



NEXIASEARCH

Étude de l'écosystème européen de la titrisation et des enjeux règlementaires

Alexandre AGRIOPOULOS

THINK SMART  ACT DIFFERENT

TABLE DES MATIÈRES

- Présentation de la titrisation et état des lieux depuis la crise 3

- Les raisons d'une telle différence de trajectoires 8

- Comment relancer la titrisation en Europe ? 16

- Références 19

- Notes 20

Présentation de la titrisation et état des lieux depuis la crise

Définition et contexte de la titrisation avant 2007

Le concept de titrisation prend forme aux Etats-Unis avec la création de l'agence gouvernementale Ginnie Mae en 1968 dans le but de proposer des logements à bas prix et de faciliter le financement des prêts hypothécaires garantis par l'Etat grâce à l'émission de titres adossés à ces prêts (RMBS). Cette mécanique gagne en notoriété lorsqu'en 1977 la banque d'investissement Salomon Brothers réussit la première émission privée de RMBS non-couverts par l'Etat. Les acteurs économiques y ayant trouvé de nombreux avantages, la titrisation s'est alors fortement développée les trente années suivantes à travers l'émission de titres adossés à des actifs variés (ABS). En effet, la société cédant ses créances (le "cédant") y voit une flexibilité de financement sans dette bancaire additionnelle, un accès à des maturités optimisées, une déconsolidation de sa dette et un transfert de risque. L'investisseur y voit une diversification de son portefeuille et un large choix de produits en termes de duration et de profil de risque. La banque intermédiaire la titrisation à travers un fond commun de titrisation (FCT) y voit un outil initiateur de relations commerciales avec le cédant ainsi qu'une nouvelle source de revenus.

Communément, le principe de la titrisation est de subordonner le risque de crédit pour créer une hiérarchie de la dette similaire au bilan d'une entreprise : en cas de défaillance des clients du cédant (les "débiteurs"), le créancier le plus sécurisé sera le premier dans la file d'attente pour récupérer les intérêts et le principal de la dette restante tandis que l'actionnaire aura les revenus résiduels après l'administration fiscale, les salariés et les fournisseurs. Cette subordination de la dette propre à la titrisation s'inspire ainsi de la hiérarchie retrouvée au passif de chaque grande entreprise.

Par ailleurs, la titrisation permet à un cédant dont la santé financière est affaiblie de se financer à des taux attractifs puisque le risque portera principalement sur les clients du cédant qui pourront être plus solvables. En effet, contrairement à un prêt octroyé ou à une obligation dont le taux est fonction du risque de crédit de l'entreprise créditrice ou émettrice, la rémunération associée à un papier commercial titrisé (ABCP) est fonction de la subordination du risque de défaut des clients de l'entreprise.

Les impacts de la crise des subprimes : des réactions antagonistes

Ce nouveau mécanisme s'étant développé de manière florissante à la fin du XXème siècle a par la suite souffert de son manque d'encadrement. Sa fragilité réglementaire de l'époque contribua à la grande crise financière de 2007-2008 (GFC). La crise des subprimes a été causée par des facteurs concomitants, dont plusieurs en lien direct avec la titrisation. Les principaux furent l'octroi permissif de prêts hypothécaires, la titrisation opaque de ces mêmes prêts (MBS), la surévaluation de ce type de dette par les agences de notation et l'effondrement des prix de l'immobilier américain dû à l'augmentation des taux directeurs de la FED. Les créanciers avaient négligé la corrélation des risques géographiques de l'immobilier national qu'ils pensaient diversifiés. La titrisation ayant été accusée d'avoir masqué et amplifié les risques à l'origine de cette crise, les institutions réglementaires internationales ont été contraintes de réviser son encadrement.

En réaction aux subprimes, les accords de Bâle III ont été publiés en 2010 pour éviter qu'une telle crise ne se reproduise. La pénalisation de la titrisation par le comité bâlois en termes de besoin en capital montre que les régulateurs ont pris une partie pour le tout en considérant que la titrisation était un secteur à risques alors que c'était le cas d'un sous-secteur bien spécifique (i.e. les MBS) et seulement aux Etats-Unis. Plus précisément, au moment de la GFC, les taux de recouvrement sur les prêts hypothécaires américains furent bien inférieurs à ceux des européens du fait du collatéral mis en place : single recourse aux États-Unis contre full recourse en Europe. Si un emprunteur fait défaut et que le montant restant à rembourser est supérieur à la valeur du bien, le prêt single recourse permet au créancier de saisir uniquement le bien tandis que le prêt full recourse lui permet de poursuivre le débiteur à hauteur du montant restant sur presque la totalité de ce qu'il possède. Quant aux taux de défaut au sortir de la crise, la titrisation européenne a même été résiliente : le taux de défaut des sous-jacents titrisés en Europe entre 2007 et 2012 a été de 1,1% contre 14,8% aux Etats-Unis sur la même période [EUS].

Après la crise, l'écosystème américain s'est pourtant rapidement réconcilié avec les produits titrisés tout en prenant plus de précautions face aux risques pris. En effet, les volumes titrisés ont triplé outre-Atlantique en l'espace de 15 ans ce qui fait du marché américain le plus grand marché de titrisation au monde. La titrisation européenne a quant à elle souffert de cette stigmatisation.

Le mécanisme européen de stabilité (ESM) quantifie en 2021 le recul du volume de la titrisation européenne, soulignant la diminution quasi-continue des volumes européens comparativement aux volumes américains (Figure 1). Les volumes européens de dettes titrisées pesaient 80% des volumes américains en 2008 et ne pesaient que 10% de ces derniers en 2020.

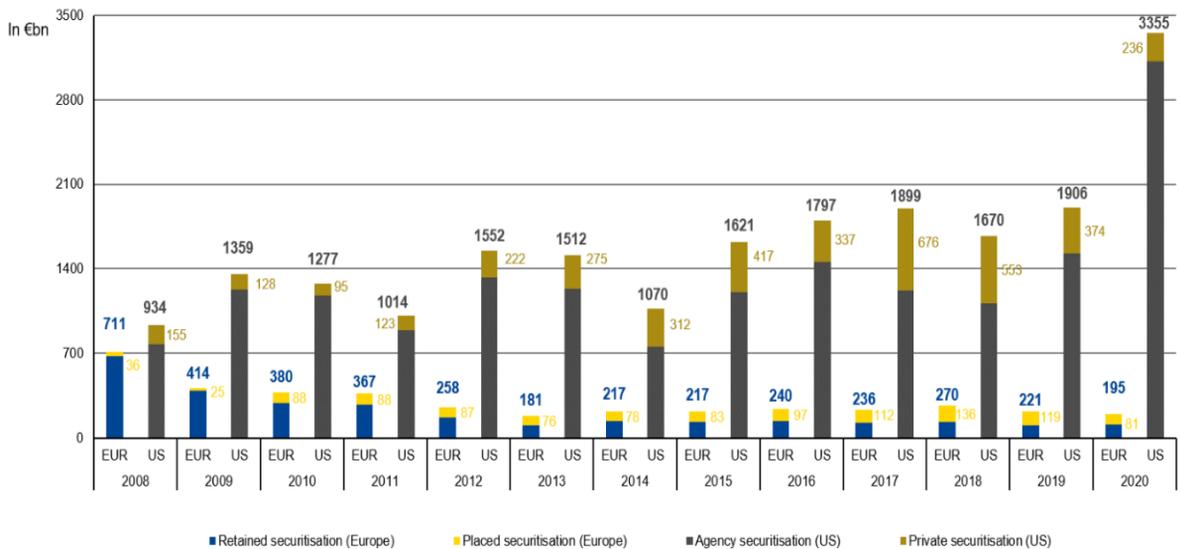


Figure 1 : Volumes titrisés américains et européens [ESM]

Les écosystèmes de titrisation européen et américain en chiffres

Chaque année, l'association américaine de l'industrie des valeurs mobilières et des marchés financiers (SIFMA) publie un livret informatif sur le marché mondial des capitaux. Dans cette section nous utiliserons le jeu de données qu'elle met à disposition afin de comparer les écosystèmes de titrisation européen et américain. Pour avoir une approche plus générale, il est intéressant de s'intéresser en premier lieu au marché du Fixed Income qui englobe celui de la titrisation.

En effet les produits titrisés partagent les caractéristiques des produits Fixed Income : un investisseur qui achète un papier commercial ou bien une Credit-Linked Note (cf. Partie 3 – titrisation synthétique) sera rémunéré par des coupons réguliers, récupèrera son capital à maturité (fixée au départ) et bénéficiera d'un produit liquide. D'après les chiffres de la SIFMA, la Figure 3 montre qu'entre 2013 et 2022, l'encours global du Fixed Income est passé de 88 milliards de dollars à 130 milliards (+48%). On note principalement le fort essor du marché chinois dont la part de marché a triplé au détriment du marché européen. Les Etats-Unis conservent leur premier rang mondial avec 40% des parts.

D'après la Figure 4, complétée grâce aux données publiées par l'AFME, l'homologue européen de la SIFMA, on remarque qu'au sein du Fixed Income européen, les émissions obligataires souveraines et privées sont majoritaires et laissent peu de place aux produits de titrisations ABS et RMBS (7%).

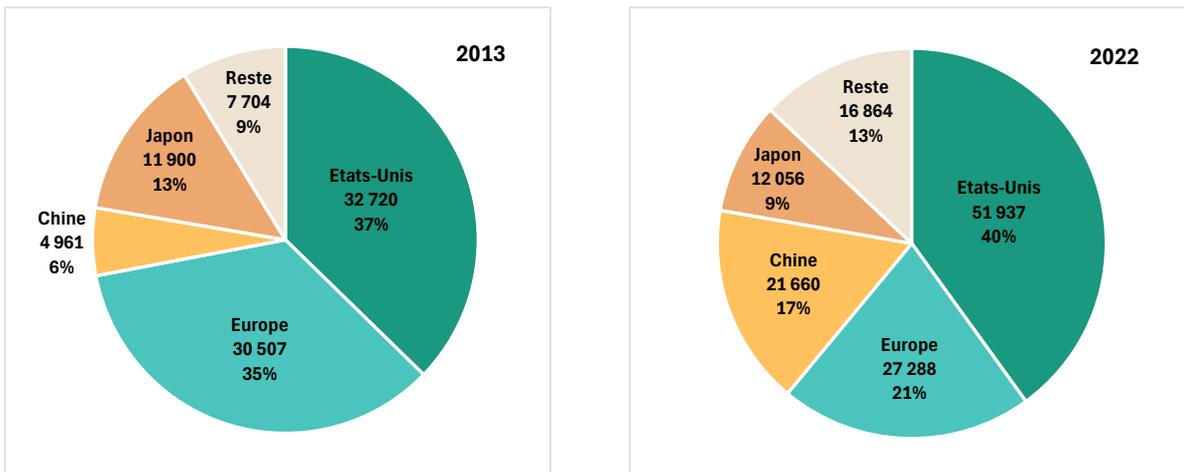


Figure 3 : Evolution des encours mondiaux du Fixed Income entre 2013 et 2022 en milliards de dollars [SIFMA]

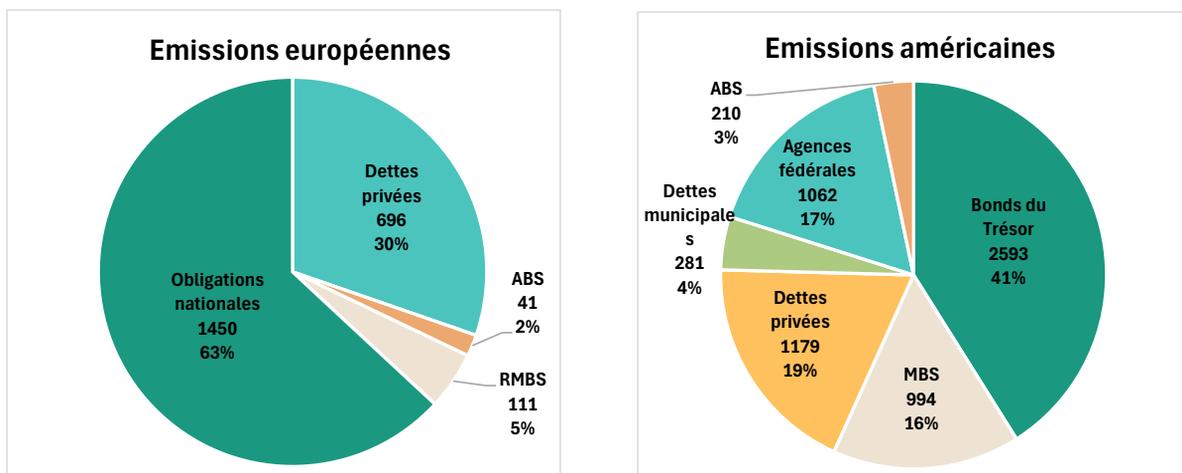


Figure 4 : Emissions de Fixed Income américaines et européennes sur les trois premiers trimestres de 2023 en milliards de \$ ([SIFMA-B], [AFME-H] & [PwC])

Aux Etats-Unis, même si l'Etat est le principal émetteur de dette (41%), les émissions collatéralisées en immobilier (33%) sont plus importantes que les émissions obligataires privées (19%) et ce grâce aux rôles des Government Sponsored Entreprises (GSE : Fannie Mae, Ginnie Mae et Freddy Mac) et des MBS dans le processus de financement de l'immobilier qui diffère du processus européen (cf. Partie 2 sur les Covered Bond).

À titre informatif, la population américaine s'élève à 340 millions d'habitants en 2023 contre 567 millions en Europe (en excluant la Russie et la Turquie) et le PIB par habitant est de \$80k pour les Etats-Unis contre \$57k pour l'Europe. Pour mieux comprendre la figure suivante, on distingue les titres adossés à des créances immobilières, dits MBS, qui peuvent être résidentielles (RMBS) ou commerciales (CMBS) des titres adossés à tout autre type de créances (carte de crédit, crédit à la consommation, baux automobiles, etc.), dits ABS. De fait, les graphiques des figures 5 et 6 ne quantifient que les titrisations publiques car par définition elles sont négociées sur le marché secondaire.

Il est difficile de quantifier les titrisations privées qui sont conclues au gré à gré. D'après la Figure 5, en 2021¹ le total des encours américains s'élevait à 10,8 trillions de dollars dont 75% en MBS. En 2023, les encours européens (UE et Royaume-Uni) s'élevaient à 1,1 trillion d'euros dont 50% en MBS. Les titrisations européennes sont davantage diversifiées du fait de la variété des ABS (PME, crédit à la consommation, etc.) et de la place des CDO et CLO (19%). Dans les titrisations émises sur les trois premiers trimestres de 2023 (Figure 6), le sous-jacents majoritaire est sans surprise l'immobilier résidentiel tant en Europe qu'aux Etats-Unis.

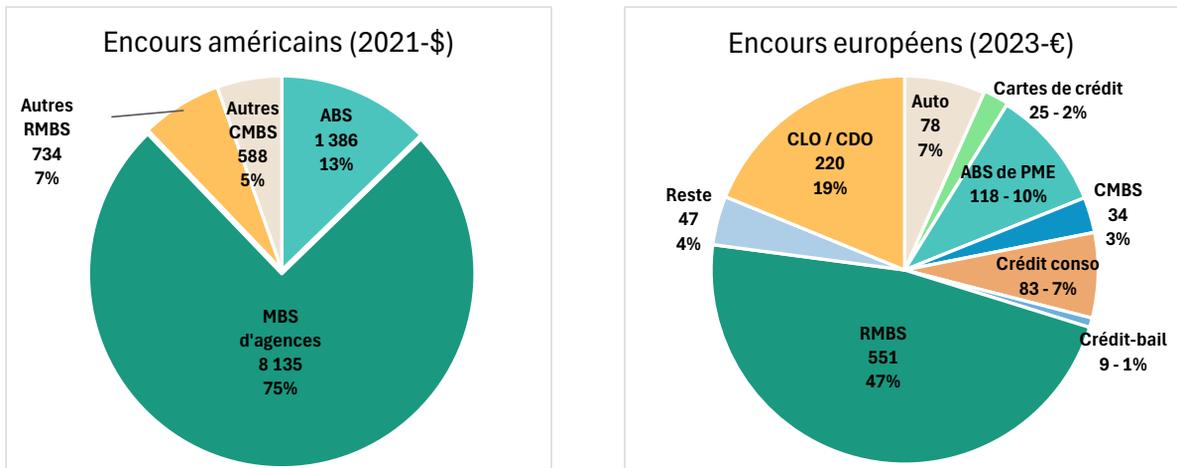


Figure 5 : Titrisation aux Etats-Unis et en Europe : répartition des encours en milliards [AFME-SEC]

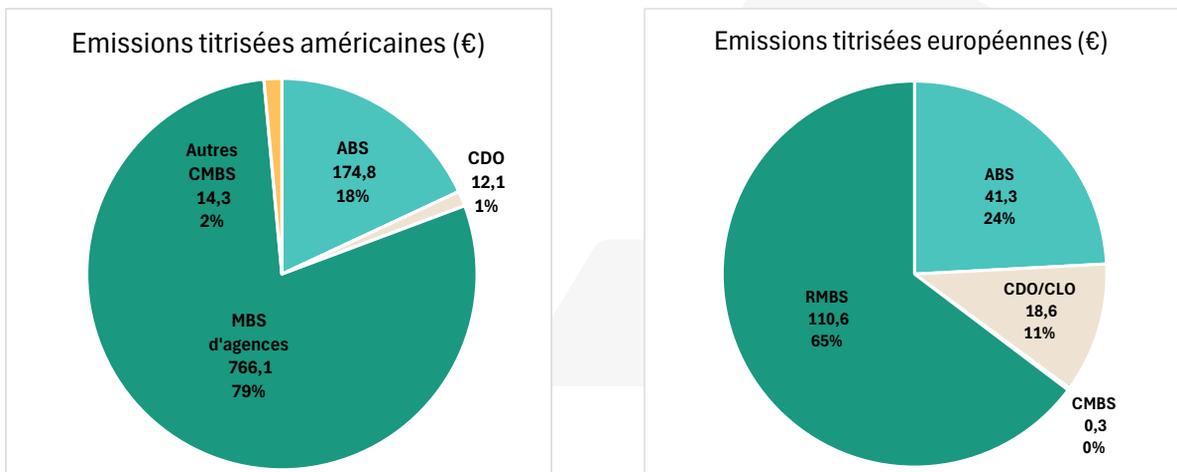


Figure 6 : Emissions titrisées aux Etats-Unis et en Europe sur les trois premiers trimestres de 2023 en milliards d'euros [AFME-SEC]

L'écart entre les encours européen et américain des titrisations publiques s'est considérablement creusé ces dernières années : le rapport d'encours entre ces deux marchés est passé de 3 en 2014 à 4 en 2020 [JC66]. A titre de comparaison, en 2022 les titrisations émises en Europe comptaient pour 0,3% du PIB alors qu'elles comptaient pour 1,4% aux Etats-Unis. Même en Chine, où la première titrisation a vu le jour en 2012, ce secteur contribue désormais pour 1,8% du PIB.

Les raisons d'une telle différence de trajectoires

Pourquoi les produits titrisés sont-ils autant utilisés dans l'économie américaine ?

Le recours à la titrisation aux Etats-Unis est directement lié au rôle que jouent les Agences nationales. Ces Government Sponsored Entreprises (GSE) comme Freddie Mac, Fannie Mae et Ginnie Mae facilitent l'accès au logement des citoyens américains et transfèrent aux investisseurs le risque initialement porté par les banques prêteuses grâce à une structure de titrisation. Les prêts immobiliers vérifiant certains critères établis à l'avance au niveau de l'origination (i.e. les Qualified Mortgage du Dodd-Frank Act [DFA]) sont regroupés en enveloppe puis vendus à ces agences. Elles se refinancent ensuite en émettant des titres (pass-through securities) tout en garantissant chacun des prêts contenus dans l'enveloppe. La garantie dont bénéficient ces actifs les rend attractifs sur le marché du Fixed Income. En effet, le risque de crédit reposant désormais sur ces agences est facilement quantifiable par rapport à une titrisation classique ce qui attire les investisseurs institutionnels non spécialisés. De ce fait, en 2021, les MBS d'agences étaient plus de 6 fois supérieurs aux MBS titrisés par d'autres entités (Figure 5).

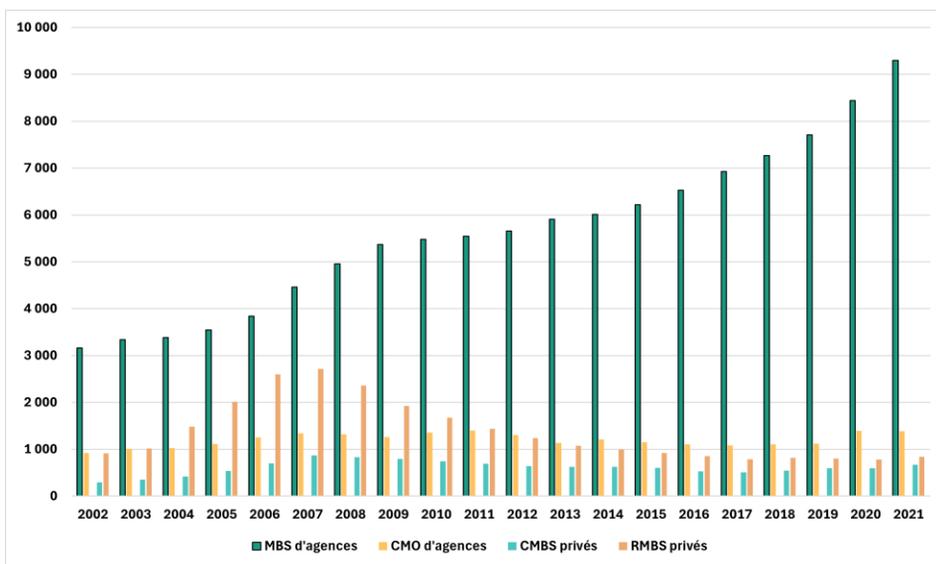


Figure 7 : Encours immobiliers titrisés par les Agences fédérales américaines en milliards de \$ [SIFMA-MBS]

Afin de sécuriser le marché de l'immobilier et son financement en cause dans la crise des subprimes, la législation américaine a mis en place dès 2010 un processus de standardisation incluant une divulgation aux législateurs des données relatives aux prêts immobiliers [DFA]. Ce processus a contribué au renforcement de la confiance accordée par les investisseurs institutionnels et à la croissance de la titrisation immobilière américaine. Comme indiqué dans la Figure 7, les encours de MBS d'agences ont crû de 5000 milliards en 2008 à 9300 milliards en 2021 tandis que les autres produits de titrisation immobiliers (CMO d'agences et MBS privés) ont stagné. Dans un écosystème performant, les régulateurs nationaux (FDIC, OCC & FED) n'ont pas forcé l'implémentation des normes bâloises contrairement aux états européens et ont pu éviter un certain freinage réglementaire sur cette lancée. Les agences américaines ont tout de même proposé une transposition du standard bâlois de 2014 en juillet 2023, mais de façon partielle : rejets du cadre STC et de l'approche "modèle interne" pour le calcul des pondérations en capital [FDIC].

L'encadrement réglementaire européen

Bien que plutôt résilientes lors de la crise des subprimes, la titrisation a été vouée aux gémonies sur le vieux continent et reprend parcimonieusement des couleurs depuis lors. Aujourd'hui, les migrations de rating de la titrisation européenne font meilleure figure que les dettes privées et souveraines. Malgré cette stabilité au cours de la crise, les banques européennes ont dû implémenter contrairement à leurs homologues américains les standards bâlois ainsi que leurs révisions successives : standards BCBS de 2014, complété en 2016 [STC] puis en 2018 [STS]. La réglementation a été spécifiquement renouvelée en 2017 pour transposer au mieux les recommandations bâloises en droit européen [SECR] et a créé le cadre pour les transactions simples, transparentes et standardisées (STS) bénéficiant alors d'exigences en fonds propres allégées [CRR]. Par définition, les standards de Bâle ne sont pas directement contraignants juridiquement, cependant les pays membres du Comité de Bâle ont un engagement moral de les adapter à leur réglementation dans la mesure du possible [ACPR].

C'est sur cet engagement qu'il y a une divergence entre l'UE et les Etats-Unis. D'un côté, tous les pays membres de l'UE ont l'obligation de respecter les nouvelles directives prises par Bruxelles et doivent faire preuve de transparence quant à la diffusion de l'information auprès de l'ESMA et de la BCE pour les opérations SRT (Significant Risk Transfer), tandis que de l'autre les Etats-Unis sans pression particulière implémentent progressivement ces standards car leur écosystème est déjà performant.

Qui plus est, des travaux ont été menés par le Comité Joint réunissant les 3 agences européennes en charge de la surveillance du secteur financier : EBA, EIOPA et ESMA. Ces travaux ont abouti à un rapport [JC65] fin 2022 sur le fonctionnement de la titrisation en Europe. Certaines juridictions, notamment américaines, n'ayant pas encore adapté les accords de Bâle, les Européens sont à même de remonter les faiblesses du cadre liées à l'output floor (5). Ces agences y ont identifié plusieurs anomalies posant des obstacles pour les banques (cf. page 11). L'autorité prudentielle de régulation anglaise (PRA) a quant à elle publié fin 2023 [DP] une analyse des exigences en capital des opérations de titrisation et de la classification des modèles internes et externes. La PRA pointe les limites du cadre STS sur les techniques de réduction du risque de crédit des titrisations synthétiques SRT et recommande une révision des standards BCBS sur les exigences en capital du Pilier 1.

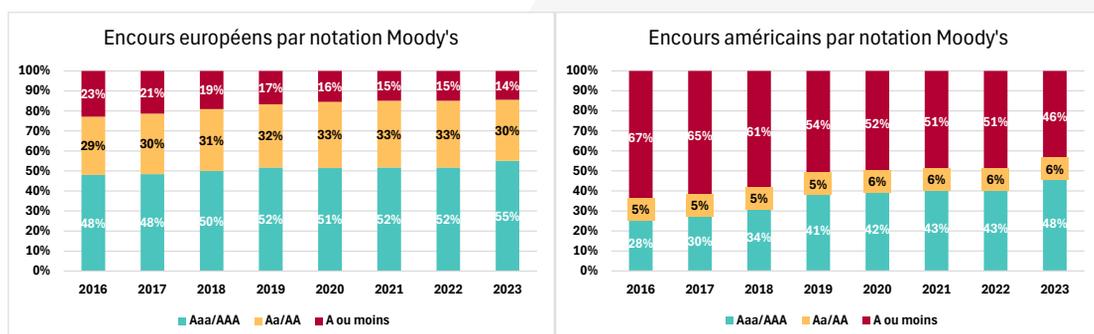


Figure 8a : Evolution de la répartition des encours titrisés par notation Moody's [AFME-SEC]

À travers ces standards, les régulateurs imposent aux émetteurs de dette titrisée des due diligence se traduisant par l'obligation de diffuser des informations à l'ESMA et la BCE, procédure qui n'est pas présente outre Atlantique. La Figure 8a montre que les Américains investissent bien plus dans des produits titrisés ayant une notation inférieure à AA (plus de 46% depuis 2016) que les Européens (environ 15%). Cette tendance provient d'une meilleure confiance dans la qualité des produits titrisés aux Etats-Unis mais aussi d'une réglementation européenne stricte qui ne rend pas attractives pour les investisseurs les titrisations de notation moindre étant donné le poids du capital associé.

L'ancien commissaire européen à la Stabilité financière, aux Services financiers et à l'Union du marché des capitaux Jonathan Hill en témoigne : *"L'Europe doit avoir une discussion au sujet du risque. La crise (des subprimes) était il y a 15 ans mais il semblerait qu'elle dicte encore nos pensées. Pour moi, le plus grand danger auquel nous faisons face est le manque de croissance, mais nous conservons une approche réglementaire qui rend cette croissance difficile. Nous devons être honnêtes devant ces compromis et nous demander si nous avons trouvé le juste équilibre, particulièrement lorsque nos compétiteurs internationaux ont choisi un compromis plus propice à la croissance".*

En 2021, le Comité Joint a mené une enquête ciblée sur les différentes parties prenantes du marché de la titrisation pour avoir leurs retours concernant les effets de la réglementation, le fonctionnement de la titrisation privée et la nécessité d'un régime d'équivalence pour les titrisations STS. La Figure 8b illustre les principaux résultats de cette enquête. Ces derniers confirment que le nouveau cadre juridique assure un niveau élevé de protection des investisseurs grâce à la rétention du risque et la divulgation des informations. Cependant, les acteurs pensent que ce cadre n'a pas facilité l'accès au crédit pour les PME, n'a pas attiré d'autres investisseurs dans les produits titrisés et n'a pas non plus sollicité de nouvelles émissions.

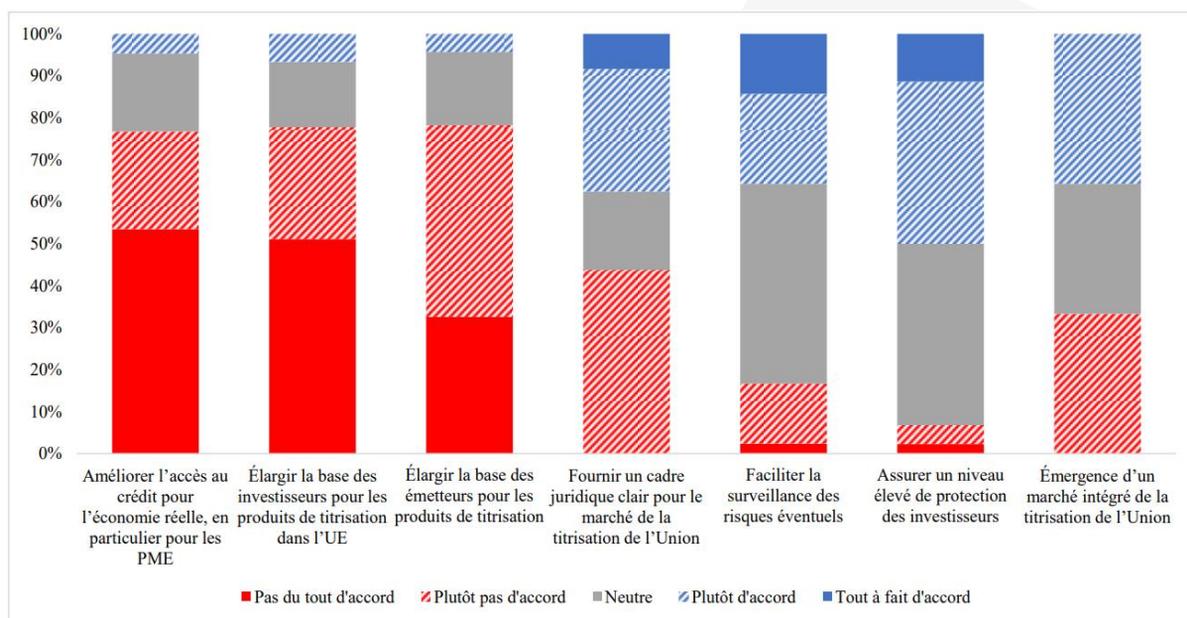


Figure 8b : Le règlement sur les titrisations a-t-il permis d'atteindre les objectifs suivants ? [COM]

La même enquête s’est intéressée spécifiquement au régime de diligence (Figure 8c) et il en résulte que les acteurs de l’écosystème le trouvent disproportionné car ils estiment que certaines des divulgations requises ne sont pas indispensables et que le régime pourrait être optimiser tout en conservant un même niveau de protection des investisseurs.

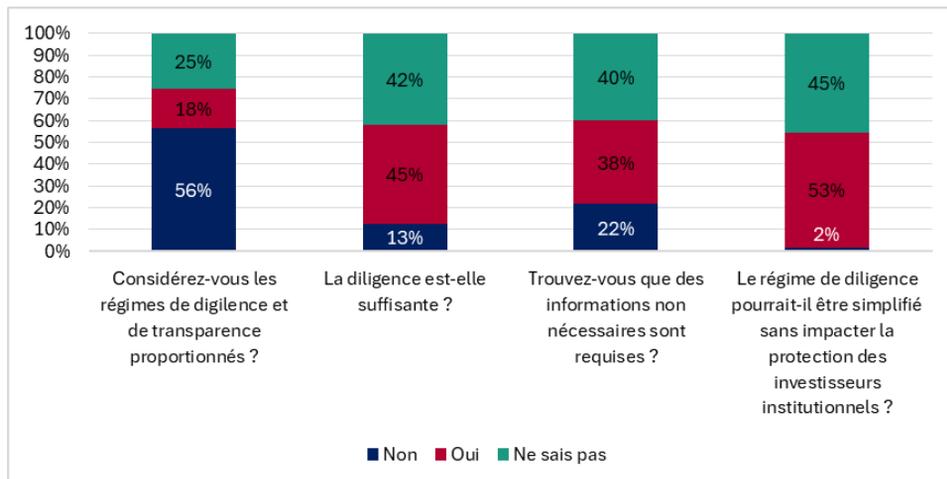


Figure 8c : Quelques résultats de l’enquête ciblée sur le marché européen (55 participants) [CON]

Pour ce qui est de la France, l’ACPR s’est chargée d’analyser les réglementations internationales et européennes et échange régulièrement avec la BRI pour réviser les accords de Bâle spécifique à la titrisation car trois de leurs objectifs se trouvent irréalisables simultanément : la réduction des effets de seuil provenant d’une segmentation trop simple des profils de risque, le maintien d’une pondération en capital supérieure ou égale à celle d’avant la titrisation et une non-neutralité en capital modérée (facteur p de l’output floor (5)). Du côté des acteurs, les banques françaises tentent de redorer le blason de cette pratique à l’image de BPCE qui a par exemple finalisé fin 2023 une titrisation conséquente de 19 milliards d’euros de prêts aux PME cédés par les groupes Banque Populaire et Caisse d’Epargne [ECH].

Par ailleurs, le Comité Joint énonce la nécessité de clarifier la réglementation concernant les gestionnaires de fonds d’investissements alternatifs (FIA) établis hors UE agissant en tant qu’investisseurs institutionnels dans les titrisations émises en UE. Par cette ambiguïté d’inclusion ou non des gestionnaires de FIA extraterritoriaux dans le cadre réglementaire européen, ceux-ci n’investissent pas dans les titrisations européennes. En effet, si le cadre réglementaire venait à inclure les FIA étrangers, leurs produits seraient désavantagés car ils devraient respecter la diligence appropriée européenne plus lourde que celle de leur pays [COM].

Notons tout de même que, d’après les données du COREP pour les exigences de fonds propres incluant les titrisations avec cession parfaite (true-sale), les titrisations synthétiques et les ABCP détenus ou créés par des banques, ainsi que les opérations privées hormis les opérations sans banque, l’encours des opérations est passé de 1 080 millions d’EUR en 2018 à 1 300 millions d’EUR en 2021. Cela suggère une augmentation de l’activité de titrisation chez les banques depuis l’entrée en application des nouvelles législations [COR].

Focus sur le marché des Covered Bonds supplantant la titrisation de RMBS

La caractéristique principale des obligations garanties (Covered Bonds), et qui la distingue des produits titrisés, est le mécanisme du double recours (dual recourse). Dans un double recours, l'investisseur peut faire valoir une réclamation directement contre la banque émettrice et non contre un véhicule créé ad hoc (SPV) par la banque. Si la banque venait à faire défaut, l'investisseur pourrait réclamer le lot de créances en collatéral et, si ce lot ne suffisait pas, l'investisseur ferait partie des créanciers prioritaires lors de la liquidation de la banque. Cette garantie fait de l'obligation garantie un produit plus sécurisant et attrayant pour les investisseurs institutionnels mais aussi pour les régulateurs européens.

Au cours des 20 dernières années, le segment des obligations garanties a pris une place prépondérante sur le marché paneuropéen obligataire privé avec un volume d'encours de 2900 milliards d'euros fin 2020 pour un marché public de RMBS de 605 milliards au même moment [AFME-SEC]. La base de données du Conseil européen des obligations garanties [ECBC] permet de retracer l'évolution des encours de l'Union Européenne, en y ajoutant le Royaume-Uni, par type de garantie et de les comparer aux encours des produits titrisés RMBS. On constate que les obligations garanties par des prêts hypothécaires gagnent sereinement du terrain dans le marché du financement immobilier européen au détriment des RMBS de moins en moins utilisés. En effet, pour des niveaux proches de 1 500 milliards en 2008, les RMBS ne pèsent plus que 500 milliards fin 2022 alors que leurs concurrents pèsent 2 000 milliards [EMS] (Figure 9).

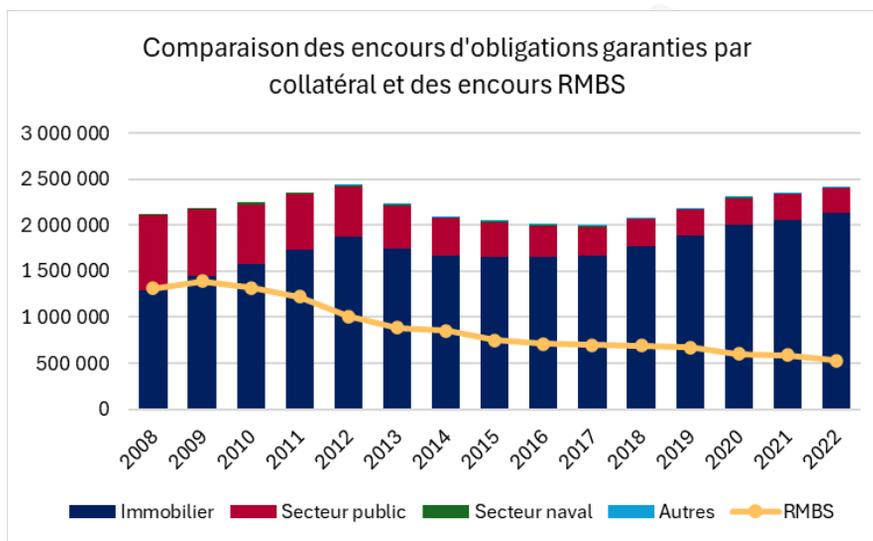


Figure 9 : Evolution des encours de RMBS et d'obligations garanties par des prêts immobiliers ou d'autres sous-jacents en Union Européenne et au Royaume-Uni (en millions d'euros) [ECBC & EMF]

Ce processus de financement s'est par ailleurs récemment exporté hors des frontières européennes, notamment au Canada, en Australie et en Corée même si le marché européen des obligations garanties valait 90% du volume mondial en 2020 dont 89% sur des prêts immobiliers. Le fait que les obligations garanties ne soient pas du tout utilisées aux Etats-Unis accentue davantage les divergences en termes de volumes titrisés. Cette croissance notable est due à une régulation européenne avantageuse pour ce type de dette contrairement au secteur de la titrisation.

N'ayant pas subi les conséquences réglementaires de la crise des subprimes, les obligations garanties bénéficient depuis lors d'un traitement favorable par les régulateurs européens (Solvabilité II et BCBS) pour financer l'acquisition immobilière : absence de diligence appropriée (Due Diligence) et de divulgation (Disclosure), faibles exigences en capital, éligibilité en tant qu'actifs liquides par la réglementation LCR, aisément collatéralisables pour des repo avec la BCE, etc. En effet, on remarque sur la Figure 9 que l'encours annuel d'obligations garanties suit une tendance haussière depuis la crise des subprimes mais également que la proportion de prêts immobiliers en tant que collatéral de ces obligations augmente. Par ailleurs, l'UE a décidé d'harmoniser les réglementations nationales sur les obligations garanties (article 129 du [CRR]) montrant sa volonté de continuer à développer ce levier de financement au détriment de la titrisation classique. Par exemple, les Pays-Bas valorisaient correctement les RMBS via la titrisation mais ont favorisé la structure de covered bonds pour sa réglementation favorable.

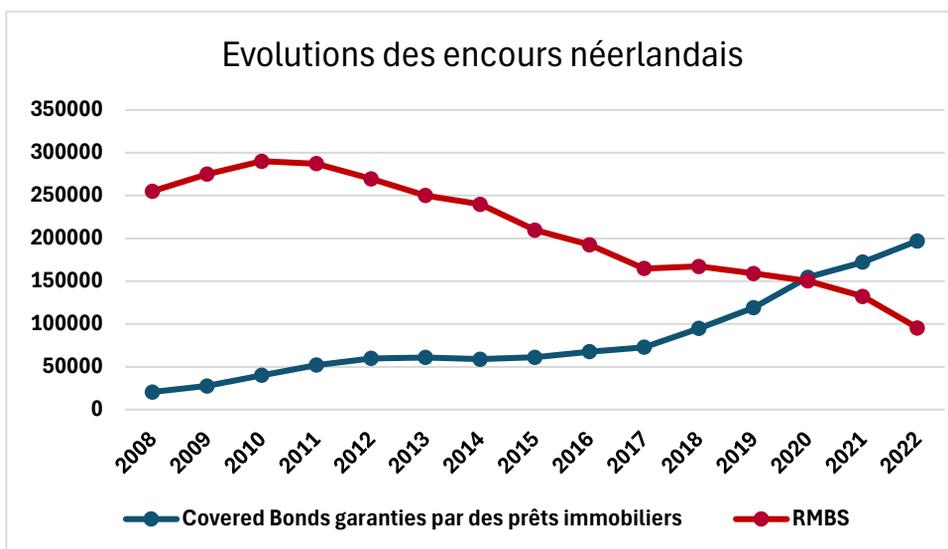


Figure 10b : Evolutions des encours néerlandais de RMBS et de CB en millions d'euros [EMF]

En comparant les encours des titres adossés à des actifs ou ABS publics en 2020 entre les Etats-Unis et l'Europe, on peut tirer un parallèle entre la place des MBS d'agences aux Etats-Unis et celle des obligations garanties en Europe pesant environ 75% des encours de leur marché respectif.

Les évolutions des marchés nous permettent de déterminer leurs forces motrices. De 2014 à 2020, l'encours d'ABS publics a augmenté de 26% aux Etats-Unis tandis qu'il a stagné dans l'UE. Cette croissance provient du développement du secteur des MBS d'agences (+36% depuis 2014) et cette stagnation est due à la croissance des obligations garanties immobilières (+23%) qui compense la chute des autres obligations garanties (secteur public, naval et autres) (-27%) et celle des autres ABS (-24%).

Concernant le marché français, on peut ajouter que le crédit immobilier est d'abord un produit d'appel : l'intérêt de l'immobilier pour les banques françaises est de capturer un client pour ensuite lui proposer un panel de services plus lucratifs. Les prêts n'étant donc pas valorisés à hauteur de leurs risques, ils ne sont pas suffisamment rentables pour rémunérer une structure de titrisation. Inversement le crédit à la consommation, correctement valorisé, permet de rémunérer toute la structure du capital.

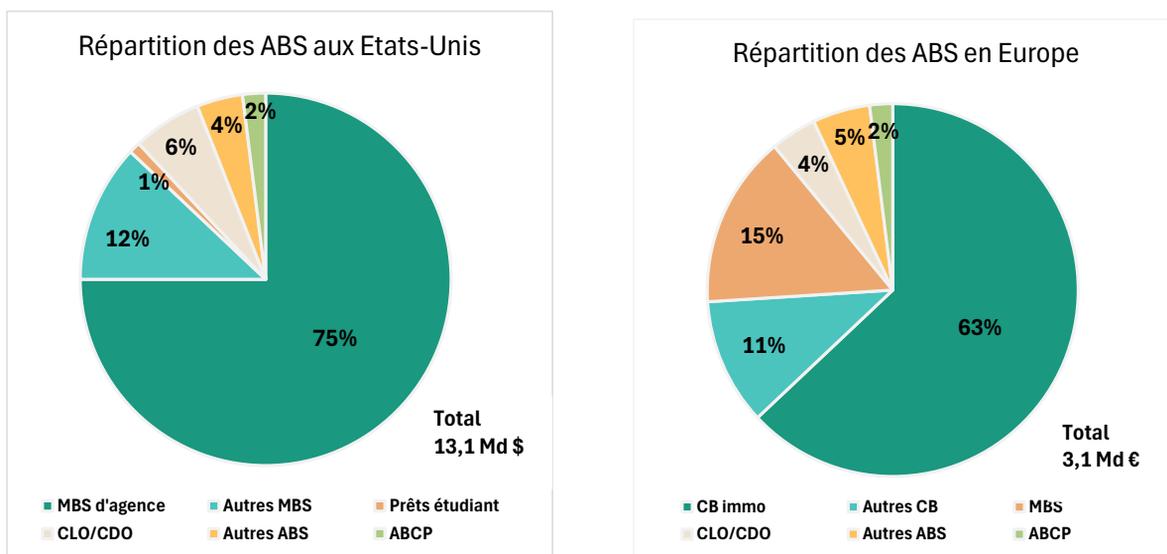


Figure 11 : Répartition des encours américains et européens sur les produits ABS publics en 2020 [JC66]

Le faible attrait des assureurs européens

En 2022 la commission européenne mandate les agences européennes de supervision (AES) pour s'intéresser aux potentiels obstacles au développement de la titrisation en Europe. L'EIOPA a étudié le secteur des assurances en tant qu'investisseurs à travers un questionnaire transmis à 98 assureurs et réassureurs européens [JC65] et a constaté que leurs investissements en titrisation étaient minimes. D'après la Figure 12, 85% des assureurs interrogés investissent moins de 5% de leurs portefeuilles dans des produits titrisés et ce de manière stable depuis l'introduction de Solvabilité II en 2016.

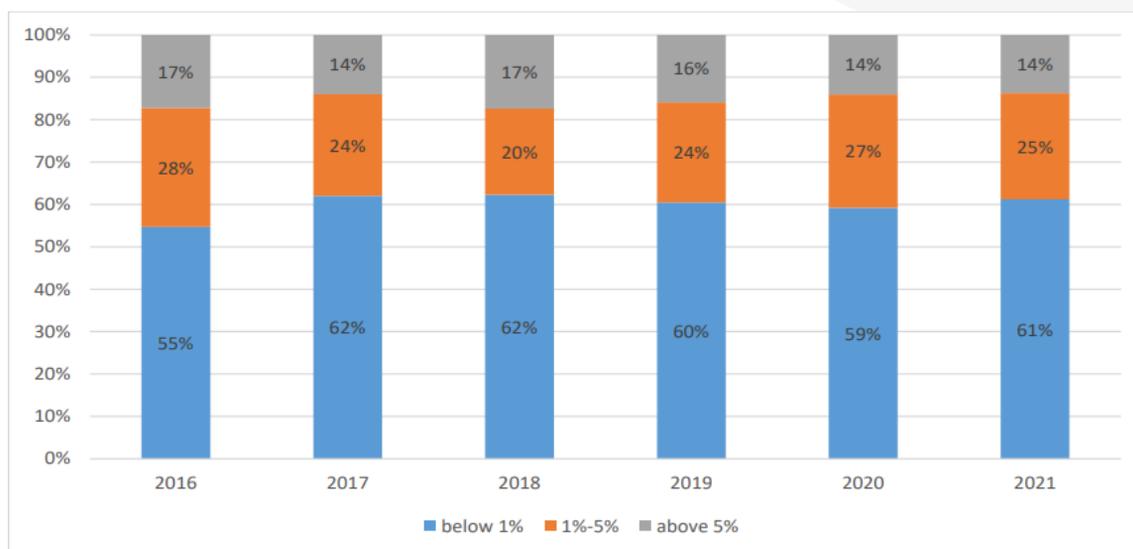


Figure 12 : Parts investies en titrisation parmi les 98 (ré)assureurs interrogés [JC67]

92% des acteurs interrogés (resp. 68%) indiquent que l'introduction du cadre STS (resp. Solvabilité 2) n'a pas influencé leurs décisions d'allocation. Enfin, près de deux tiers des assureurs interrogés ne prévoient pas d'accroître leurs investissements à court terme. De plus on observe en Figure 13 que trois quarts des investissements sont réalisés dans des titrisations non-labélisées STS nécessitant pourtant une plus grande mobilisation en capital, indiquant que ce label n'est pas particulièrement attractif.

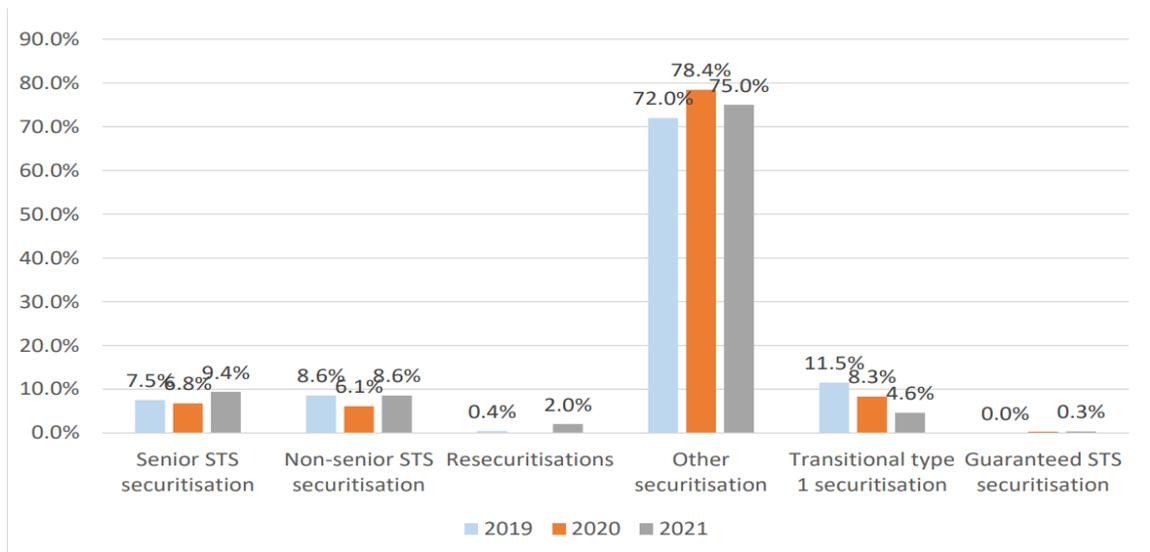


Figure 13 : Investissements par type de titrisation [JC67]

Ces produits de titrisation à maturité courte et à rémunération variable ne correspondent pas aux préférences des assureurs et réassureurs en matière de profil de risque et de gestion actif/passif. Ceux-ci investissent principalement à long terme et à taux fixes pour couvrir leur passif à long terme. Ce faible attrait du monde de l'assurance pour les produits titrisés peut s'expliquer également par leur réputation de produits "complexes" et l'exigence accrue des due diligences. L'ACPR et la direction générale du Trésor ont été actives sur la révision de la directive Solvabilité II pour reconsidérer le traitement prudentiel de la titrisation dans le cadre de l'assurance : la commission européenne doit se saisir du sujet d'ici 2025 et engager des démarches à ce dessein [TRE]. Une des propositions pour augmenter les investissements dans les produits consiste à améliorer leur notation en tant que fonds propres éligibles. Plus précisément, mettre les tranches de titrisation STS seniors au même *Credit Quality Step* (CQS (2)) que les Covered Bonds, puis les tranches STS subordonnées et les titrisations non-STs à l'unité CQS supérieure, soit au même niveau que les obligations privées.

Comment relancer la titrisation en Europe ?

Le développement de la titrisation synthétique

Dans une titrisation synthétique, les actifs sous-jacents restent au bilan de la société cédante tandis que le risque de crédit est transféré grâce à un dérivé de crédit (CDS) ou à une garantie financière, l'émission de titre et la création d'un Fond Commun de Titrisation n'étant alors plus nécessaires. Une titrisation synthétique peut être structurée de deux manières pour transférer ce risque. Soit bilatéralement entre le cédant, acheteur du CDS ou de la garantie financière, et son vendeur (l'assureur). Dans ce cas, le cédant est exposé à un risque de contrepartie. Soit par l'intermédiaire d'un FCT (SSPE) vendant un CDS d'une part, et émettant pour se financer des Credit-Linked Notes (CLN) à des investisseurs d'autre part (figure 13b). Dans une structure de type FCT-CLN, le cédant transfère le risque de crédit à un FCT via un CDS ou une garantie financière. Le FCT émet ensuite des CLNs sur les marchés afin de transférer ce risque aux investisseurs. La rémunération du FCT permet de payer le cédant dans le cadre du CDS contracté et inversement le coupon périodique payé par ce dernier permet de rémunérer en partie les acheteurs du CLN car ils bénéficient d'un premium supplémentaire.

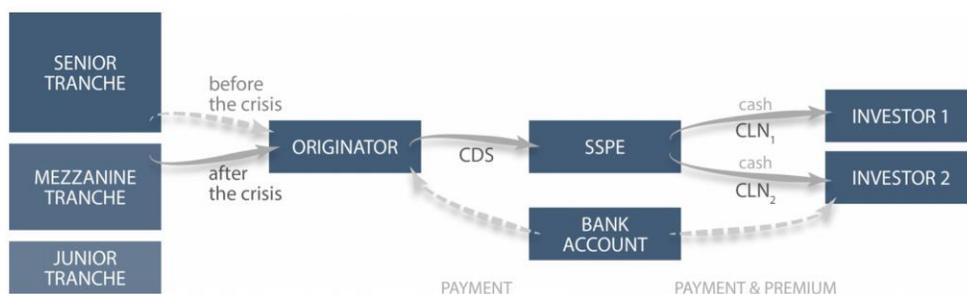


Figure 13b : Schéma d'une titrisation synthétique financée au bilan (On-Balance Sheet)

Initialement les cédants transféraient le risque de la tranche super-senior, tranche majoritaire, mais depuis la crise des subprimes c'est le risque de la tranche mezzanine de taille moindre mais plus rémunératrice qui est transféré. Contrairement aux titrisations traditionnelles soumises à la même réglementation les titrisations synthétiques ne sont plus publiques depuis la GFC.



Figure 14 : Encours titrisés européens par type de structure [JC66]

Autant sur le marché de la titrisation publique l'investisseur apprécie le fait de disposer d'un avis indépendant du sien car il n'est pas spécialisé dans le domaine, autant l'investisseur spécialisé s'est libéré de la tutelle des agences de notation (Fitch, Moody's, S&P) ayant perdu en crédibilité après avoir surévalué la qualité des RMBS en cause dans la GFC. Grâce à la liberté de structure et l'expertise de quelques fonds spécialisés au service des besoins spécifiques des clients, la titrisation synthétique a permis une créativité de financement rendant ce segment de la titrisation le plus dynamique actuellement en Europe.

Dans le monde bancaire le risque de crédit représente 85% du risque du capital absorbé (i.e. des pertes occasionnées et assurées). Les assureurs non-vie en Europe garantissent près d'un trilliard d'euros mais le risque de crédit ne pèse qu'1% du total couvert. Le rôle de la titrisation synthétique est donc de transférer le risque de crédit des banques vers les assureurs. Dans la figure 15, on constate une croissance stable des encours titrisés synthétiquement entre 2016 et 2021. Cette croissance a ensuite été renforcée par l'inclusion de la norme SRT dans le régime STS en avril 2021. En effet, seulement 8 mois après l'introduction du label STS pour les titrisations OBS en réponse à MiFID 2 (CMRP³), les émissions synthétiques STS pesaient déjà 45% du total des émissions. Comme le montre les graphiques 14a et 14b, la France est devenue en quelques années l'utilisateur européen majeur de titrisation synthétique passant de 12 milliards d'euros d'encours en 2016 à 81 milliards en 2021. Les encours allemands ont quant à eux régressé de 92 milliards en 2016 à 37. milliards en 2021

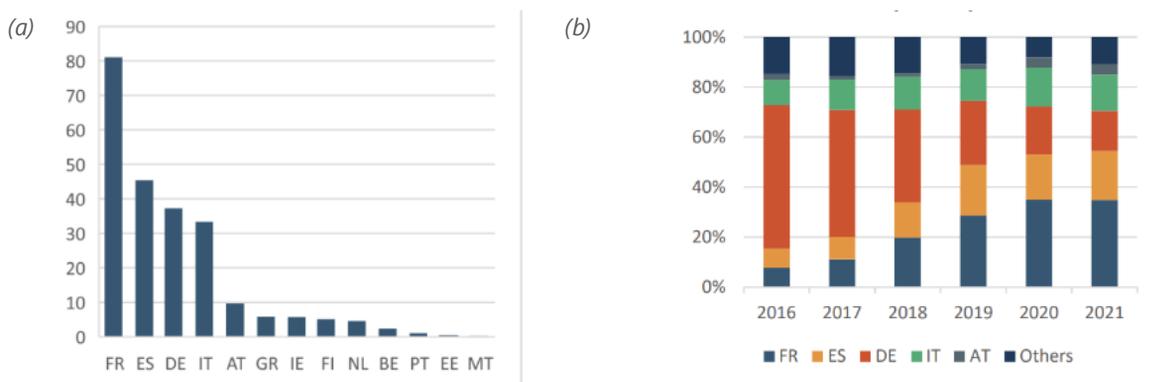


Figure 15 : Encours titrisés synthétiquement par pays européen en 2021 [JC66] (a) & Evolution des encours européens de titrisations synthétiques par pays [JC66] (b)

Le Parlement Européen a affirmé que les banques sont freinées par leurs parts de Non-Performing Loans (NPL) et pourraient recourir à la titrisation synthétique pour alléger leurs exigences en capital et leur permettre de financer davantage les PME et les start-ups, vecteurs d'innovations qui souffrent souvent d'un manque de financement [ESM]. Le secteur doit néanmoins faire face à la difficulté d'implémentation de l'output floor pour les transactions reposant sur les créances de PME. Ce plancher en capital sera implémenté à partir du 1er janvier 2025 et sur une période de 5 ans. Cette directive devrait mener à des exigences en capital trop élevées pour les tranches seniors et risquerait de compromettre l'usage de la titrisation synthétique européenne dans le futur car économiquement non-viable.

Quelles perspectives pour le marché européen ?

Dans un rapport de mars 2022, l'EBA s'est penchée sur le développement d'un cadre de titrisation spécifique à la transition écologique. Elle en a déduit que sa mise en place était prématurée et qu'il valait mieux continuer l'insertion des normes sur les obligations vertes (Green Bonds) dans l'écosystème européen. Une fois ces normes acceptées et répandues, elles pourraient être imposées aux entreprises cédantes plutôt qu'au FCT. À l'heure actuelle, la divulgation des principales incidences négatives (PAI) concernant les facteurs ESG ne sont recommandées qu'aux titrisations labélisées STS et l'EBA propose de réfléchir à leur imposition sur le moyen terme, lorsque le marché de la titrisation verte sera plus mature [EBA].

En octobre 2022, dans son rapport au Parlement et au Conseil [RAP], la Commission Européenne témoigne qu'à ce jour, hormis le régime britannique, aucun régime de titrisation national n'est suffisamment proche du régime STS pour être considéré comme équivalent à celui-ci. Les acteurs de marché soutiennent le déploiement d'équivalences internationales STS car elles permettraient de supprimer la superposition d'exigences similaires lors d'opérations internationales. Compte tenu de la disparité législative entre les Etats membres et l'opposition des autorités publiques, la Commission conclut qu'il est encore trop tôt pour mettre en place un régime d'équivalences STS [COM].

En mars 2024, la Fédération Bancaire Française publie un rapport détaillé [FBF] riche de 18 propositions adressées à Bruxelles pour financer les besoins futurs de l'Europe, développer le secteur bancaire pour un regain de souveraineté économique et industrielle, et réussir la transition écologique. La 6ème proposition traite spécifiquement du financement de l'économie par la titrisation. Elle recommande qu'une part plus importante de la dette de qualité supérieure soit garantie par la Banque Européenne d'Investissement pour bénéficier d'une note AAA par le biais d'une structure de titrisation, à l'image des agences américaines. Elle propose aussi de rendre éligibles comme actifs liquides de haute qualité (HQLA⁴ exigences LCR) de niveau 1 les tranches de titrisation Senior pour alléger les contraintes de détention d'actifs illiquides et promouvoir l'investissement des banques en titrisation. Enfin elle partage la recommandation de l'ESMA de promouvoir l'investissement des banques européennes dans des opérations provenant de pays hors UE en les exemptant des contraintes de comptes rendus STS associées.

À l'été 2024, le Conseil de stabilité financière publiera un rapport faisant intervenir régulateurs et acteurs de marché pour vérifier si les législations du G20 sur la titrisation ont atteint leurs objectifs ou si elles ont eu des effets indésirables dans le financement de l'économie [FSB]. Ce rapport amènera de nouveaux éléments d'analyse grâce à un meilleur recul et au regain de stabilité au sortir de la pandémie.

En définitive, le marché européen de la titrisation nécessite à minima une harmonisation des législations nationales en matière d'insolvabilité et de structure de collatéral, afin de fournir aux investisseurs européens des garanties uniformisées et une prévisibilité de résultats à tous les niveaux. Un enjeu crucial qui faciliterait la valorisation des titrisations d'expositions non performantes (NPL) de particuliers et de PME et leur due diligence au sein de l'UE porte sur l'amélioration de la qualité et de la comparabilité des données de ces créances. La mise en place d'un centre de données relatives à ces lots risqués au niveau européen, couplée à des comptes rendus standardisés, contribuerait à dynamiser le financement de l'économie par la titrisation [ESM].

RÉFÉRENCES

- [ACPR] ACPR – 2019 - [Comité de Bâle](#)
- [AFME-H] AFME – 2023 Q3 - [Rapport](#) européen sur les obligations à haut rendement et à effet de levier
- [AFME-SEC] AFME – 2023 Q3 - [Rapport](#) sur la titrisation européenne
- [COM] Commission européenne - 2021 - Résumé de l'[enquête](#) menée par la Commission
- [COR] EBA – 2023 - [Cadre de présentation des rapports 3.2](#)
- [CRR] UE – 2017 - [Règlement](#) 2017/2401 du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement
- [DFA] US Congress – 2010 - [Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act](#)
- [DP] Banque d'Angleterre - 2023 - [Exigences en matière de fonds propres](#)
- [EBA] EBA – 2022 - [Rapport](#) sur la titrisation durable
- [ECBC] ECBC – 2023 - [Livret d'information sur les obligations garanties + base de données](#)
- [ECH] Les Echos – 2023 - [Les banques françaises plaident pour une relance de la titrisation](#)
- [ESM] ESM – 2021 - [Relancer la titrisation en Europe pour l'Union des marchés de capitaux](#)
- [EMF] European Mortgage Federation – 2023 - Hypostat Data Hub: [Mortgage funding](#)
- [EUS] ESMA – 2023 - [Aperçu](#) du marché de la titrisation dans l'UE : défauts de paiement
- [FBF] FBF – 2024 - [Pour une Europe souveraine](#) et durablement en croissance : propositions des banques françaises pour 2024-2029. [Propositions détaillées](#)
- [FDIC] FDIC – 2023 - [Règle sur le capital réglementaire](#)
- [FSB] FSB – 2023 - [Évaluation](#) des effets des réformes du G20 sur la titrisation
- [JC65] Comité Joint – 2022 - [Résumé](#)
- [JC66] Comité Joint – 2022 - [Avis](#) du cadre prudentiel applicable à la titrisation - Secteur bancaire
- [JC67] Comité Joint – 2022 [Avis](#) du cadre prudentiel applicable à la titrisation – Assurance
- [PwC] PwC – 2023 - : [Rapport](#) annuel sur la dette européenne
- [RAP] Commission Européenne - 2022 - [Fonctionnement du règlement sur les titrisations](#)
- [SECR] Parlement et Conseil européens - 2017 - [Règlement](#) pour un cadre général de la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations STS
- [STC] Comité de Bâle – 2016 - [Revisions to the securitisation framework](#)
- [STS] Comité de Bâle - 2018 - Capital treatment for short-term "simple, [transparent](#) and comparable" securitisations
- [SIFMA] SIFMA – 2023 - [Livret](#) d'information sur les marchés des capitaux
- [SIFMA-B] SIFMA – 2023 - [Statistiques](#) sur les obligations d'entreprises américaines
- [SIFMA-MBS] SIFMA – 2023 - [Statistiques](#) sur les titres adossés à des créances hypothécaires aux États-Unis
- [TRE] Banque de France - 04/2024 - [Propositions](#) pour une Union de l'Épargne et de l'Investissement

NOTES

- 1 Les encours non pas été publiés par l'Autorité américaine des marchés financiers (SEC) depuis le dernier trimestre 2021.
- 2 Le CQS est un indicateur européen standard de risque de crédit à six niveaux. Le niveau 1 étant le plus sécurisé.
- 3 Capital Market Recovery Package
- 4 High-Quality Liquid Asset : label sur le risque de liquidité du règlement LCR (Bâle). L'objectif est de disposer à tout moment de liquidités suffisantes pour faire face aux obligations à court terme et aux retraits cash. Les HQLA sont des liquidités ou des actifs qui peuvent être convertis rapidement en liquidités par la vente (ou par leur mise en garantie) sans perte de valeur significative. Cette exigence garantit que les banques disposent d'un stock suffisant de HQLA non grevés qui peuvent être convertis facilement et immédiatement en liquidités sur les marchés privés en cas de crise de liquidité.
- 5 Dans le paquet bancaire CRR3/CRD6, l'output floor ou plancher en capital est défini comme étant la limite du gain prudentiel qu'une banque peut retirer de l'utilisation de modèles internes par rapport aux mesures standards. Ce dernier, conformément aux standards de Bâle III, impose que le niveau de fonds propres calculé en modèles internes ne soit pas inférieur à 72.5% des exigences calculées en approche standard.

NEXIALOG CONSULTING

ACTUARIAT**GESTION DES RISQUES****DATA****FINANCE DURABLE**

Nexialog Consulting est un cabinet de conseil spécialisé en Stratégie, Actuariat, Gestion des risques et Data qui dessert aujourd'hui les plus grands acteurs de la banque et de l'assurance. Nous aidons nos clients à améliorer de manière significative et durable leurs performances et à atteindre leurs objectifs les plus importants.

Les besoins de nos clients et les réglementations européennes et mondiales étant en perpétuelle évolution, nous recherchons continuellement de nouvelles et meilleures façons de les servir. Pour ce faire, nous recrutons nos consultants dans les meilleures écoles d'ingénieur et de commerce et nous investissons des ressources de notre entreprise chaque année dans la recherche, l'apprentissage et le renforcement des compétences.

Quel que soit le défi à relever, nous nous attachons à fournir des résultats pratiques et durables et à donner à nos clients les moyens de se développer.

CONTACTS

Retrouvez toutes nos publications sur Nexialog R&D

www.nexialog.com

Areski COUSIN

Directeur Scientifique

 +33 (0) 7 88 03 51 87

 acousin@nexialog.com

REDA NEKMOUCHE

Manager, Global Markets

 +33 (0) 6 66 94 67 76

 rnek mouche@nexialog.com

CHRISTELLE BONDOUX

Associée, Directrice Commerciale, Recrutement & Marketing

 +33 (0) 1 44 73 75 67

 cbondoux@nexialog.com

BAPTISTE BOBEL

Responsable de comptes Global Markets

 +33 (0) 6 64 59 12 48

 bbobel@nexialog.com