



awalee

LES SECRETS DE LA TITRISATION



Accusée d'être un contributeur principal à la crise financière de 2008, la titrisation reste assez présente dans le marché financier. On constate, à part les structures classiques, des montages financiers innovants et de nouvelles initiatives qui cherchent à aligner la titrisation aux nouvelles réglementations et contraintes du marché.

LES NOUVELLES FORMES DE TITRISATION

Parmi les stratégies d'investissement les plus novices, la structure de fonds de titrisation SPAC (Special Purpose Acquisition Company) consiste à lever des fonds sans avoir une politique d'investissement définie ou des entreprises cibles identifiées. Cette stratégie adresse une classe niche d'investisseurs, notamment des sociétés de private equity ou des particuliers célèbres. Selon l'agence américaine de statistiques Statista, le marché des SPAC aurait atteint 247 montages en 2019, soit 80 milliards de dollars de fonds levés. Ce nombre aurait augmenté à 613 en 2021.

Par ailleurs, le groupe BPCE a bouclé en octobre 2021 sa première opération de titrisation destinée à l'investissement durable. Le fonds RMBS Green, co-arrangé par BPCE et Natixis, a réussi à lever 2 milliards d'euros contre une proposition de 1,5 milliards d'obligations senior, orientés vers le financement de logements verts.

De surcroît, la banque en ligne Boursorama a annoncé en novembre 2022 sa première opération de titrisation de 2,7 mds d'euros dans le fonds commun de titrisation (FCT) Boursorama Master Home Loans France. Cette opération sera adossée contre 10 mds d'euros de prêts résidentiels.

Nous pouvons en conclure que la titrisation est loin de disparaître puisqu'elle arrive à s'adapter aux évolutions diverses du marché et aux préférences des investisseurs réorientées vers l'investissement durable.

EN QUOI CONSISTE LA TITRISATION ?

La titrisation est un montage financier qui permet aux détenteurs de crédit de se financer directement auprès des investisseurs et à de meilleures conditions que celles d'un financement classique auprès des banques. Ces sociétés créditrices cèdent leurs actifs, considérés illiquides, à un fonds commun de titrisation (FCT) et augmentent ainsi leur trésorerie. Le FCT, de son côté, finance l'achat de ces actifs à travers l'émission de titres dans le marché. Ces titres sont adossés au panier d'actifs et tirent leur revenu des flux générés par ces actifs dits « sous-jacents ». Ils sont souvent tranchés en parts avec des niveaux différents de séniorité et de rentabilité. Les parts les plus juniores (juniores, subordonnées ou mezzanines) sont ainsi rémunérées en dernier par rapport aux parts séniors, mais sont récompensées pour ce risque par des taux d'intérêt plus élevés.

QUELS ACTIFS PEUVENT ÊTRE TITRISÉS ?

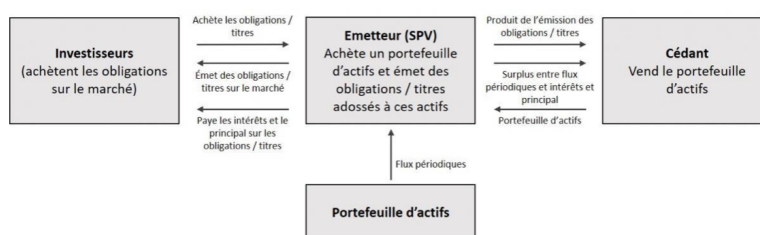
Les actifs titrisés peuvent être des créances institutionnelles, comme des prêts bancaires ou des encours de carte de crédit, et peuvent être des créances commerciales (trade receivables) cédées par des entreprises non financières. Certaines cessions permettent le transfert de risque aux investisseurs sans transfert de propriété. C'est le cas de la titrisation d'actifs opérationnels (operating assets) ou des actifs non tangibles, qui consiste à titriser les revenus futurs générés par des actifs d'une entreprise, sans que celle-ci ne perde le contrôle de ses actifs. Les revenus de parcs de véhicule ou d'activités publicitaires en sont des exemples dominants.

QUI PARTICIPE À LA TITRISATION ?

Ce montage financier inclue principalement :

- Les institutions cédantes qui cherchent à se financer ou refinancer leur dette auprès du marché
- Les investisseurs cherchant à diversifier leur portefeuille
- Le fonds de titrisation
- La banque arrangeuse qui est chargée de la mise en place de l'opération, de l'évaluation du pool de créances et de la structuration éventuelle du fonds.
- La société de gestion prend en charge la gestion du fonds.

D'autres acteurs peuvent intervenir pour améliorer les conditions de l'investissement. On y constate essentiellement les sociétés de rehaussement de crédit (monolines) spécialisées dans la garantie des structures de titrisation, les agences de notations, le dépositaire et le régulateur.



COMMENT LES INVESTISSEURS SONT PROTÉGÉS ?

Lors de la structuration de l'opération, l'arrangeur met en place des mesures pour réduire le risque de contrepartie provenant des créances et attirer les investisseurs. De ces techniques, on constate notamment :

- Le surdimensionnement, qui consiste à construire un portefeuille dont la valorisation est supérieure au nominal total des émissions. Cette condition offre aux investisseurs une marge de protection contre la perte de valeur des actifs.
- L'excess spread, qui fait en sorte que la moyenne des taux d'intérêts perçus sur les créances du portefeuille soit supérieure à celle promise sur les parts du passif.
- D'autres techniques de rehaussement de crédit peuvent être employées. En sus des sociétés de garantie (monolines), les cédants peuvent placer dans le FCT des dépôts de garantie, et le fonds peut faire recours à des produits dérivés pour couvrir le risque de marché (swaps de taux) et le risque de contrepartie (CDS).
- Enfin, le tranchage des parts peut être considéré comme une mesure de rehaussement de crédit. La séniorité de parts améliore le risque de défaut et de prépaiement pour les parts séniores au dépend des parts juniors.

QU'EST-CE QUE LA TITRISATION OFFRE ?

Pour le cédant

- Le montage permet aux banques cédantes d'alléger leur bilan des créances et donc d'améliorer leur positionnement en termes d'obligations de capital et de liquidité en conformité avec Bâle II et III.
- Il peut être un moyen de refinancement avantageux à la suite d'une baisse des taux, puisque une revalorisation d'actifs peut mener à une meilleure levée de fonds.
- Le refinancement n'est pas soumis aux mêmes conditions qu'un emprunt bancaire puisqu'il se fait auprès d'investisseurs institutionnels.

Pour les investisseurs

- Les investisseurs ne supportent pas le risque de contrepartie du cédant. Le risque d'investissement se limite aux actifs détenus par le FCT.
- Ils bénéficient de la diversification du portefeuille sur une large gamme de créances, diminuant ainsi leur exposition aux risques de prépaiement et de défaut des débiteurs de créances.
- C'est en plus un moyen indirect de devenir créanciers.

FAUSSES IDÉES ET ABUS DE LA TITRISATION

Malgré les diverses mesures mises en place pour protéger l'investisseur, la crise financière de 2008 a montré qu'on n'est toujours pas à l'abri du risque systémique.

- Le risque de taux reste assez important car une augmentation de taux peut aboutir à une baisse de valorisation de l'investissement.
- De plus, d'aucuns pensent que le risque global de contrepartie du portefeuille est éliminé grâce à sa diversification et au tranchage des parts de souscription. Cette conception est en fait trompeuse. Le risque reste supporté par les investisseurs mais il est redistribué en fonction de la séniorité de leurs parts. Une perte d'un milliard d'euros du portefeuille ne changera pas, mais elle sera plus ressentie par les détenteurs des parts juniores que par ceux des parts séniors.
- La titrisation est ensuite caractérisée par une asymétrie d'information. Les investisseurs ne bénéficient pas toujours de la même transparence d'information sur les créances que les cédants. Ces derniers peuvent en profiter pour se débarrasser des créances les plus risquées. La crise des sub-primes a dénoncé l'abus de la titrisation pour reconditionner de mauvaises créances dans des fonds de titrisation, et sous-estimer le risque qu'elles portaient.

A QUOI S'ATTEND-ON DE LA TITRISATION ?

Pour conclure, la titrisation offre des atouts assez attractifs pour les différents acteurs du marché, mais elle porte des risques d'information et de transparence. Les modèles de titrisation sont attendus à croître davantage. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle l'AMF a renforcé en 2022 ses critères d'éligibilité à travers un label de qualité STS (titrisation Simple, Transparente et Standardisée). De plus, l'Agefi a informé le 14 mars 2023 que les autorités européennes et la BCE souhaitent introduire de nouvelles normes de publication pour les produits structurés liées au changement climatique. Si la titrisation réussit à s'aligner aux réglementations environnementales, elle est loin de disparaître.



Chadi EL AMATOURY
Consultant Awalee

Diplômé de l'EDHEC, Chadi est intervenu au sein de grands clients en Asset Management. Il a ainsi pu acquérir des connaissances poussées en titrisation, en produits dérivés, et en analyse de risque. Après plusieurs années d'expériences, Chadi a également obtenu le CFA, qui certifie l'excellence de ses détenteurs en finance.