicule de titrisation (versements d'intérêts et remboursement de sa dette par le débiteur) permettent de rémunérer et de rembourser les titres émis par le SPV.

B. Intérêts pour les parties

Ce mécanisme met en lumière un intérêt pour le cédant. La titrisation permet en effet de transférer les risques de défaut de la banque aux investisseurs. Cette technique fait sortir les actifs risqués du bilan de la banque, en conséquence, cette dernière se défait de leur risque de crédit. Les risques sont toujours présents, mais dilués sur le marché, puisqu'ils sont partagés par les acquéreurs des titres de la SPV. Ainsi, plus il y a d'investisseurs, plus les risques de défaut sont noyés.

ROSE (1998) déclare que « la technique financière offre aux investisseurs la possibilité d'investir dans de nouveaux produits, de bénéficier de structures de paiement mieux adaptées à leurs besoins, et d'obtenir un meilleur rendement pour un niveau de notation donné ». Plus tard BRI et PRAET (2005) prolongeront en énonçant que « l'intérêt pour les investisseurs réside dans la diversification des investissements et l'émergence de nouveaux profils de risque rendement plus attractif »

Par ailleurs, du point de vue juridique, la banque, grâce à ce transfert se protège, contre toutes attaques potentielles provenant des investisseurs, dans la mesure où il existe bien une distinction juridique entre le SPV et le cédant. De ce fait, en cas de défaut de paiement, les investisseurs ne pourront pas se retourner contre l'originateur.

L'intérêt pour l'investisseur d'acheter ces titres est de trouver sur le marché des produits fabriqués sur mesure, ayant un couple rendement/risque spécifique. L'investisseur sera rémunéré en fonction des flux générés (Capital+ Intérêts) par les actifs titrisés.

C. Les acteurs de la titrisation

De nombreux acteurs interviennent dans le processus de titrisation, j'ai choisi de répartir ces acteurs entre deux chaînes. La chaîne primaire (que j'ai présenté dans la partie A) comprenant les acteurs dans lesquels les échanges de flux s'effectuent, et la chaîne secondaire faisant intervenir les acteurs « supports » du processus. (cf. schéma dans le slide 7)

La chaîne secondaire est donc composée :

- D'une société de gestion ou OT (organisme de titrisation) qui dispose d'un programme d'activité spécifique agréée par l'AMF, chargée de la gestion de l'organisme. Il représente le fonds vis-à-vis des tiers et défend les intérêts des porteurs de parts.
- D'un dépositaire qui se charge de la tenue de comptes et contrôle les décisions de la société de gestion. Avec l'agent payeur, il s'occupe également des paiements et remboursements des titres.
- D'une agence de notation dont le rôle est d'apprécier pour les investisseurs la qualité et le risque des actifs titrisés et donc des titres qui leur sont adossés. La note émise reflète le risque de faillite du SPV.
- D'un rehausseur de crédit qui en fonction de la notation des titres a pour objectif de la rendre plus adéquate, en fournissant des garanties aux investisseurs.
- D'un arrangeur (en général une banque), qui va mettre en place l'opération de titrisation en évaluant le pool de créances, la façon dont celui-ci sera alimenté, les caractéristiques des titres à émettre et la structuration éventuelle du fonds.

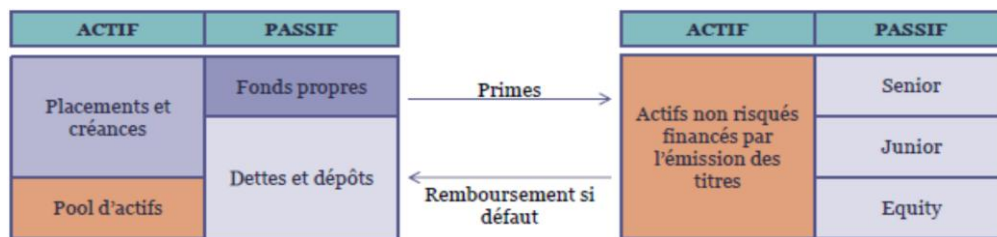
Et d'un panel de conseillers, pouvant aider l'arrangeur dans la structuration de l'opération de titrisation.

2. Les formes particulières

a. Principe de la titrisation synthétique

Un Credit Default Swap (CDS) est instrument de gré à gré, plus particulièrement un contrat d'échange qui protège contre le risque de défaut. Dans notre cas, il permettra à une banque de transférer son risque de crédit à une autre entité de façon synthétique i.e. sans céder la propriété de ses créances. Ici, le véhicule de titrisation (le SPV) n'a pas besoin de se refinancer auprès des investisseurs comme dans le cadre de la titrisation "classique". La banque gère le risque de son actif de manière relativement simple.

- Schéma de la titrisation synthétique



On peut voir dans le schéma ci-dessus que tout repose sur un principe de couverture via l'achat des dérivés de crédit (CDS, etc..) vendus par le SPV à la banque. En contrepartie du paiement d'une prime périodique (exprimée en pourcentage du montant du nominal), la banque se verra rembourser totalement ou partiellement le nominal de sa créance en cas de défaut de l'émetteur (fixé par le contrat du CDS) par le SPV.

b. Les titrisations successives ou « retitrisations »

Les Collateralized Debt Obligations (CDO) sont des produits financiers structurés issus des montages complexes qui seront titrisés par la suite. Ils sont appelés garanties parce que leurs actifs sous-jacents prêts hypothécaires, la dette des entreprises, des prêts automobiles ou de carte de crédit dette servent de garanties pour les investisseurs.

Les placements constituant le pool d'actifs du SPV peuvent eux-mêmes être des titres émis par un autre SPV. Ainsi, il est possible de créer des CDO de CDO (parfois appelés « CDO au carré » ou CDO-squared). Les CDO-squared s'éloignent des buts initiaux de la titrisation et nuisent à la transparence des marchés.

c. Les conduits ABCP

Un conduit Asset Back Commercial Paper (ABCP) est une structure de financement de créances à long terme par des titres à court terme (billets de trésorerie) selon un mécanisme analogue à la titrisation via les SIV (Special investment Vehicle). Le but d'un conduit ABCP est double, il améliore la liquidité du cédant (la banque) et opère une transformation de maturité permettant de bénéficier d'un spread (transformation d'actifs à moyen terme ou long terme en actifs à court terme).

Ces conduits n'ont pas de durée de vie déterminée, contrairement aux émissions de titrisation "classiques" : les actifs ont une durée supérieure aux passifs (ABCP), ce qui nécessite de procéder constamment aux nouvelles émissions d'ABCP pour rembourser les ABCP arrivant à échéance (rolling paper).

Mais attention, cette structure est génératrice de risque liquidité pour le conduit. Un élément essentiel de ces montages réside en un soutien permanent de liquidité apportée par les banques ou par des syndicats bancaires. On distingue les conduits à vendeur unique (le cédant crée le conduit pour ses

propres besoin) des conduits à vendeurs multiples (créés par une banque pour le compte de ses clients).

Le SIV est géré par une société de gestion (Sponsor) et doit constamment se fournir en ligne liquidité auprès des banques consœur, ce qui rend son activité sensible.

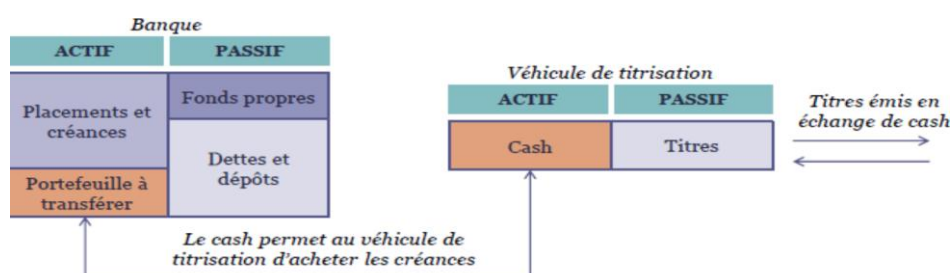
II) Le rôle de la titrisation dans l'intermédiation bancaire

1. La liquidité

A. Titrisation & Liquidité

Comme nous l'avons vu dans la première partie, une banque qui détient un portefeuille d'actifs illiquides cherchera à s'en débarrasser via son véhicule de titrisation (schéma d).

d. Titrisation phase initiale



Afin de pouvoir financer l'achat de ces titres, le SPV va émettre des titres auprès d'investisseurs sur les marchés financiers. Le cash obtenu par le SPV lui permettra de pouvoir acheter le portefeuille de créances de la banque. Il ne faut pas oublier dans ce raisonnement que ces opérations sont invisibles pour les débiteurs de la banque, pour qui cette dernière constitue toujours le créancier.

e. Titrisations phase finale



Une fois l'opération de transfert réalisée (schéma e), le SPV devient le nouveau détenteur des titres et la banque obtient du cash en compensation de la transaction. On voit clairement ici que la banque ne porte plus de risque de crédit associé à ces créances et a augmenté son niveau de liquidité. C'est en effet comme nous l'avons évoqué plus haut, le véhicule de titrisation qui percevra les intérêts des créances.

In fine, ce mécanisme conduira à augmenter le niveau de liquidité des banques de façon considérable et la quantité de prêts bancaires dans l'économie (fonction principale d'une banque traditionnelle).

B. Le Transfert des risques

Le véhicule de titrisation est une structure juridique distincte du cédant (la banque), son rôle se limite à transférer aux investisseurs les flux de trésorerie générés par ses actifs. Si le véhicule de titrisation n'honore pas ses engagements parce que ses actifs n'ont pas eu le rendement attendu (défaut de la créance), les investisseurs ne pourront pas s'en prendre à la banque. On a un transfert de risque du cédant (de la banque) aux investisseurs via le véhicule.

Depuis quelques décennies, le système financier est passé d'un modèle basé sur l'intermédiation à un modèle de marché (modèle dans lequel le marché assure la majorité des financements). Quand une banque « titrise », elle enlève ses actifs de son bilan, ne supporte plus le risque de crédit, et n'est plus soumise aux mêmes exigences de capital réglementaires (car elle augmente son ratio de fonds propres réglementaires) : c'est le modèle « originate to distribute » (qui s'oppose au modèle traditionnel à « originate to hold »). Ce modèle consiste à disséminer le risque de crédit hors de la sphère bancaire d'origine. Ce phénomène a joué un rôle majeur dans l'explosion du crédit que nous avons évoqué précédemment.

C. Les contraintes réglementaires

En effet les banques sont limitées dans l'octroi de crédits, car elles doivent respecter des contraintes réglementaires. Le comité de Bâle a été chargé par le G20 d'élaborer des normes prudentielles sur le niveau des fonds propres requis (plus particulièrement sur les produits risqués et les activités du hors bilan). La réforme Bâle III survenue après la crise financière a pour but de :

- Renforcer le niveau et la qualité des fonds propres (FP) réglementaires (« Core Tier One à 4,5% » et un volant de conservation de 2,5% : en excluant les obligations hybrides, seul le capital "pure" rentre dans le cadre du calcul de ces ratios). Les fonds propres réglementaires de base atteindront donc 7% fin 2018. Le comité de Bâle a également annoncé un volant contra cyclique constitué d'actions ordinaires. Ce volant peut varier de 0% à 2,5%, il s'activera dans les périodes d'expansion, d'euphorie financière et servira à supporter les difficultés dans les périodes de récession : son niveau sera déterminé en fonction de la conjoncture. Il viendra s'ajouter au volant de conservation.
- Mettre en place un ratio de levier (FP/ total actif) fixé à 3%, i.e. La taille de l'actif ne peut pas excéder plus de 33% le niveau de FP de base.
- Prise en compte du risque de liquidité à court terme et à long terme (Liquidity coverage ratio "LCR" et Net stable funding ration " NSFR").

En ce qui concerne plus spécifiquement la titrisation, les autorités fixent un taux de rétention de 5% des actifs titrisés par les banques originatrices pour la titrisation ayant lieu après le 1er janvier 2011.

Depuis 2013, la directive AIFM 2011/61/UE impose au FIA (organismes de titrisation) de respecter les deux conditions suivantes :

- La levée des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir dans l'intérêt de ces investisseurs.
- Une interdiction d'être un OPCVM comme l'explique la directive 2009/65/CE (directive UCITS VI ou OPCVM VI).

Les sociétés de gestion gérant les SPV dont les actifs sont supérieurs à 100 millions d'euros (avec effet de levier) ou des actifs supérieurs à 500 millions d'euros devront respecter les règles suivantes en plus de la directive AIFM :

- Une exigence en matière d'intérêt retenu par l'initiateur ou les sponsors de 5%
- Des exigences qualitatives relatives aux sponsors ou initiateurs (accès aux informations, suivi des risques, diversification des portefeuilles, existence d'une politique de gestion du risque de crédit fixant des limites)
- Une obligation l'expertise du crédit pour la société de gestion et de mise en place de stress tests réguliers sur leurs positions de crédit.

La titrisation fait sortir les prêts risqués « originés » par la banque (on assiste à une baisse de l'actif pondéré par le risque "RWA" et donc à une hausse du ratio règlementaire). Cette réduction des risques permet d'abaisser les contraintes règlementaires en termes de FP et de liquidité. Ainsi, on assiste à une expansion de l'activité de crédit et à une augmentation de la croissance économique.

D. Myopie au désastre (Guttentag & Herring 1986) et spirale d'illiquidité

La théorie de la myopie au désastre est défini comme "la tendance à sous-estimer les probabilités de chocs". Plusieurs heuristiques (mode de raisonnements simples) sur les comportements incertains des agents économiques servent à interpréter cette théorie. Les agents tendent à sous-estimer la probabilité de survenance d'évènements négatifs, l'excès de confiance dicte davantage les comportements.

L'hypothèse de la myopie au désastre dans notre cas se traduit par le fait que les banques manquent d'objectivité dans la sélection des emprunteurs et basent leur rentabilité future sur des évènements passés. En effet dans les périodes d'euphories, elles auront tendance à être moins sélectives, notamment en période de concurrence. Leur seul objectif ici est de dompter leurs rentabilités et leurs parts de marché, elles deviennent moins sensibles au risque de défaut (car elles sortiront ces actifs de leurs bilans). Dans cette théorie, tout s'explique par l'anticipation d'évènements futurs générateurs de nouveaux revenus. De ce fait, les banques deviennent de moins en moins rationnelles, elles basent leurs décisions sur des évènements antérieurs similaires. Il en résulte donc une situation de surendettement dans l'économie et une fragilisation des bilans des banques qui est amplifiée par la titrisation.

Comme nous l'avons vu précédemment, le bon fonctionnement du véhicule de titrisation "SIV" (cas des conduits ABCP) dépend à la fois des financements de marché et des financements bancaires. Nous avons donc une dépendance entre la liquidité de financement et la liquidité marché, ces deux liquidités s'autoalimentent. L'apparition d'un choc exogène sur les marchés (un changement ou une hausse inattendue de la préférence pour la liquidité de la part des investisseurs) conduirait à un tarissement de la liquidité de marché, ensuite de la liquidité de financement etc. etc... Ces mouvements créeront une spirale d'illiquidité, les banques seraient donc exposées à un risque de liquidité qui est un risque systémique. Ce risque systémique est d'autant plus important dans un environnement européen et américain à forte concentration bancaire. En France, en 2009, les trois plus grandes banques représentaient plus de 250% du PIB. Comme on peut le lire dans l'ONG Finance Watch, plus une banque a une taille importante et adopte un modèle de banque universelle, plus elle déformera sa structure d'activité en faveur des activités de marché (trading) au détriment de ses activités de prêt.

La titrisation renforce la liquidité tout en étant tributaire, en cela, elle peut être génératrice de risque systémique. Dans une moindre mesure, on peut se poser la question de savoir si elle représente une évolution dans l'intermédiation bancaire traditionnelle ? Activité qui consiste à collecter des dépôts qui serviront à financer les agents économiques.

2. Le contrôle

A. Une diminution de coût de contrôle – Modèle Diamond

Selon Diamond, la banque est la mieux placée pour contrôler le marché financier, car elle bénéficie non seulement d'économie d'échelle sur le coût de sélection des dossiers et de surveillance des comportements, mais elle possède également des avantages sur l'obtention de l'information des emprunteurs, grâce à leur observation sur la durée de l'emprunt. En outre, il n'y a pas de duplication de coûts. Ce modèle montre également que plus la taille de prêt est grande, plus le coût unitaire est faible.

Comme mentionné précédemment, le mécanisme de la titrisation donne le moyen aux banques de céder leurs actifs illiquides en échangeant du cash. Elles utilisent cette liquidité supplémentaire pour accorder plus de prêts, Cela augmente le nombre de créances qui pourront être titrisées et les échanger en contrepartie en cash comme l'illustre dans le schéma (cf. slide 15).

C'est donc un cycle, qui augmente infiniment le volume de créance et baisse donc le coût de contrôle selon le modèle de Diamond. En même temps, l'expansion de l'activité permet d'avoir plus de moyens permettant d'investir dans les outils et les systèmes de surveillance. De ce fait, nous pouvons dire que la titrisation renforce le rôle de contrôle des banques.

Cependant, à travers de la crise des subprimes, la réalité nous a montrés que ce n'était pas du tout le cas. Donc, nous allons étudier par la suite les raisons pour lesquelles le rôle de contrôle dans l'intermédiation bancaire n'a pas fonctionné et a même empiré avec l'expansion de la titrisation.

B. Le contrôle lié à la sélection de projet

Tout d'abord, la titrisation a découragé la banque de sélectionner des projets. En fait, lorsque la banque cède ses créances au SPV, elle doit déterminer la nature des actifs à transférer en fonction de ses besoins et en accord avec les investisseurs. Si une créance est déjà irrécouvrable avant la titrisation, elle ne peut pas être transférée au SPV. Il existe également des conditions à l'entrée telles que le taux d'intérêt minimum ou le montant des créances. Ainsi, la sélection des créances est effectuée au moment de leur titrisation. Cependant, la nature de la rémunération du personnel a empêché que cette sélection aille plus loin. En effet, les agents sont rémunérés par rapport au volume de vente des titres émis et non en fonction de leur qualité. Ainsi, les créances titrisées ont répondu aux conditions minimales de présélections comme indiqué précédemment, sans prendre compte d'autres facteurs essentiels. Les agents n'ont pas cherché à évaluer le risque de faillite et la qualité de projet, puisqu'il n'y aura pas d'impact sur leurs salaires en cas de défaut des créances. Ils n'ont donc pas d'intérêt à faire des efforts dans la sélection des créances. Quant à la banque, le fait qu'elle transfère le risque de crédit hors de son bilan (c'est-à-dire que la banque n'a plus besoin de supporter les pertes au cas de défaut de paiement), l'a découragé à sélectionner des bons projets. De plus, la sélection ex ante a un coût, par exemple : les charges du personnel, de logiciel pour évaluer les dossiers et mais aussi le temps de travail effectif. Qui voudrait supporter un coût supplémentaire pour arriver au même résultat ? De toute façon, la banque est complètement « remboursée » par le SPV même si le projet est un échec. En outre, afin d'élargir sa clientèle, elle a commencé à accepter des emprunteurs plus risqués. Selon l'étude de Keys, Mukherjee, Seru et Vigen en 2008, Le taux de défaut des créances aux Etats-Unis est de plus de 20 % sur l'ensemble des crédits octroyés.

C. Le contrôle lié aux comportements opportunistes

La titrisation limite la banque dans le cadre du contrôle des comportements opportunistes des emprunteurs. Lors de la sélection d'un projet, la banque supportera un coût de contrôle élevé pour surveiller les emprunteurs tout au long de la durée de vie de l'emprunt ; dans un système de titrisation cette dernière n'aura plus besoin de supporter ces coûts car elle ne subira plus le risque de défaillance des créances, elle n'a donc plus d'intérêt à payer de ces surveillances coûteuses. Par ailleurs, les agences de notations donnent des notes sur la qualité de l'actif et non sur la vraie situation financière des emprunteurs. Ce facteur est pourtant décisif pour mesurer le risque de défaillance. La banque et les acteurs de la chaîne de titrisation n'ont sans doute pas besoin de faire des efforts supplémentaires pour surveiller les comportements des emprunteurs. Tant que les notes des actifs sont bonnes, les titres peuvent être vendus facilement sur le marché ; c'est ce qui compte le plus pour les agents. Au final il n'y a pas d'incitation à contrôler la qualité des emprunteurs.

D. Le contrôle lié aux sanctions et à l'audit

Enfin, dans un système de titrisation, il n'y a aucune sanction et aucun système d'audit ne permettant de contrôler la banque. Comme le risque a été transféré, la banque ne sera pas victime du défaut de

paiement. Au contraire, c'est l'investisseur et le rehaussement de crédit qui subiront la majorité de ce risque. Si une créance n'a pas été remboursée, il n'y aura aucun incident dans le bilan de la banque, car la créance aura déjà été échangée en contrepartie de cash. Par ailleurs, avec la complexité des transactions et des produits, il est plus difficile d'identifier l'origine des titres, et cela devient donc quasiment impossible de sanctionner le cédant et le SPV en cas de défaut ; il en est de même pour l'audit. La crise a fait apparaître les défaillances de ce système, les problèmes se sont cumulés comme une boule de neige, une fois éclatée, il était trop tard pour intervenir.

En fin du compte, le transfert du risque hors bilan a réellement découragé les banques dans leur rôle de contrôle.

Après la crise en 2008, les banques ont durci leur sélection et ont limité le nombre de prêts octroyés. La qualité des projets et des emprunteurs a été plus rigoureusement contrôlée. Par ailleurs, le nombre de garanties demandées a augmenté. Les banques se sont dotées de systèmes de scoring afin de connaître le comportement des emprunteurs, ces systèmes sont depuis devenus des références importantes sur lesquelles sont basées les décisions d'octroi de prêts par la banque. Les agences de notation ont également changé leurs méthodes d'évaluation, qui reposent notamment sur la qualité de l'émetteur et sur sa structure. Le rôle de contrôle des banques a été renforcé grâce à ces nouvelles mesures, malgré que le fait que le processus titrisation ne l'incite pas.

3. L'information

A. La titrisation source d'asymétrie d'information

Depuis l'avènement des techniques financières comme la titrisation, les banques possèdent davantage de possibilité pour augmenter leur liquidité. Il leur suffit de vendre leurs créances pour récupérer du cash. En connaissance de cause, les banques se désengagent de leur activité de contrôle et augmentent donc l'asymétrie d'information existant entre les emprunteurs et les investisseurs comme l'expliquent Duffee et Zhou (2001).

Pour que la vente des créances puisse se faire, la banque est obligée de trouver un juste équilibre dans la quantité d'informations qu'elle transmettra aux autres acteurs. En effet, en donnant un maximum d'informations, la banque risque de ne pas pouvoir vendre ses créances « pourries », d'un autre côté en limitant les informations, les investisseurs risquent de ne pas vouloir acheter des actifs trop opaques. Nous sommes donc dans une situation d'aléa morale dans laquelle le cédant ne fournira qu'un minimum d'information.

B. Asymétrie d'information due à la structure du marché

Dans un système traditionnel, la banque est l'intermédiaire entre les emprunteurs et les investisseurs. Afin de répondre aux besoins de crédits, la banque doit attirer des investisseurs et a donc intérêt à effectuer un contrôle rigoureux sur la qualité de ses emprunteurs. Grâce à sa taille et à l'abondance des données dont elle dispose, la banque concentre les informations du marché.

Avec la titrisation, la banque sort de ce rôle de producteur d'information en le transmettant à d'autres acteurs (agences de notation, rehausseurs de crédit, etc...). C'est à l'opposé du système traditionnel, dans lequel il n'y avait que la banque comme intermédiaire, le marché de la titrisation est composé d'une multitude d'acteurs. Cela ne facilite pas la fluidité et la circulation des informations entre les intermédiaires. Par ailleurs, ces derniers ont tous une appréciation différente du risque ; in fine l'investisseur peut recevoir une information tronquée.

Ce système limite donc pour l'acquéreur des titres, la rapidité et la fiabilité des informations dont il disposera.

C. Asymétrie d'information liée aux actifs titrisés

Avec la sophistication des produits financiers, le marché des produits titrisés est devenu de moins en moins transparent. La complexité des montages (mélange des actifs) a rendu ces produits complètement opaques, créant ainsi une situation d'asymétrie d'information pour les investisseurs et les acteurs du marché.

Il est compliqué d'apprécier le risque de ces produits qui sont en innovation permanente et qui contiennent des actifs hétérogènes fabriqués sur mesure. Il est en effet plus facile de prévoir le défaut d'un emprunteur que celui d'un portefeuille de produits structurés.

C'est le cas notamment des CDO (Collateralized Debt Obligation), entre autres, qui sont apparues sur ce courant de sophistication, réunissant des sous-jacents variés et souvent eux-mêmes déjà titrisés une fois voire plus. Ils illustrent bien ce phénomène souvent appelé « mille-feuille » dans lequel la superposition des étapes de retitrisation rend quasi impossible, la possibilité de relier le sous-jacent de base à l'actif final.

D. Le cédant et le marché produisent des signaux

Malgré tous ces écarts, la banque qui souhaite vendre ses actifs, devra réduire les asymétries et assurer un minimum des investisseurs.

Pour cela, il courant qu'elle rachète elle-même une partie du capital de la SPV, la tranche « Equity » composé des actifs les plus risqués. Ce rachat envoie ainsi un signal positif aux marchés sur la qualité des actifs titrisés. De plus, cette action rassure les investisseurs dans la mesure où le cédant reste un minimum impliqué dans l'opération de titrisation. Leland et Pyle (1977), cité par MITCHELL (2004)

Le marché, par le biais de l'agence de notation, tente lui aussi de réduire les asymétries, en évaluant les actifs et en leur affilant une notation. Cette note servira aux investisseurs qui seront capables d'apprécier le niveau de risque des titres émis.

Le rehausseur de crédit joue un rôle essentiel pour les détenteurs des titres puisqu'il les assure contre un risque de défaut des emprunteurs et garantit la transparence de la qualité des prêts JAFFEUX (1997).

Plusieurs techniques de rehaussement existent (Excess spread, la surcollatéralisation, la subordination, le dépôt de garantie, la garantie de tiers ou encore les produits dérivés).

4. La concurrence

A. La concurrence comme incitateur

Comme nous l'avons vu précédemment, le fait que les banques optent pour le modèle "originate to distribute" rend le marché du crédit beaucoup moins efficient et conduit à une hausse du profit total des banques.

En fait, plus le nombre de banques augmente, plus la part de marché individuelle de ces banques se réduit, ce qui les limite dans leur activité d'intermédiation bancaire. Cela rend le marché moins efficient.

Ainsi, dans un premier temps, les banques devront, pour contourner cet obstacle, accepter de prêter davantage à des emprunteurs de mauvaise qualité puis, dans un second temps, titriser ces créances pour récupérer de la liquidité. Cette opération permet aux banques de faire croître leurs activités.

Ces deux conséquences ne résultent pas des asymétries d'information sur le marché secondaire mais de la concurrence que se font les banques sur le marché primaire du crédit.

B. La titrisation, un moyen d'atténuer l'intensité concurrentielle

Logiquement, une banque qui titrise choisira toujours de sortir de son bilan les actifs qui sont de moins bonne qualité. Dans cette mesure, elle disposera donc d'un avantage sur les autres agents qui rachèteront ces créances (Banques et autres investisseurs). Ce phénomène s'appelle " la malédiction du vainqueur".

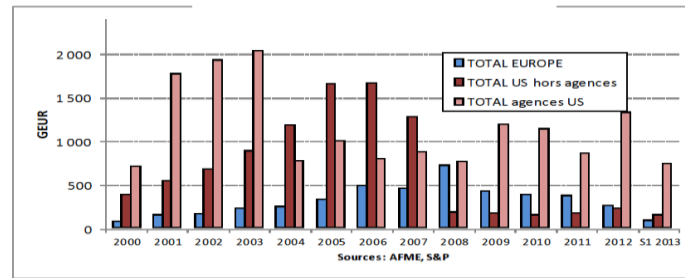
Lorsqu'une banque « titrise », elle aura tendance à baisser sa surveillance en matière de sélection de bons emprunteurs. Ce qui conduira à atténuer le phénomène de "malédiction du vainqueur" encouragera les banques concurrentes à racheter ces actifs issus de la titrisation. Ainsi, la banque « originatrice » verra sa part de marché initiale diminuer au détriment des banques qui rachèteront les actifs. La concurrence initiale sera moins agressive et aura un profit plus élevé.

Pour résumer, la titrisation permet une redistribution à peu près équitable des emprunteurs sur le marché. Elle peut être vue comme un moyen mis en place par les banques pour lutter contre la concurrence.

III) La titrisation de nos jours

Après le séisme de titrisation en 2008, il y a eu une forte baisse sur le volume des titres titrisés. Parallèlement à cela, on a pu constater des différences entre le marché américain et européen.

Émissions de titres adossés à des actifs



En regardant la graphique ci-dessus, on constate que le volume des émissions des titres adossés aux États-Unis a rebondi et est même plus élevé qu'avant la crise. Quant à l'Europe, on remarque que le volume a lui beaucoup baissé.

Comment expliquer cette différence entre le marché européen et américain, alors que la qualité des titres sur le marché européen est bien meilleure ?

Premièrement, les investisseurs n'ont pas assez confiance dans le marché des titres européen car l'Europe reste dans une période d'instabilités financières, due à l'enchaînement de différentes crises (Crise des subprimes, crise de la dette souveraine et crise grecque. D'autre part, au plus fort de la crise, certains pays qui étaient aux portes de la faillite ont titrisé leurs dettes publiques, réduisant encore plus leur crédibilité financière de ces pays ainsi que celle de certaines catégories d'actifs titrisés en Europe.

Le deuxième argument tient du fait que les rendements sont beaucoup plus élevés aux USA (courbe des taux positive aux Etats-Unis contre une courbe des taux négatifs en UE ainsi qu'un resserrement des spreads). Les banques américaines sont donc plus en mesure de proposer des rendements attractifs en fonction du risque de la créance, à l'inverse des banques européennes. Les investisseurs seront plus attirés par les créances américaines (couple rendement/risque acceptable). On aura donc une hausse du marché de la titrisation aux USA et au contraire un marché européen atone en UE jusqu'à fin 2013.

De plus, le marché européen est traditionnellement plus restreint dans le domaine de la titrisation. Cela s'explique par un excès de règlementations comparé au système américain, mais aussi à cause d'un plus faible taux de défaut des créances européennes (10% en moyenne contre 20% aux Etats-Unis), limitant le besoin des banques en matière de titrisation.

Enfin cette différence s'est accentué encore plus après que la Banque Centrale Européenne (BCE) ait injecté de grande quantité de liquidités dans le système bancaire, entraînant une baisse de la demande de titrisation des banques pour motif de liquidités. Cela se vérifie d'autant plus que la majorité des acteurs qui accorde des prêts en Europe sont des banques. Cette mesure de la BCE impacte donc dans son ensemble le système de crédit européen. Une telle mesure aurait moins d'effets aux Etats Unis du fait d'une plus diversité dans la structure de financement de l'économie.

Conclusion

Il est certain que la titrisation permet d'avoir une meilleure liquidité pour la banque en réduisant le risque de bilan. Néanmoins nous avons pu également constater que ce processus entraîne la défaillance de contrôle et crée le problème d'asymétrie d'information et est génératrice de risque systémique, ce qui a été l'origine de la crise de 2007.

Depuis, plusieurs mesures et réglementations ont été imposées afin de garantir un niveau minimum de contrôle et de transparence (rétention de titres, obligation de contrôle, nouvelles méthodes de notation etc....)

Aujourd'hui, nous pouvons dire dans une moindre mesure que la titrisation est une évolution de l'intermédiation bancaire. Elle a contribué à généraliser ce phénomène récent qu'est la vente de crédit ; cette pratique n'étant plus cantonné aux situations exceptionnelles (redressement de bilan, ou besoin urgent de liquidité).

Bibliographie

- LAROISIÈRE J. La crise financière actuelle. Pourquoi le système a-t-il déraillé ? Réflexions sur la titrisation, Revue d'économie financière, 2008, HS, p.11
- « Global Financial Stability Report », Chapitre 2, octobre 2009
- Rapport du CAE sur la crise des subprimes
- Analyse et synthèse – le marché de la titrisation en Europe : caractéristiques et perspectives, Banque de France no 31, juin 2014
- Note pédagogique MIC n°16, François LEROUX, la titrisation
- Université Paris X, Jung-Hyun AHN (2009) : Analyse de l'impact du credit scoring et de la titrisation sur les stratégies des banques

Sitographie

- <http://www.fimarkets.com/pages/titrisation.php>
- <https://www.banque-france.fr>
- <https://acpr.banque-france.fr/lacpr.html>
- http://www.memoireonline.com/06/09/2103/m_Titrisation-des-prts-et-creances-bancaires-dans-lespace-de-lUnion-Monetaire-Ouest-Africaine11.html
- <https://apprentissageeconomistes.wordpress.com/2012/10/06/faut-il-interdire-la-titrisation/>
- <http://droitetcroissance.fr/wp-content/uploads/2015/05/Titrisation-et-financement-des-ETI-et-PME.pdf>