



Qu'est-ce que la titrisation?

Andreas Jobst

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

La titrisation a commencé dans les années 70, quand les agences spécialisées appuyées par le gouvernement des États-Unis ont regroupé les hypothèques immobilières. À partir des années 80, on a commencé à titriser d'autres actifs générateurs de revenu et, ces dernières années, le marché a connu une croissance spectaculaire. Sur certains marchés, comme ceux des titres adossés à des hypothèques à risque aux États-Unis, la dégradation inattendue de la qualité de certains des actifs sous-jacents a miné la confiance des investisseurs. L'ampleur et la durée de la crise du crédit qui en résultent semblent montrer que la titrisation, combinée à une mauvaise distribution du crédit, à des méthodes d'évaluation inadéquates et à un contrôle réglementaire insuffisant, pourrait porter un coup très grave à la stabilité financière.

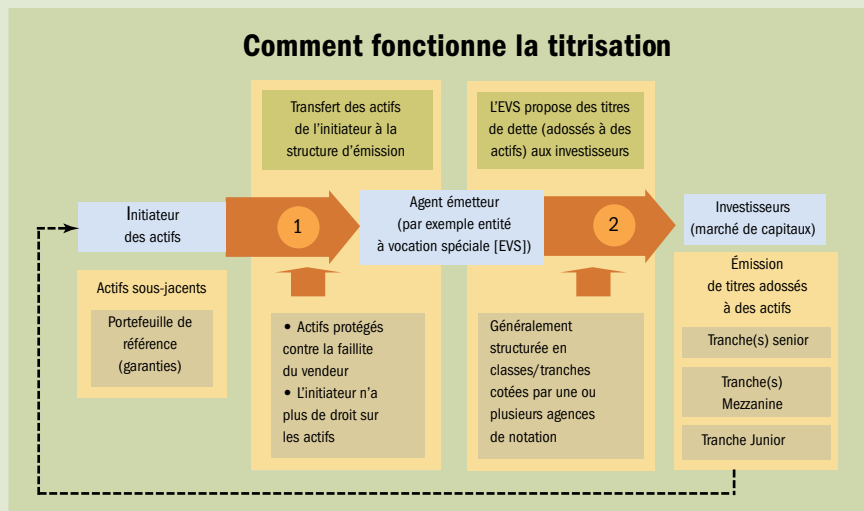
Un nombre croissant d'institutions financières utilisent la titrisation pour transférer le risque de crédit sur les actifs qu'elles émettent de leur bilan à celui d'autres institutions, comme les banques, les compagnies d'assurances et les fonds spéculatifs. Les raisons en sont diverses. Il est souvent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

Jusqu'à l'éclatement de la crise du crédit à risque, la titrisation semblait avoir des effets modérés et positifs. Pourtant, d'aucuns lui reprochent de réduire l'incitation des initiateurs à respecter des normes minimales de prudence en matière de crédit, de gestion du risque et d'investissement, à une époque où les faibles rendements des titres de créance classiques, les taux de dé-

faillance historiquement bas et la facilité d'accéder aux instruments de couverture encourageaient les investisseurs à prendre plus de risques pour obtenir un meilleur rendement. Beaucoup de prêts n'étaient pas comptabilisés dans le bilan de ceux qui les titrisaient, ce qui a peut-être encouragé les initiateurs à trier et surveiller moins strictement les emprunteurs, avec pour conséquence éventuelle une dégradation systématique des normes de prêt et de garantie.

La titrisation : mode d'emploi

Sous sa forme la plus simple, le processus comporte deux étapes (voir graphique). Dans la première, une société qui détient des créances ou d'autres actifs générateurs de revenu — l'initiateur — choisit les actifs qu'elle veut enlever de son bilan et les regroupe dans ce qu'on appelle un portefeuille de référence. Elle vend ensuite ces actifs à un émetteur, par exemple une entité à vocation spéciale (EVS), souvent créée par une institution financière pour acheter les actifs et effectuer leur traitement juridique et comptable hors bilan. Dans la seconde étape, l'émetteur finance l'acquisition des actifs groupés en mettant sur le marché des titres rémunérés négociables qui sont vendus à des investisseurs sur le marché des capitaux. Ceux-ci reçoivent des paiements à taux fixe ou flottant depuis un compte fiduciaire financé par le produit du portefeuille de référence. Dans la plupart des cas, l'initiateur assure le service des prêts du portefeuille, collecte les paiements des emprunteurs initiaux et les transmet, moyennant une com-



mission, à la structure ou au fiduciaire. Au fond, la titrisation est une source de financement alternative et diversifiée fondée sur le transfert du risque de crédit (et peut-être aussi du risque de taux d'intérêt et de monnaie) de l'émetteur à l'investisseur.

Selon une formule récente plus raffinée, le portefeuille de référence est divisé en plusieurs tranches, dont chacune comporte un niveau de risque différent et est vendue séparément. Le retour sur investissement (remboursement du principal et des intérêts) et les pertes sont répartis entre les diverses tranches selon leur rang. Par exemple, la tranche la moins risquée a la première créance sur le revenu produit par les actifs sous-jacents, et la plus risquée a la dernière créance. La structure classique de titrisation a trois paliers : junior, mezzanine et senior. Cette structure concentre les pertes attendues sur la tranche junior, ou position de premier risque, qui est généralement la tranche la plus petite, mais celle qui supporte la plus grande part du risque de crédit et reçoit le rendement le plus élevé. Il n'y a guère d'anticipation de perte sur les tranches senior, qui sont très sensibles à l'évolution de la qualité des actifs sous-jacents parce que les investisseurs financent souvent leur achat par l'emprunt. Cette sensibilité a été la source des difficultés du marché hypothécaire à risque l'an dernier. Quand les tranches les plus risquées ont connu des problèmes de remboursement, la crise de confiance s'est propagée aux détenteurs des tranches senior, suscitant chez les investisseurs la panique et la fuite vers des actifs plus sûrs, et entraînant une braderie de la dette titrisée.

Initialement, la titrisation servait à financer des actifs auto-amortissables simples comme les hypothèques. Mais on peut structurer tout actif ayant une trésorerie stable en l'insérant dans un portefeuille de référence qui appuie la dette titrisée. Les titres peuvent être adossés à des hypothèques, mais aussi à des emprunts d'entreprise et d'État, au crédit consommation, au financement de projets, à des créances d'exploitation ou sur baux financiers, et à des accords de prêt personnalisés. On désigne ces instruments par le terme générique «titres adossés à des actifs (TAA)», sauf les transactions adossées à des hypothèques (résidentielles ou commerciales), que l'on appelle «titres adossés à des créances hypothécaires» (TACH). L'obligation structurée adossée à des emprunts en est une variante qui utilise la même technique que les TAA, mais comporte une gamme d'actifs plus large et plus variée.

L'attrait de la titrisation

La titrisation a d'abord été un moyen pour les institutions financières et les entreprises de trouver de nouvelles sources de financement, soit en retirant des actifs de leur bilan soit en y adossant leurs emprunts pour refinancer leur émission au juste taux du marché. Elle réduisait le coût de leurs emprunts et, dans le cas des banques, abaissait le niveau de fonds propres exigé.

Supposons, par exemple, qu'une société de crédit-bail ait besoin de liquidités. Dans la procédure normale, elle ferait un emprunt ou vendrait des obligations. Sa capacité de le faire, et le coût, dépendraient de sa solidité financière globale et de sa cote de crédit. Si elle trouve des acheteurs, elle peut vendre directement certains des contrats, transformant ainsi des rentrées futures en liquide. Le problème est qu'il n'existe presque pas de marché secondaire pour les baux individuels. En les regroupant, la société peut lever des fonds en vendant le tout à un émetteur qui, à son tour, le transforme en titres négociables.

En outre, les actifs sont dissociés du bilan de l'initiateur (et de sa cote de crédit), permettant aux émetteurs de lever des fonds pour financer l'achat des actifs à un coût moindre que si l'on prenait seulement en compte la solidité du bilan de l'initiateur. Par exemple, une société ayant une cote globale «B» et détenant des actifs cotés «AAA» pourrait trouver des fonds avec une note «AAA», et non «B» en titrisant ses actifs. Contrairement à la dette classique, la titrisation n'augmente pas le passif de la société, mais produit des fonds pour l'investissement sans accroître le bilan.

La titrisation n'offre pas seulement aux investisseurs un nombre plus grand d'actifs à investir. Sa flexibilité permet aussi aux émetteurs d'adapter la structure des risques et des gains des tranches à la tolérance du risque par les investisseurs. Par exemple, les fonds de pension et autres organismes de placement collectif ont besoin d'une gamme variée d'instruments à revenu fixe et à long terme bien cotés qui dépassent ce que les émissions de dette publique peuvent offrir. Si la dette titrisée est négociée, les investisseurs peuvent, à un faible coût de transaction, ajuster rapidement leur exposition aux actifs sensibles à la notation selon l'évolution de leur sensibilité au risque, le sentiment du marché et les préférences de consommation.

Parfois, les initiateurs ne vendent pas simplement les titres à l'émetteur («titrisation par cession authentique»), mais cèdent seulement le risque de crédit associé aux actifs sans transférer le titre de propriété («titrisation synthétique»). La titrisation synthétique permet aux émetteurs d'exploiter les différences entre le prix des actifs achetés (souvent illiquides) et celui que les investisseurs sont prêts à payer (si les titres sont diversifiés dans un vaste ensemble d'actifs).

La croissance de la titrisation

La titrisation a beaucoup changé pendant la dernière décennie. Elle n'est plus liée à des actifs traditionnels assortis de conditions spécifiques comme les hypothèques, les prêts bancaires ou les prêts à la consommation (actifs auto-amortissables). Les progrès de la modélisation et de la quantification du risque, ainsi que la multiplication des données disponibles, ont encouragé les émetteurs à utiliser une gamme plus large de types d'actifs, y compris les prêts gagés sur biens immobiliers, les créances sur baux financiers et les prêts aux PME. Bien que la plupart des émissions soient concentrées sur les marchés développés, la titrisation a aussi connu un vif essor dans les marchés émergents, où des entreprises et des banques puissantes et bien cotées l'utilisent pour transformer en liquidités disponibles le flux de trésorerie futur provenant des créances à l'exportation ou les envois de fonds libellés en devises fortes.

Il est probable que les produits titrisés se simplifient à l'avenir. Après des années où les émetteurs ne constituaient presque pas de réserve pour couvrir une dette titrisée bien cotée, ils feront bientôt face à des changements réglementaires exigeant des charges financières plus élevées et une évaluation plus profonde. Pour relancer les transactions de titrisation et rétablir la confiance des investisseurs, il faudra peut-être obliger les émetteurs à conserver une participation aux résultats des actifs titrisés à chaque niveau de priorité, et plus seulement au niveau inférieur. ■

Andreas Jobst est économiste au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.