

La titrisation

De la gestion du risque à l'instabilité financière

Mme. Djamilia SBIHI

Doctorante, Université de Tizi-Ouzou, Algérie

djamila.sbihi@yahoo.fr

Pr. Chabha BOUZAR

Professeure, Université de Tizi-Ouzou, Algérie

chabha_bouzar@yahoo.fr

Résumé :

Depuis la crise des subprimes de l'été 2007, les vertus de la titrisation sont remis en cause. Cette technique qui est conçue pour assurer d'autres sources de financements aux banques et transférer les risques vers d'autres investisseurs capables de les gérer a fait l'objet de plusieurs critiques. Elle est considérée comme le vecteur amplificateur de la crise des subprimes qui a profondément agité les marchés financiers internationaux provoquant une crise de liquidité et de confiance dont les conséquences étaient lourdes. La crise a dévoilé certaines fragilités et lacunes dont souffre la titrisation notamment au niveau de la complexité de son montage, de la sous estimation du risque par les agences de notation en attribuant des notes qui ne reflétaient pas la réalité des risques inhérents aux produits de la titrisation, et aussi de la présence d'asymétrie de l'information dès la signature du contrat. L'objet de ce présent papier est de mettre en exergue les bienfaits de la titrisation notamment en matière de gestion du risque, qui est considéré comme l'une des préoccupations majeure lors de sa mise en œuvre à côté de l'objectif de refinancement. Il s'agit aussi de tenter d'interpréter son rôle dans le déclenchement et la prolifération de la crise des subprimes.

Mots clés : titrisation, risques, globalisation financière, instabilité financière, crise des subprimes,

المخلص:

منذ أزمة الرهن العقاري في صيف 2007، تقنية التوريق التي صممت لتوفير مصادر أخرى لتمويل البنوك، ونقل المخاطر إلى مستثمرين آخرين قادرين على إدارتهم، أصبحت موضوع الكثير من الانتقادات إلى انتشار الأزمة العقارية وهزت بعمق الأسواق المالية الدولية مما سبب في أزمة السيولة والثقة التي كانت ثقيلة العواقب

وقد كشفت بعض نقاط الضعف التي تعاني منها التوريق، لاسيما من حيث تعقيد تركيبها، وإهمال المخاطر من قبل وكالات التصنيف التي أعطت العلامات التي لا تعكس المخاطر الحقيقية الكامنة في منتوجات التوريق، وأيضا وجود المعلومات الغير المتماثلة عند توقيع العقد

الغرض من هذه الورقة هو تسليط الضوء على التوريق لاسيما من حيث إدارة المخاطر التي تعتبر واحدة من الاهتمامات الرئيسية في تنفيذها إلى جانب هدف إعادة التمويل، وهي تحاول أيضا عرض دورها في بدء وانتشار أزمة الرهن العقاري

الكلمات المفتاحية: التوريق، المخاطر، العولمة المالية، عدم الاستقرار المالي، أزمة الرهن العقاري

Introduction :

La titrisation est l'une des composantes de la mutation financière apparue ces dernières années, ce phénomène évoque l'essor des marchés de titres et de la désintermédiation (C. De Boissieu, 2000). Elle fait référence à une technique financière qui permet de rendre les actifs illiquides en titres négociables sur le marché. Elle a vu le jour aux Etats-Unis au début des années soixante dix sous l'égide de trois agences spécialisées qui disposent de garanties de l'Etat (Fennie Mac, Freddie Mae et Ginnie Mae). Toutefois, ce n'est qu'au début des années 90 que de véritables opérations de titrisation ont pris de l'importance.

Cette opération permet non seulement aux banques d'assurer d'autres sources de financements en rendant liquides les actifs logés dans leurs bilans mais aussi de transférer les risques liés à ces actifs à d'autres investisseurs qui sont prêts de les assumer. De ce fait, elle permet la dispersion du risque sur un plus grand nombre d'investisseurs et de rendre le système financier plus robuste.

Or, cette possibilité de transférer les risques peut engendrer un effet inverse du fait qu'elle incite une prise de risque excessive, c'est ce qu'a révélé la crise des subprimes déclenchée en aout 2007, qui a mis sur le devant de la scène et de façon brutale le dysfonctionnement des marchés des crédits titrisés. Dans ce sens, Charles W. Calomiris (2008) a montré que le risque était largement sous-estimé sur le marché des prêts *subprimes* entre 2004 et 2007. A vouloir mutualiser les risques, les établissements financiers, sous contrainte de réglementation accrue pour certains ou sous l'effet de l'appât de gain pour d'autres, ont disséminé les risques. La crise qui ne devait au départ qu'être limitée aux banques américaines (Karyotis et al., 2009) s'est propagée du fait de la titrisation et a généré une crise de confiance qui a paralysé le système financier mondial.

Plus largement, la crise conduit à s'interroger sur les conséquences pour l'économie de transformation réalisée sur les deux dernières décennies dans le modèle bancaire, qui avec l'effet de la globalisation financière et l'exacerbation de la concurrence, est passé du classique

modèle « originate to hold » dans lequel la banque à l'origine de l'octroi de crédit le conserve dans son bilan jusqu'à maturité vers un modèle « originate to distribute » dans lequel la banque accorde le crédit et le cède par une opération de titrisation, se déchargeant de facto de la créance et du risque (Fimbel et Karyotis(2011))

L'ampleur de la crise a dévoilé certaines fragilités et lacunes dont souffre la titrisation ; il s'avère qu'elle est incapable de disparaître le risque, ni même de le réduire.

Pourquoi une telle technique n'a-t-elle pas réussi à gérer le risque d'une manière optimale? Et pourquoi peut-elle conduire à un vrai désastre ou à une instabilité financière ?

L'objet de ce présent papier est de mettre en exergue les bienfaits de la titrisation notamment en matière de gestion du risque, qui est considéré comme l'une des préoccupations majeure lors de sa mise en œuvre à côté de l'objectif de refinancement. Il s'agit aussi de tenter d'interpréter son rôle dans le déclenchement et la prolifération de la crise des subprimes.

Pour ce faire nous avons opté pour une approche empirique, en œuvrant sur la base d'une banque de données que nous avons pu assembler à partir de sources et documents afférents au sujet.

Pour répondre à ces objectifs, la démarche entreprise consiste à cerner dans un premier temps le concept titrisation et ses fondements. Dans un deuxième temps, de faire l'examen de la réalité du lien entre titrisation et la crise des subprimes, autrement dit, essayer de montrer son importance dans la diffusion de la crise à l'ensemble des marchés financiers et par conséquent son impact dans l'instabilité financière. Nous terminerons par l'idée que la titrisation reste un outil indispensable pour le financement de l'économie à condition qu'elle soit bien réglementée et contrôlée.

I/ Du modèle de gestion des bilans « originate and hold » au nouveau modèle « originate to distribute »

Le modèle de gestion des bilans bancaires était caractérisé jusqu'au milieu des années 1980, par l'octroi de crédit et leur maintien au bilan jusqu'à maturité, la gestion du risque de crédit était alors assurée par les établissements de crédit et aucun tiers n'était impliqué dans l'opération de prêt entre le créancier et son débiteur. Il s'agit de « originate and hold model » (prêt pour conserver). Dans ce modèle les banques fournissaient directement la liquidité aux agents économiques, en assumant totalement le risque de perte en cas de défaillance sur un prêt, et assurait de facto, un suivi étroit de l'évolution du risque.

Mais à partir du milieu des années 1980, cette conception de l'intermédiation bancaire a été érodée par le développement spectaculaire des marchés financiers qui se sont libéralisés

suite à la globalisation financière. En effet, la globalisation financière qui est caractérisée par la création d'un marché unique de capitaux a eu des effets considérables sur la nature des activités des banques. L'ensemble des mutations financières a fait perdre à ces dernières une partie de leurs activités traditionnelles et une part importante de leur marché. Ainsi, dans un environnement caractérisé par une concurrence exacerbée entre les banques, amplifié par la montée en puissance des acteurs non bancaires, les banques se sont retrouvées contraintes de rechercher de nouvelles activités afin de compenser la diminution de leurs activités traditionnelles et d'assurer leur pérennité.

En conséquence, les banques ont été entraînées vers le nouveau modèle bancaire dénommé « originate and distribute » (« octroi puis cession » du crédit). Ce nouveau modèle bancaire, à fort contenu d'ingénierie financière, laisse la possibilité à la banque prêteuse de transférer tout ou une partie de ses risques sur les investisseurs finaux intervenant sur les marchés financiers. Autrement dit, une part des crédits accordés n'était plus conservée par les initiateurs (les banques) mais, par le biais de la titrisation, les créances étaient vendues à des investisseurs. Les crédits initialement générés ne rapportent finalement que des commissions d'origination, de structuration et de placement¹.

Ce nouveau modèle opérationnel a fortement changé le mode d'absorption des risques dans le système financier et a donné naissance à de nouvelles sources de liquidité. Comme l'ont montré Allen et Gale (1997), l'une des conséquences fondamentales de la concurrence entre les banques et les marchés de capitaux a été l'évolution de fonction de gestion des risques bancaires².

La titrisation s'inscrit dans une tendance lourde de la finance au niveau mondial : celle de la « marchandisation », qui consiste à rendre échangeable sur les marchés des produits pour lesquels, il n'existait pas de marchés primaire ou secondaire. Ces progrès réalisés engendrent le plus souvent un transfert total ou partiel des risques de certaines institutions à d'autres.

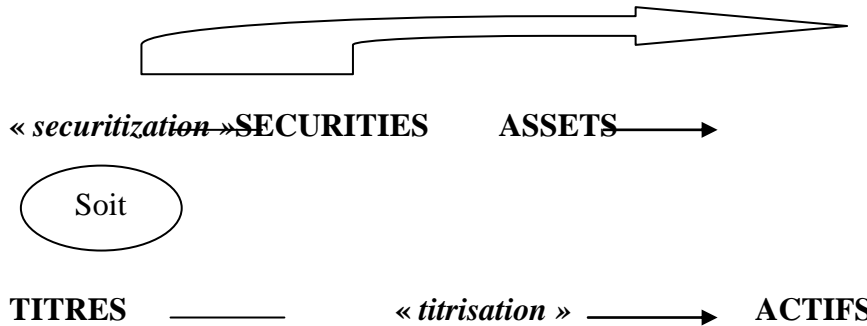
Dans un tel contexte, la titrisation s'est vite imposée comme un outil de gestion de bilan, qui s'avère d'une grande efficacité.

II/ La titrisation un bon outil de gestion du risque :

Dans ce point, il est question d'approfondir davantage les différents arguments évoqués pour expliquer la mise en pratique de la titrisation dans de nombreux pays, mais avant tout, essayons de faire un rappel assez succinct sur cette technique assez complexe du domaine de la finance.

I/ Qu'est ce que la titrisation ?

Le mot « titrisation » est originaire du terme anglo-saxon *securitization*. *Securities* désigne, en anglais, « valeurs mobilières » ou « titres ». *securitization* développe ainsi l'idée de la transformation d'un ensemble d'éléments d'actifs en titres.



Cette restructuration des actifs titrisés permet de transformer des éléments illiquides en titres négociables. On évoque souvent le mécanisme de « marchandisation ».

L'opération de titrisation de créances, se décrit comme le souligne D. SCHMIDT(1989), comme « une opération qui consiste à transformer une créance en titre ». D'un point de vue financier, un élément d'actif constitué par une créance est cédé à une entité qui financera l'acquisition en émettant des titres sur le marché »³.

Selon Rives-Lange et Contamine Raynaud (1995),«La titrisation est un procédé qui consiste à permettre aux établissements de crédit de placer sur le marché, par l'intermédiaire d'un Fonds spécialisé, les créances qu'ils détiennent sur leurs clients»⁴.

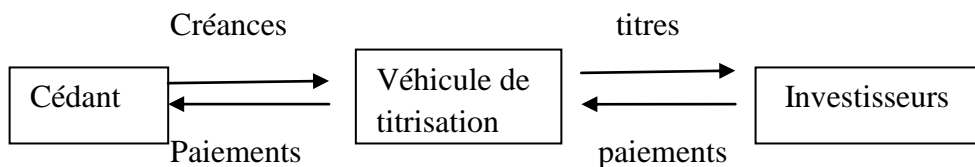
Quant à A. BELTAS (2007) la titrisation se définit comme « un mécanisme qui permet le transfert du risque financier d'un agent économique (banque ou établissement financier), détenteur des créances titrisables vers des investisseurs par le biais de transactions sur le marché financier »⁵.

Au total, La titrisation apparaît comme une technique financière qui transforme des actifs moins liquides en actifs négociables sur le marché. Elle permet donc de transférer les créances bancaires à des investisseurs, en les transformant, par l'intermédiaire d'une société ad hoc, en titres financiers émis sur le marché financier. La structure d'accueil perçoit alors les flux d'intérêts et de remboursement sur les créances acquises pour ensuite les reverser aux investisseurs. Cette opération fait intervenir d'autres acteurs comme le cédant, originators, les agences de notation,.....

Il convient de préciser qu'à côté de la titrisation classique, dénommée « titrisation cash », il existe une autre forme de titrisation dite « synthétique », dans laquelle il n'y a pas de transfert d'actifs mais seulement le risque qui lui est associé. Cette technique est rendue possible grâce à l'utilisation des dérivés de crédit.

Le mécanisme simplifié d'une opération de titrisation classique consiste pour un établissement de crédit de transférer à un intermédiaire (SPV, FCC) un ensemble de créances spécifiques. L'acheteur de créances se finance par émission des titres obligataires négociables, proposés aux investisseurs par l'intermédiaire des établissements spécialisés qui, en fonction de la nature, de la qualité des crédits et de la notation délivrée par les agences de notation déterminent les caractéristiques des titres à émettre. L'opération peut se résumer de la façon suivante :

Schéma n°01 : Le mécanisme simplifié de la titrisation



3/ les fondements de la titrisation :

La titrisation apporte des réponses et des solutions adéquates aux problèmes que rencontrent les établissements financiers confrontés à la triple contrainte en termes de gestion de liquidité, du risque de crédit et de gestion du bilan.

1/ La contrainte de la liquidité :

Ce mécanisme financier constitue pour les établissements de crédit un moyen de se financer et d'optimiser la liquidité, par la transformation des actifs considérés illiquides en titres négociables sur le marché financier. Grâce à la vente des dettes, la banque est amenée à réaliser un gain lors de l'opération de leur transfert quand toute sa responsabilité future est éliminée (Jorion, 2008). Cela engendre une augmentation de la liquidité à sa disposition à partir de créances qui auraient été difficilement remboursées.

Dans le même sens, la titrisation constitue une alternative efficace à l'augmentation de capital lorsque celle-ci s'avère difficile à réaliser (Gagey, 1990).

Cette technique permet aux banques de transférer les risques de prêt à d'autres entités, libérant ainsi des capitaux pour accorder de nouveaux prêts, sans lesquelles, elles seraient en-

deçà de leur capacité. Les bénéficiaires de la titrisation proviennent de la conversion d'actifs non liquides en liquidités disponibles pour des prêts supplémentaires (BIS, 1992).

Les banques peuvent également augmenter et diversifier leurs sources de commissions et d'intérêts dans la mesure où elles s'engagent dans un ou plusieurs des rôles du processus de titrisation, comme par exemple, celui de prêteur, de « servicer », de « trustee » ou de rehausseur de crédit (Sobreira, 2004).

2/ Le transfert du risque de crédit (la gestion du risque) :

Selon Baume et Stolowy(1993), la transformation en titres d'un ensemble de créances constitue un moyen de gérer le risque client qui peut ainsi être transféré. En effet, comme explicité précédemment, la titrisation change le rôle des intermédiaires financiers qui se spécialisent dans la sélection initiale des créances et, éventuellement, la gestion des risques, mais laissent à d'autres intervenants (rehausseurs, banquiers d'affaires, investisseurs) ... le soin de supporter les risques, notamment de crédit. Ce procédé semble être arrivé à un stade de maturité élevé aux États-Unis où certains types de créances ne font que « traverser » les bilans bancaires ; elles sont, en effet, dès leur octroi par l'établissement financier, immédiatement cédées à des véhicules qui structurent des émissions *ad hoc*⁶.

Effectivement, l'un des aspects les plus importants d'une opération de titrisation est le transfert de risques de défaut de crédit à des tiers. L'élimination de ces actifs des bilans permet à la banque de se rendre à l'abri de toute défaillance d'un débiteur insolvable.

Ainsi, le risque lié aux créances cédées est diffusé et dispersé au sein d'un large éventail d'investisseurs au sein ou en dehors de la sphère bancaire. Il est transmis aux investisseurs, qui seront naturellement rémunérés selon le profil du risque auquel ils avaient souscrit.

3/ La gestion du bilan :

Les années 1990 ont été marquées par le développement des exigences des autorités prudentielles mais aussi des marchés. La mise en place, à partir de 1988, du ratio Cooke a amplifié et diversifié le processus de titrisation. Car, dans un contexte de fonds propres onéreux, nombreux sont les établissements financiers qui font recours à cette technique pour les céder. Dans de telles conditions, la titrisation des créances est utilisée pour mieux respecter le ratio Cooke (en réduisant par exemple le niveau des engagements pour un niveau donné de fonds propres et quasi fonds propres), pour mieux le contourner, ou pour pratiquer de l'arbitrage réglementaire.

Comme le souligne C. De Boissieu : « On trouve ici une illustration de la « dialectique réglementaire » chère à l'économiste américain E. Kane : toute réglementation suscite des innovations (« réactionnelles »), qui conduisent à leur tour à des adaptations réglementaires, et cette dialectique n'en finit jamais. La prise en compte, à partir de 1995, des risques de marché (risques de taux d'intérêt, de change...) en plus des risques de signature dans le calcul des exigences en fonds propres des banques a créé d'autres incitations en faveur de nouvelles techniques de titrisation »⁷.

Incontestablement, le fait de pouvoir sortir de l'actif de son bilan et de transformer en liquidité des créances, par nature non négociables, favorise la rentrée de liquidités supplémentaires pour l'établissement cédant, qui pourront servir à distribuer de nouveaux crédits, mais permet également aux établissements de crédit de se conformer plus facilement aux normes contraignantes (ratio de solvabilité de Bâle II) qui s'imposent à eux.

Grâce à la titrisation, les banques peuvent vendre leurs prêts risqués et les mettre hors-bilan, ce qui diminue le volume des réserves qu'elles sont obligées de constituer et utiliser dès lors les capitaux libérés pour financer d'autres opérations (Jorion, 2008). Dans ce contexte, les produits dérivés simplifient la logique spéculative puisque, grâce à l'effet de levier, elles n'imposent aucune restriction en termes de fonds propres (Jégourel, 2005).

En définitive, la titrisation a rendu possible l'extraordinaire croissance du crédit à travers le monde tout en apportant un meilleur coût de financement pour l'ensemble des agents économiques et en diminuant la concentration de risques de crédit dans les bilans bancaires.

Ainsi, aux Etats- Unis, le volume d'émissions sur tous les segments de marché de la titrisation a augmenté considérablement, passant de 663 milliards USD en 1996 à 2902 milliards en 2006 ; l'encours de titres en circulation a plus que triplé pour atteindre quasiment 10 000 milliards⁸.

II/ La crise des subprimes : signe de défaillance du mécanisme de la titrisation

Avant le déclenchement de la crise de l'été 2007, les mérites de la titrisation étaient largement vus pour renforcer la résilience du système financier en transférant les risques liés aux crédits à des investisseurs capables de les gérer (Shin, 2009). Depuis ce phénomène, on évoque plutôt la fragilité engendrée par les conflits d'intérêts liés au processus de titrisation (Paligorova, 2009).

En effet, la récente crise financière est qualifiée comme la première crise due aux limites du nouveau modèle bancaire, à savoir le modèle « originate to distribute ». Ce modèle a été un puissant vecteur de développement du marché du crédit au cours des vingt dernières années, avec une amplification notable depuis 2005. Il a provoqué une prolifération massive des risques au sein de la sphère financière, notamment lié aux véhicules de titrisation. Une distribution mal maîtrisée de crédits hypothécaires aux Etats-Unis s'est traduite par une dégradation de la qualité du crédit à partir de la fin 2005.

Pour répondre au deuxième point de notre problématique, cette section va être consacrée à une analyse objective des dérives, lacunes et implication de la titrisation dans la crise des subprimes. Pour cela, convenons de rappeler très brièvement ce chapitre noir de la vie économique et financière contemporaine.

1/ La crise des subprimes et son amplification :

1.1/ origines de la crise des subprimes :

La crise américaine a pour origine les « subprimes », qui sont des crédits immobiliers fortement risqués accordés par les banques américaines à des ménages à revenu modeste peu solvables. Leurs taux d'intérêt sont variables et indexés sur la base du taux directeur de la FED, majoré d'une prime de risque. Les premières années du prêt (1, 3 ou 5 ans en général) sont couvertes par un taux d'intérêt fixe promotionnel de 1%, qui devient variable par la suite.

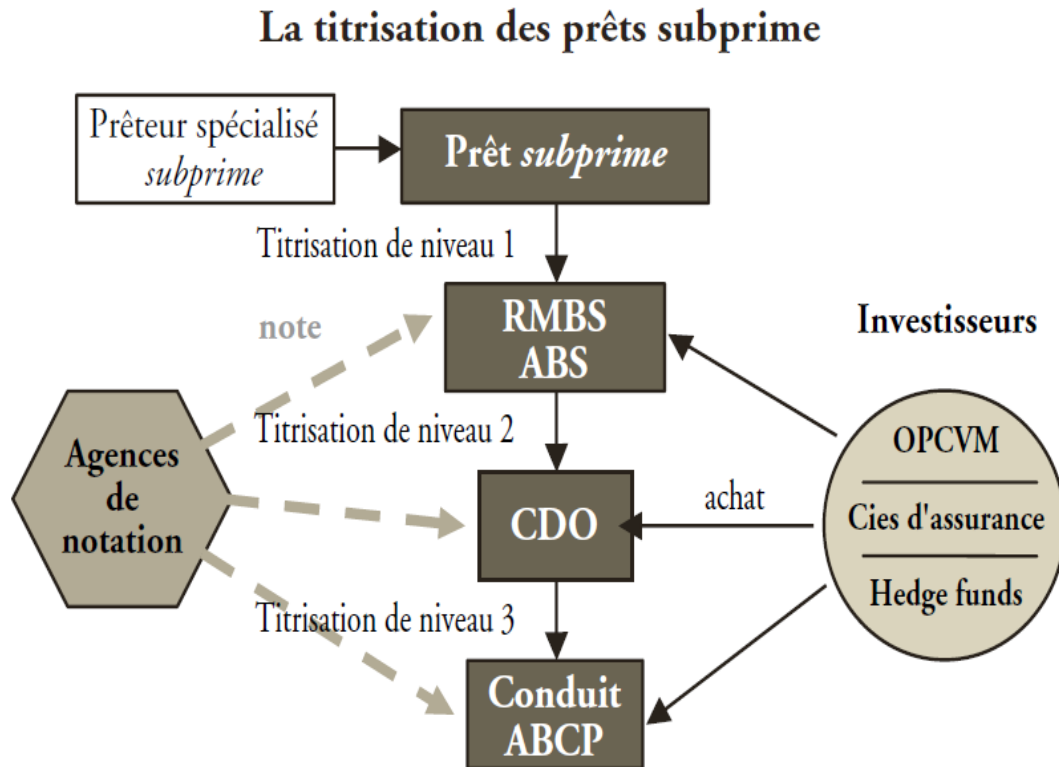
1.2/ Mutualisation des risques excessifs par la titrisation

Certains établissements financiers américains, ont fait des « subprimes » leur spécialité et obtiennent des gains considérables. Pour démultiplier les risques, les crédits sont découpés et insérés dans des produits financiers sophistiqués sous forme de titres adossés aux créances hypothécaires (MBS, RMBS, CMBS, CDO), qui sont vendus ensuite aux banques et aux investisseurs institutionnels comme les Hedges funds, les assureurs, les OPCVM, les Fonds de pensions à travers le monde entier. Joseph E. Stiglitz (2008), prix Nobel d'économie en 2001, résume de façon caricaturale le phénomène dans la phrase suivante : « Des emprunts immobiliers ont été coupés en morceaux, envoyés à travers le monde, pour que personne ne sache au juste qui détenait quoi »⁹.

En effet, deux tiers des prêts *subprime* octroyés aux États-Unis sont titrisés. Seul un tiers reste dans le bilan des banques¹⁰. Leur titrisation comporte souvent plusieurs « étages » (voir schéma n°02).

Ces produits jugés initialement à haut rendement, ont été particulièrement prisés par les investisseurs, qui croyant les rentabiliser, les achètent de manière considérable soit sous forme de créances spécifiquement hypothécaires (RMBS) soit dans des paquets de créances diversifiées (ABS, CDO) sans connaître les risques réels, d'autant plus que les agences de notation ont largement sous estimé ces risques en attribuant presque systématiquement des notes AAA aux émissions de produits titrisés. En effet, aux Etats-Unis, à la mi 2007, il y'avait 37000 émissions de finance structurée ayant la notation la plus élevée (Scholtes and Beales)¹¹. Selon l'agence Fitch Ratings (2007), à peu près 60% de tous les produits structurés globaux étaient notés AAA, contre 1% des émissions des entreprises¹².

Schéma n° 02 : La titrisation des prêts subprimes (figure plus adéquate)



Source : R. Rahmouni, N. Jasseaud, « innovation, produits structurés et stabilité financière », Revue d'économie financière, n ° 92/2008,p.135.

Aux Etats- Unis, les opérations de titrisation touchaient, pour l'essentiel, des créances hypothécaires dans un contexte où réside une volonté des autorités publiques d'encourager l'accès à la propriété et d'améliorer le fonctionnement du marché du crédit immobilier. Les agences gouvernementales américaines ou ayant l'appui du gouvernement ont joué un rôle de premier plan en la matière. Leur mission est essentiellement l'achat des créances

hypothécaires des institutions de crédit et l'émission sur le marché secondaire de titres qui leur sont adossés.

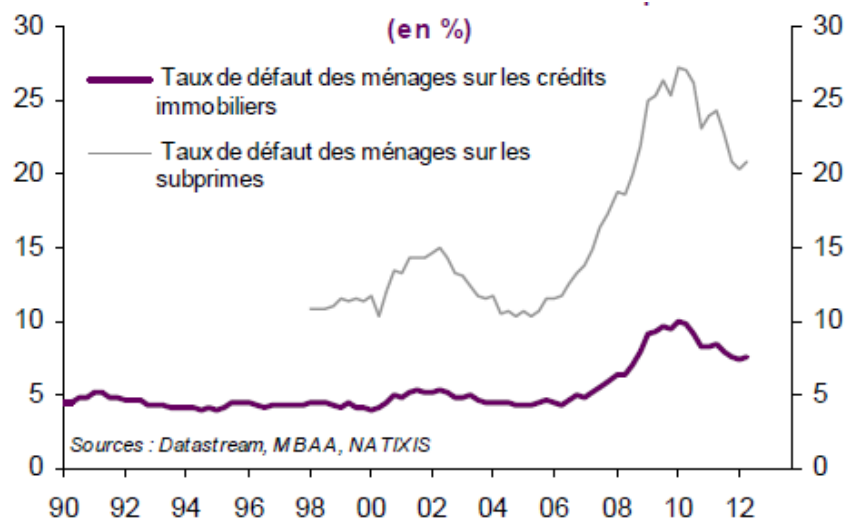
L'objectif était d'assurer un financement, relativement peu coûteux, au secteur de l'immobilier, essentiellement résidentiel, par le biais d'un transfert des créances des bilans des intermédiaires financiers aux portefeuilles des investisseurs.

1.3/Le déclenchement de la crise :

Tout a commencé lorsque les deux conditions, desquelles dépend le bon fonctionnement du mécanisme, ne sont pas remplies, c'est à dire, au moment où, d'une part, les taux d'intérêt de la FED connaissent une augmentation, et d'autre part, le prix de l'immobilier enregistre une baisse.

Inéluctablement, dans un contexte de tensions inflationnistes, la Réserve Fédérale des Etats Unis a relevé progressivement ses taux directeurs ; ils passent de 1% en 2004 à 5.25% en 2006. Or, les crédits subprimes sont associés à des taux variables dont l'évolution suit celle des taux directeurs de la FED. Par conséquent, Les taux variables des crédits subprimes mettent en difficulté un nombre croissant de ménages qui deviennent incapables d'honorer leurs échéances de remboursement, le taux de défaut des crédits subprimes a atteint, selon le graphique, plus de 20% en 2007.

Graphique n° 02: Etats-Unis : taux de défaut des ménages sur les crédits immobiliers et sur les subprimes



Source : P. Artus, « Innovation Financière : ses apports et ses dangers », Document de travail, recherches économiques, Natixis, n° 10/2012, p.06.

Par ailleurs, les prix de l'immobilier ont commencé à chuter dans plusieurs régions des USA à partir de 2006. Ils ont fini par diminuer progressivement dans l'ensemble des Etats- Unis. En conséquence, la valeur du bien acquis grâce au crédit subprime est devenue inférieure au montant du crédit. Le bien ne garantit plus le crédit. La chute des prix de l'immobilier s'est accélérée du fait des multiples reventes de maisons hypothéquées et a entraîné de fait la faillite des établissements financiers.

Le marché de l'immobilier a perdu dans les environs de 20% les 18 derniers mois précédant la crise, ce qui a conduit les prêteurs à faire augmenter les mensualités des emprunteurs alors que la valeur de leurs biens diminuait, et les plus fragiles furent alors incapables de faire face au remboursement. Plusieurs établissements financiers se sont alors retrouvés avec d'importantes créances douteuses.

2/ Latitrisation : transmetteur et propagateur de la crise

La titrisation a été placée au premier rang des accusés de la crise ;elle est à l'origine de sa propagation ;en provoquant une diminution du risque pour le secteur bancaire au prix d'une accentuation du risque pour le secteur financier non bancaire (Matherat et Troussard, 1999). Cette pratique a encouragé la diffusion d'une classe d'actifs « toxiques » des banques et établissements de crédit américains à l'ensemble du système financier mondial.

Cette crise aurait pu rester limitée aux banques américaines mais avec cette technique, les créances ont été sorties du bilan pour être rachetées par d'autres établissements financiers ou des fonds d'investissements partout dans le monde. Comme l'articule Bonnefous Annabel-Mauveet al. (2010) : « la déréglementation, la désintermédiation et le décloisonnement des marchés, appelés les « 3D » par Bourguinat (1999) et dont la titrisation est un instrument majeur, ont conduit à l'émergence d'un circuit parallèle – *The shadow banking system* -, mais surtout à la propagation de la crise »¹³.

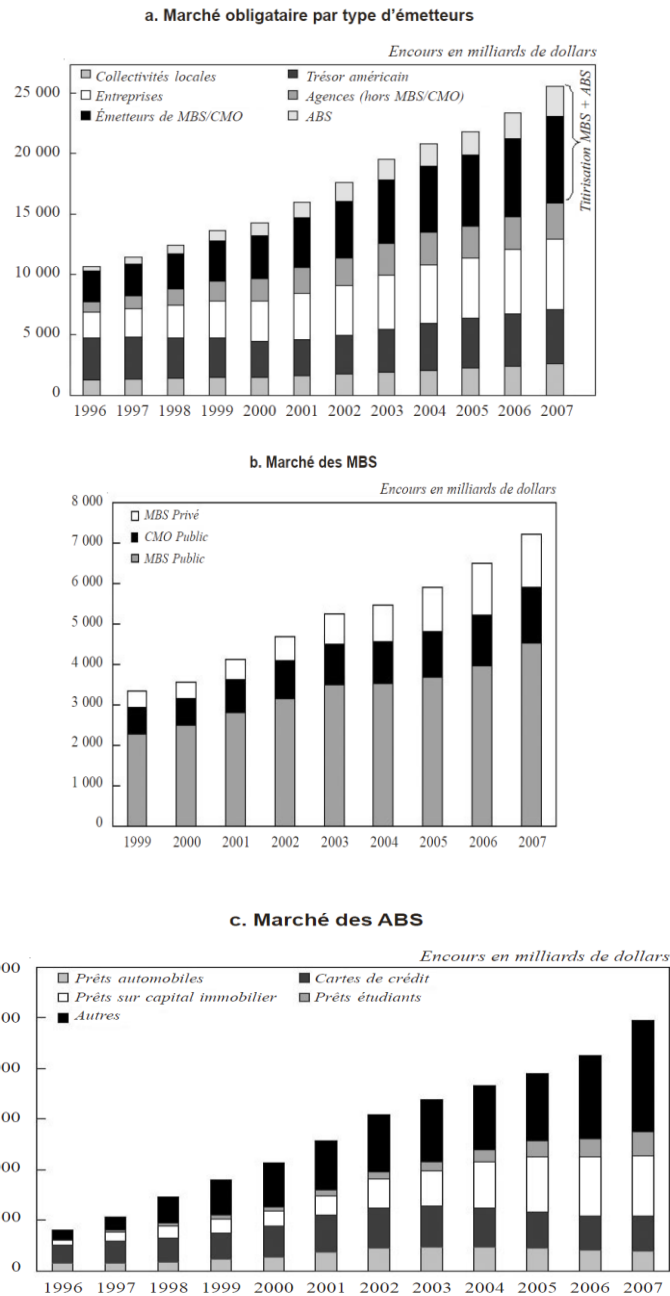
2.1/ Evolution du marché de la titrisation avant et pendant la crise :

La titrisation a connu, depuis les années 2000, un essor considérable. Les données concernant les États-Unis montrent, effectivement, que l'activité de titrisation s'est extrêmement développée avant la crise de l'été 2007. Si on se réfère au marché des MBS/CMO et des ABS obligataires, l'encours fin 2007 aux États-Unis est estimé à près de 10 000 milliards de dollars, soit une multiplication par trois en dix ans (graphique n°03).

En revanche, en Europe, le marché de la titrisation est distinct du marché américain, L'émission des titres est partagée essentiellement entre les Covered Bonds et les ABS. Si on

compare le marché des ABS, le marché européen est relativement modeste comparé au marché américain. Les émissions des ABS, enregistrées au deuxième trimestre de 2007, ne dépassaient pas 100 milliards d'euros, contre 238 milliards d'euros aux Etats-Unis¹⁴.

Graphique n°03 : Le marché de la titrisation aux Etats- Unis

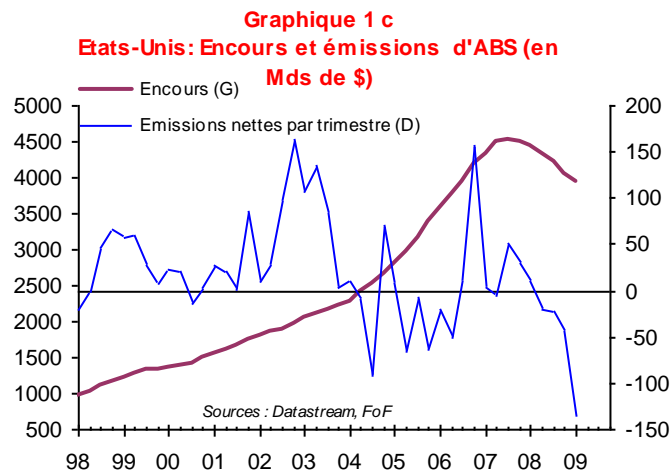
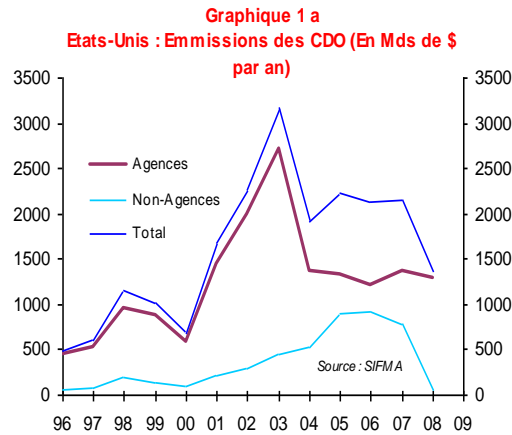


Source : Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

Source : P. Artus, J.P. Bethève, C. de Boissieu et G. Capelle-Blancard, « La crise des subprimes », Rapport CAE, 2008, p.38,39.

La crise de l'été 2007, a remis en cause l'engouement qu'avaient les marchés pour les produits issus de la titrisation. Juste après le début de la crise, au mois de juillet 2007, c'est alors que l'émission de titres a connu un replis surprenant. Les graphiques ci-après retracent le déclin du marché des ABS et de celui des CDO aux Etats-Unis.

Graphique n°04 : L'émission des CDO aux Etats-Unis



Source : Datastream, FOF

2.2/ Comment s'expliquent les dérives de la titrisation :

2.2.1/ le processus de la titrisation exacerbé par l'asymétrie d'information :

Le premier problème indissociable de la titrisation tient à la circulation de l'information. Dans *l'originate and hold model*, le nombre d'intervenants dans une opération de crédit était limité à deux (l'établissement de crédit et l'emprunteur). Alors que dans *l'originate and distribute model*, le nombre d'intervenants est beaucoup plus important, on en

dénombré jusqu'à 09, ce qui engendre une multiplication des asymétries d'information (Ashcraft et Schuermann, 2007). Les asymétries d'information modifient chaque étape du processus de titrisation et engendrent une forte source de contagion. De plus, un tel système ne peut fonctionner que si chaque intervenant a, en permanence, accès à la liquidité.

La titrisation a donc conduit les banques à relâcher leur effort de sélection et de surveillance des emprunteurs. Des travaux empiriques montrent, en effet, que le taux de défaut sur les crédits titrisés est beaucoup plus important pour les crédits qui ne l'ont pas été (A. Purnanandam (2008) ; B. Keys *et al.* (2008) ; et U. Rajan *et al.* (2008)).

Cet état de fait montre que les banques sont moins attentives car elles savent que les risques seront transférés aux investisseurs finaux, ce qui a évidemment accentué le risque au lieu de le réduire.

Le fait de se débarrasser des risques peut alors engendrer de mauvaises incitations et nourrir une prise de risque abusive de la part du secteur bancaire, qui exerce une sélection et un suivi moins étroits des emprunteurs. Dans ce sens, beaucoup d'études montrent que les banques qui utilisent le marché des cessions de prêts dans le but de gérer les risques sont moins capitalisées et octroient des prêts plus risqués que d'autres banques.

En outre, la difficulté des investisseurs à estimer la qualité des actifs titrisés peut pousser les établissements de crédit à se débarrasser prioritairement de ceux qui sont considérés comme les plus risqués (Parlour et Plantin [2008], Berndt et Gupta [2009], ou encore octroyer, en premier lieu, des crédits de mauvaise qualité dans la seule fin de les céder sur le marché secondaire (Hakenes et Schnabel, 2008)).

Ainsi, la titrisation renforce le phénomène d'aléa moral en encourageant d'une part, le cédant (l'émetteur) à adopter des comportements risqués et d'autre part, à négliger l'analyse de la solvabilité de son débiteur, étant donné qu'il ne supportera pas les effets de son prêt en termes de crédit.

Michel Aglietta (2008), effectue une comparaison entre le modèle *originate and hold* dans lequel les banques accordent et assument le risque à leur bilan et le modèle dans lequel les crédits sont revendus une fois transformés par le biais de la titrisation, elle est résumée dans le tableau suivant :

Tableau n° 01 : Deux modèles de crédit

Tableau 3. Deux modèles de crédit

Initier les crédits et porter le risque	Initier les crédits et les vendre (ou les garder mais vendre le risque)
Le profit du prêteur est fonction croissante du risque pris	Le profit du prêteur est fonction croissante du volume des crédits vendus
Incitation à évaluer la solvabilité de l'emprunteur	Incitation à accorder des crédits contre collatéral : la hausse anticipée de la valeur du bien
Asymétrie d'information réduite par la proximité de l'emprunteur et du prêteur qui fait le monitoring pendant la vie du prêt	Asymétrie d'information accrue par la faible incitation à considérer le profil du risque du débiteur
Offre de crédit par des banques munies d'une capacité à évaluer des crédits	Offre de crédit par des banques et par une variété d'officines non bancaires
Contrôle prudentiel : provision en capital en face du crédit	Aucun contrôle prudentiel, aucune provision en capital
→ Aléa moral contenu	→ Aléa moral maximisé

Source : Aglietta (2008)

Source : M. Aglietta, « comprendre la crise du crédit structuré », Lettre du CPII n°275 / février 2008, p.02

2.2.2/ La complexité des produits titrisés :

L'innovation financière a permis de fabriquer des produits structurés sophistiqués et complexes, qui ont permis d'offrir des rendements « sur mesure » aux investisseurs et le refinancement, notamment, des établissements financiers¹⁵. Cette complexité trop forte des produits titrisés, que seule une poignée d'investisseurs peut comprendre, est comparée aux autres sources de financement, elle est considérée comme étant l'une des plus ambiguës comme le montre le tableau suivant :

Tableau n° 02 : Le degré de la complexité de la titrisation

	Crédit bancaire « standard »	Emissions obligataires	Leasing	Factoring	Titrisation
Complexité	*	**	*	**	***

Source : Conférence Titrisation – Revue Banque : Panorama du marché de la titrisation en Europe et aux Etats-Unis, Juin 2014, p.03

Le schéma de complexification de la titrisation a commencé depuis le passage du pass through sécurities jusqu'au CDO of CDO ou même CDO cube.

Les pass through sont les premiers montages de la titrisation apparus aux Etats-Unis. Ils représentent des titres de propriété d'un pool de créances de même catégorie détenu par le SPV. Dans ce cas, il n'ya pas à proprement parler de transformation des flux et des caractéristiques des créances.

Puis viennent les pay- through qui sont émis par le SPV dont les flux sont alimentés par les titres sous jacents mais les caractéristiques sont transformés pour être adaptées aux besoins des investisseurs, un principe de subordination est alors retenu, qui consiste à différencier les titres émis par le FCC et les répartir en tranches successives et hiérarchiques selon le degré du risque.

Le passage du pass- through au pay- through securities a représenté un premier pas dans la complexification des opérations de titrisation. La complexité des montages financiers de la titrisation ne s'est pas arrêtée à ce niveau. Les titres issus de la titrisation commencent à faire, eux –mêmes, l'objet de nouvelles titrisations, on parle de CDO of CDO square, et même CDO cube.

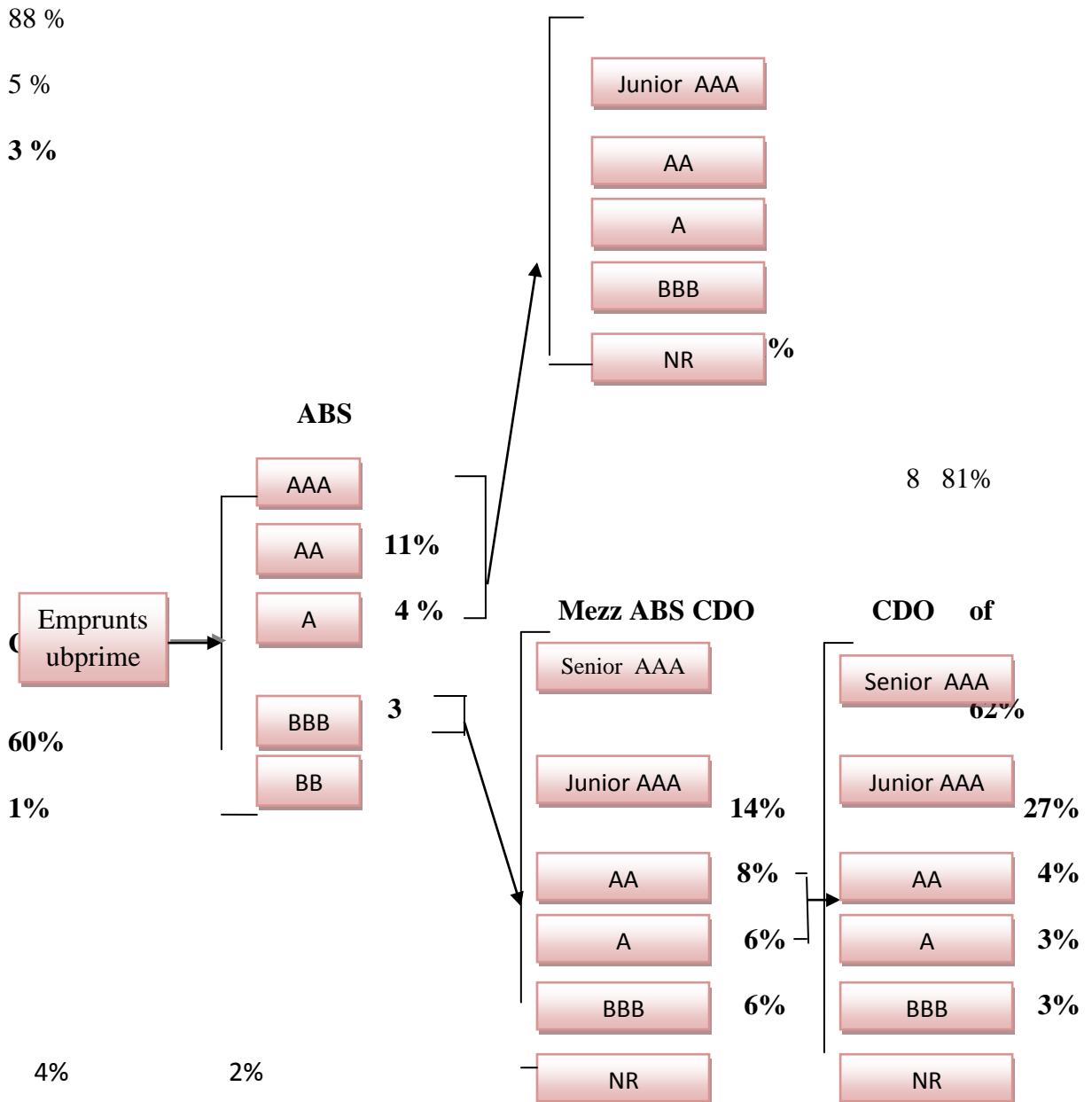
En effet, pour dégager un maximum de commissions, les banques d'investissement empilent de la titrisation sur titrisation dans des processus de plus en plus compliqués à valoriser¹⁶. Ce processus provoque un dépérissement d'informations sur les actifs titrisés au fur et à mesure qu'il devient plus complexe et plus opaque.

On arrive à des situations posant des problèmes d'évaluation importants car des techniques quantitatives complexes difficiles à maîtriser ont été introduites. Ces montages sont le fruit des ingénieurs financiers, mathématiciens d'origine, mais sont utilisés par des traders et autres gestionnaires à la recherche de profits à court terme incapables d'évaluer le contenu de ces produits ; ou encore, ils sont utilisés, manipulés par des gestionnaires qui usent de ces montages sans chercher à prendre en compte leurs méfaits¹⁷. Par conséquent, chaque intervenant quelque soit son degré d'expertise est soumis à des risques de pertes plus au moins importantes (Rahmouni, Jassaud, 2008).

C'est évidemment, ce qui a eu lieu, une fois que la crise des subprimes s'est déclenchée, les crédits subprimes ont été d'une grande complication au point où les investisseurs ne connaissaient pas le degré du risque encouru. La difficulté ou l'incapacité à évaluer la véritable valeur des produits titrisés constitue une cause importante de la propagation de la crise des subprimes et montre clairement les dangers de la sophistication de ces produits.

Afin de cerner la réalité du phénomène, nous l'avons illustré par un exemple ;

Schéma n°03 : un exemple de la création d'un troisième degré de titrisation CDO of CDO High grade ABS CDO



Source : J. Hull, C. Godlwesky, M. Merli, "Gestion des risques et institutions financières", Edition Pearson, 2010, p.353

Ce pool de créances contient des titres construits sur des ABS, et des CDO déjà titrisés. D'après le schéma deux ABS CDO peuvent être créées, l'un à partir des tranches notées BBB de l'ABS, l'autre à partir des tranches AAA-AA et A de l'ABS. La figure montre également la création d'un troisième degré de titrisation CDO of CDO, s'appuyant sur les tranches mezzanines du Mezz ABS CDO.

2.2.3/ Les agences de notation : un maillon faible dans la chaîne de titrisation :

Les agences de notation sont des entreprises privées qui évaluent la qualité des titres émis sur le marché financier à partir de notes publiées. Cette activité a vu le jour aux Etats-Unis au début du 20ème siècle et s'est ensuite développée à partir des années 1980, elle est prédominée par trois firmes (*Moody's, S&P et Fitch*).

Concernant les opérations de titrisation, les agences de notation évaluent le risque de crédit du portefeuille d'actifs logé dans le SPV. L'agence donne une évaluation des titres par degré de risque en tenant compte du fait que plus le risque est important, plus la note est faible. Le SPV est tenu donc d'avoir un bon rating pour céder ses titres aux investisseurs à des prix qui réduisent le coût de l'opération.

Cependant, ces dernières ont été pointées du doigt suite au déclenchement de la crise des subprimes. En effet, les notes accordées par ces cabinets aux émetteurs, qui normalement sont supposées être objectives afin de permettre aux investisseurs de prendre de bonnes décisions en s'appuyant sur les informations publiées, ont été dans ce cadre totalement biaisées. A cet effet, notons que les agences de rating sont rémunérées non pas par les investisseurs mais par l'émetteur pour leur participation à la structuration des opérations de la titrisation.

En réalité, il existe un conflit d'intérêt qui se manifeste de deux manières. D'une part, le paiement de la notation par les émetteurs fait naître un doute quant à son objectivité¹⁸. D'autre part, les agences de notation jouent un double rôle. Ces dernières peuvent, en effet, proposer des conseils sur la structuration d'un produit qui permettra d'obtenir la notation désirée, et en parallèle, c'est elles-mêmes, qui sont souvent appelées à évaluer le produit. Dans ces circonstances, il y a conflit d'intérêts si la même entité paie une agence à la fois pour attribuer une note et pour donner des conseils sur la manière de l'obtenir¹⁹.

De surcroît, les épisodes de la crise des subprimes ont révélé la défaillance des modèles d'évaluations des risques liés aux produits de titrisation. L'une des explications avancées, à cet effet, est le caractère qualitatif de notation des produits titrisés, le fait que les CDO soient notés AAA aux mêmes titres que les obligations de l'Etat, alors que les risques inhérents à ces deux catégories de titres sont totalement différents. Cette situation montre clairement que la notation est plutôt qualitative que quantitative.

2.2.4/ Absence du marché secondaire : une liquidité faible

La titrisation a également montré ses limites dans sa capacité à assurer la liquidité des actifs. La crise des subprimes a révélé que cette liquidité est très fragile dans des périodes de haute pression, remettant, ainsi, en cause le principe fondamental de cette technique, qui consiste à rendre les titres non négociables en titres négociables et liquides.

Effectivement, parce qu'ils sont très complexes et par là, même difficiles à évaluer, les créances titrisées peuvent devenir non échangeables en période de tension et ne pas trouver de preneurs par crainte de ne pas revendre par la suite à un prix identique ou supérieur (Sélody, Woodman, 2009).

Non standardisés, construits sur mesure pour satisfaire les exigences des investisseurs à la recherche des produits, qui se caractérisent par une meilleure rentabilité, ces instruments financiers structurés ne font généralement pas l'objet d'échange sur de véritables marchés secondaires (Rousseau, Jasseaud, 2009).

Conclusion :

L'essor de la titrisation résulte des avantages économiques qu'on lui prête, en accroissant l'offre de crédit et en atténuant la concentration des risques. Cette technique a connu durant les deux dernières décennies un développement et une complexification spectaculaire.

Or, la crise financière des subprimes qui a débuté en août 2007, a montré qu'une innovation de ce type peut devenir une source d'instabilité financière. En effet, suite à la crise, il s'est avéré que le modèle « originate and distribute » sur lequel reposait un grand nombre de banques et établissements financiers, était incapable d'allouer le risque de manière optimale, ni même de remplir sa mission de base à savoir la transformation des actifs illiquides en titres liquides vu que les titres issus de la titrisation (ABS, CDO,...) sont devenus extrêmement illiquides.

L'ampleur de cette crise a révélé les pratiques abusives de certains établissements et l'opacité des opérations de titrisations qui, par une forte dispersion du risque et un effet de contagion, ont affecté la sphère financière internationale. Elle a dévoilé aussi les lacunes et les dérives dont souffre la titrisation notamment au niveau de la complexité de son montage, de la sous-estimation du risque par les agences de notation en attribuant des notes qui ne reflétaient pas la réalité des risques inhérents à leurs produits, et à la présence d'asymétrie de l'information dès la signature du contrat.

Néanmoins, si la titrisation serait utilisée conformément à ses objectifs initiaux et qu'elle soit correctement contrôlée, elle constituerait un véritable anneau clé du financement de l'économie. A cette fin, elle doit être très bien réglementée, de manière à lui rendre sa simplicité originale. En d'autres termes, il faudra que les opérations de titrisation soient structurées de manière à être moins complexes et opaques et à assurer la cohérence des incitations des différents acteurs de la chaîne d'intermédiation (Paligorova, (2009); Fender et Mitchell, (2009)).

A cela s'ajoute également, la nécessité de réglementer un certain nombre d'intervenants en matière de titrisation, à l'instar des agences de notation et des rehausseurs de crédit, qui, sans nul doute, ont joué un rôle important dans l'amplification de la crise. Il s'agit d'assurer un meilleur encadrement afin d'éviter tout conflit d'intérêts et distinguer leurs fonctions d'analystes et celles qui relèvent du domaine commercial. Enfin, il convient aussi d'obliger les établissements émetteurs de titres à conserver dans leurs portefeuilles une partie des produits qu'ils structurent.

Références :

¹C. Lubochinsky, « le transfert du risque de crédit, de l'ingéniosité bancaire à l'instabilité financière », *Revue d'économie financière, Hors série 2008*, P.102

²A. Bervas, « l'innovation financière et la frontière de la liquidité », *Direction de la stabilité financière, Banque de France, n° 11 février 2008*.

³D. Schmidt., *La titrisation de créances, Revue de Jurisprudence Commerciale, n°11, 1989, p.114.*

⁴J-L Rieslange &M. Contamine Raynaud, « Droit bancaire », *Edition Dalloz, 1995, p 654.*

⁵A. Beltas, « *La titrisation* », *Edition Legende, 2007, P 3.*

⁶S.Matherat, P. Toussard, « *la titrisation et le système financier* », *Revue d'Economie Financière, n°59/2000, P.29.*

⁷C. De Boissieu, « *La titrisation : une mise en perspective* », *Revue d'Economie Financière, n° 59/2000, p. 20*

⁸J.M. Beacco, B. Hubaud, « *Titrisation : maillon clé du financement de l'économie* », *Edition Eyrolles, 2013, p.41*

⁹J. Stiglitz, « *l'hypocrésie financière face aux crises* », *Journal l'économiste n°2703/2008.*

¹⁰R. Rahmouni , N. Jasseaud, *op. Cit., p.135*

¹¹P. Barneto, G.Gregorio, « *Les mécanismes financiers de la titrisation* », *Edition Lavoisier, 2011, p.205*

¹²*Idem*

¹³A. M. Bonnefous et al., « *Titrisation Synthétique et Finance Carbone : l'indispensable changement de trajectoire de la finance mondiale* », *Management & Avenir, 2010/ n° 36, P.116*

¹⁴P. Artus, J.P. Betbèze, C. de Boissieu et G. Capelle-Blancard, « *La crise des subprimes* », *Rapport CAE, 2008, p. 39.*

¹⁵P. Barneto et G. Gregorio : « *Les mécanismes financiers de la titrisation* », *Edition Lavoisier, 2011*

¹⁶M. Aglietta, « *Le rôle des agences de notation dans la titrisation des crédits* », in « *chroniques de la crise* », *le club de CPII , 2008, p.98*

¹⁷E. Fimbel et C. Karyotis, « La titrisation: dispositif emblématique de la financiarisation irresponsable et facteur de risques sociétaux inédits » *Management & Avenir*, 2011/8 n° 48,

¹⁸P. Cailleteau, « Les agences de notations financière sont-elles indispensables ? *Revue problèmes économiques*, n 2-945, Avril 2008, p.298.

¹⁹J. Selody et E. Woodman, « La réforme de la titrisation », *Banque du Canada, Revue du système financier*, décembre 2009, p. 58