

I LABORATOIRE

O ORLEANAIS

G DE GESTION

LABORATOIRE ORLEANAIS DE GESTION

I.A.E

Faculté de Droit d'Economie et de Gestion
rue de Blois - B.P. 6739
45067 Orléans Cedex 2

Tél. : 02 38 41 70 28

Fax : 02 38 41 73 60

E.Mail : iae@univ-orleans.fr



INSTITUT
D'ADMINISTRATION
DES ENTREPRISES

**Document de
recherche**

N° 1997 - 3

*La titrisation à
l'heure de l'EURO :
une opportunité
de gestion ALM
performante.*

Corynne JAFFEUX

La titrisation à l'heure de l'EURO :
une opportunité de gestion
ALM performante

Corynne JAFFEUX
Professeur de Gestion

L'unification des marchés financiers pour les six pays *in* va entraîner une réallocation des bilans des établissements de crédit, et une nouvelle gestion des actifs-passifs.

La titrisation, technique récente, importée des Etats-Unis et légiférée en France par la loi de 1988 présente un certain nombre d'avantages pour les gestionnaires en charge de la gestion ALM de leurs établissements.

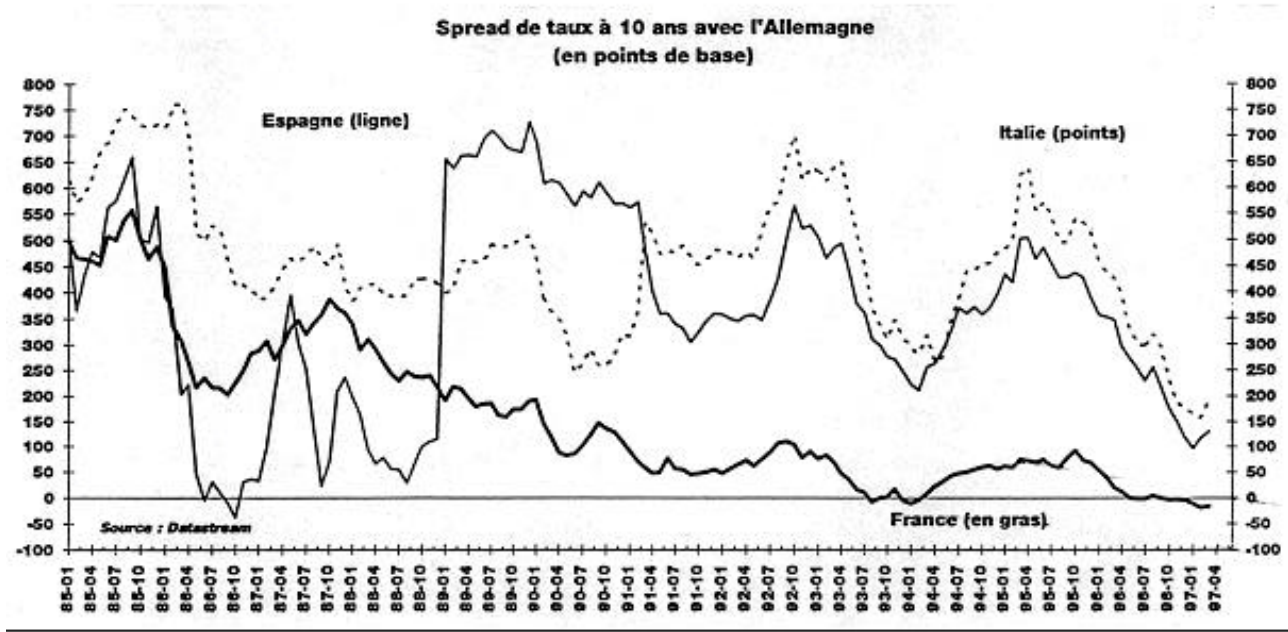
Après avoir traité des conséquences que l'on perçoit au passage à l'euro le 1^{er} janvier 1999 (section 1), nous analyserons la technique de la titrisation et son intérêt dans le contexte euro (section 2).

Section 1. Les conséquences du passage à l'euro

Les conséquences du passage à l'euro, du moins celles identifiées pour l'instant, sont nombreuses et de nature variée. Il est nécessaire d'étudier les conséquences macro-économiques afin d'analyser les impacts qu'elles engendrent sur la gestion d'un établissement de crédit. C'est ainsi que nous nous attacherons à retenir les impacts sur les taux (§1) et sur le change(§2).

§1. Impact du passage à l'euro sur la gestion du risque de taux

Anticipant le passage à l'euro notamment pour la France et l'Allemagne, le marché obligataire montre tendanciellement des signes d'uniformisation des *spreads* et conjointement un certain écrasement des taux par rapport aux produits de référence. Ainsi, depuis 1985, les écarts de taux sont devenus négatifs pour la France (Schéma page suivante).



Source : CDC, 1997.

Sans doute demeure-t-il des possibilités d'arbitrage sur les taux courts des monnaies *in* ; en revanche, la convergence est désormais réalisée sur les taux longs.

Qu'en sera-t-il en 1999 ?

Fondamentalement, ce qui va changer, c'est la gestion des positions qui, aujourd'hui encore se fait par devise, alors que dans moins de 400 jours, il ne subsistera plus qu'une gestion euro. Simplificatrice en apparence, cette situation n'en est pas moins plus délicate à appréhender ultérieurement.

Les banques centrales nationales mettront alors en place des politiques édictées par la banque centrale européenne. Afin d'assurer les principes de marché, l'institut monétaire européen exclut la possibilité pour les banques commerciales de se refinancer auprès de la banque centrale. Les établissements de crédit vont, comme ils le pratiquent déjà couramment, se refinancer en grande partie sur les marchés des capitaux.

L'élément central dans la gestion deviendra la courbe de *spread* de la signature émettrice et non plus le choix d'un taux d'intérêt, dont la structure sera vraisemblablement plate.

En effet, la zone euro est aujourd'hui et le demeurera structurellement une zone à excédent monétaire. Fin 97, l'excédent courant devait atteindre 180 milliards \$ comparé au déficit américain de 160 milliards \$ (CDC, 1997). Sans volonté ni ambition à capter des capitaux en quête de placements rémunérateurs, les taux d'intérêt seront maintenus bas. Ceci devrait avoir pour conséquence d'attirer des émetteurs qui ne seront pas nécessairement de bonne signature. Attirés par les taux d'intérêt bas, des emprunteurs de qualité moyenne voire mauvaise vont émettre sur le marché euro. Ces signatures auront pour effet d'accroître la prime de risque.

Par ailleurs, il est intéressant d'observer que les investisseurs *out*, en particulier américain ou japonais, ne pourront pas considérer le marché obligataire européen plus profond ou plus liquide que les marchés existant aujourd'hui. En effet, on assistera à la superposition de différents marchés régionaux, dont la taille demeurera identique à celle que prévalait avant l'euro. La critique

adressée par les investisseurs internationaux à propos de l'étroitesse des marchés actuels subsistera.

Il en aurait été tout autrement si le schéma de place financier avait retenu la création d'un émetteur fédéral unique qui aurait présenté l'intérêt d'émettre des titres pour faire face à l'endettement public européen. La liberté de chaque pays a prévalu sur l'intérêt collectif.

Ainsi la gestion ALM, en matière de risque de taux ne se modifiera pas radicalement : duration, convexité, sensibilité demeureront les instruments de référence dans la recherche d'une immunisation.

La courbe de *spread* de signature deviendra un outil de référence pour les gestionnaires, sachant compte tenu de ce qui a été dit précédemment, que les *spreads* risquent de s'élargir.

Ainsi, de manière simplificatrice, on peut dire qu'hier le taux guidait le choix des émetteurs et des investisseurs ; demain, le *spread* sera l'élément central. Quoiqu'il en soit, le coût du refinancement sera un élément décisif dans la gestion.

§2. Impact du passage à l'euro sur la gestion du risque de change

L'existence d'une monnaie unique au sein d'une partie de l'union européenne va simplifier en apparence la situation économique, à la fois au plan macro et au plan micro. Toutefois, le processus qui conduira à l'union monétaire et en particulier l'échéancier des différentes étapes, n'est pas arrêté définitivement, pas plus que les trois problèmes fondamentaux auxquels nous sommes confrontés, à savoir :

- le choix des pays participant à l'union monétaire, qui devrait être arrêté en mai 1998,
- la fixation des parités bilatérales, dont la date n'a pas encore été fixée,
- et la conversion de l'écu en euro le 1^{er} janvier 1999.

Les pays qui participeront à l'union monétaire sont ceux qui

répondront aux critères de convergence tels que définis à Maastricht. Selon toutes probabilités, les pays qui vont intégrer les premiers l'euro seront la Belgique, le Luxembourg, la Hollande, la France, l'Allemagne et l'Autriche. Le sort de l'Espagne et de l'Italie n'étant pas encore réglé ; il relève en effet d'une décision de nature politique et non pas économique puisque ces deux pays, malgré des efforts considérables ces dernières années, ne satisfont pas aux critères de Maastricht.

scénario de passage à l'euro : quels pays ?

Nombre de critères respectés	Critères Fin 1997 Référence : Limite maximale	Stabilité du change	Inflation		Taux d'intérêt		Déficit / PIB
			1.5	3.0	6.3	8.3	
5	Luxembourg	Oui	1.8	6.5	0.2		
4	France	Oui	1.3	6.4	-3.7		
4	Pays-Bas	Oui	1.8	6.4	-2.7		
4	Danemark	Oui	2.5	6.7	-0.8		
4	Irlande	Oui	2.4	7.5	-2.6		
3	Allemagne	Oui	1.5	6.4	-3.6		
3	Belgique	Oui	1.8	6.7	-3.7		
3	Royaume-Uni	Non	2.5	8.0	-3.7		
3	Autriche	Oui	1.7	6.0	-3.2		
3	Finlande	Non	2.0	6.7	-1.2		
2	Suède	Non	2.8	8.0	-3.1		
2	Espagne	Oui	3.0	9.2	-4.7		
2	Portugal	Oui	2.7	10.2	-4.2		
1	Italie	Non	2.9	9.9	-6.4		
0	Grèce	Non	6.5	16.9	-6.8		

Source : OCDE, 1997.

Scénario de passage à l'euro : quels pays ?

	Dette / PIB En 1993	Dette / PIB En 1997	Evolution	Événement exceptionnel
Luxembourg	7.6	5.8	1.8	Réunification Eloigné de 60%
France	57.3	56.2	1.1	
Allemagne	48.2	60.4	-12.2	
Pays-Bas	81.1	78.2	2.9	
Irlande	97.5	80.3	17.2	
Belgique	137.9	130.1	7.8	
Autriche	62.8	73.1	-10.3	
Danemark	80.1	70.9	9.2	
Royaume-Uni	48.3	58.2	-9.9	
Finlande	57.3	70.7	-13.4	
Suède	76	79.1	-3.1	
Espagne	60.5	70.1	-9.6	
Portugal	67.2	72.1	-4.9	
Italie	119.4	123.5	-4.1	
Grèce	111.7	107.1	4.6	

Source : OCDE, 1997.

La fixation des parités bilatérales est un réel problème. Le choix du cours de référence n'est pas encore arrêté. Diverses thèses circulent telles la référence au taux du marché au jour de la fixation des parités, une moyenne de cours, les taux pivots du SME ou encore un cours de change à terme.

Quelle que soit la méthode retenue, il se dégage deux constatations :

- d'une part, ce taux doit refléter le pouvoir d'achat du pays considéré,
- d'autre part, un même calcul de taux sera utilisé pour l'ensemble des pays. Or rien ne certifie qu'un mode de calcul cohérent pour un pays le soit nécessairement pour un autre.

On peut noter combien il est difficile de gérer à la fois sur le plan économique et sur le plan politique cette période de six mois.

Sur le plan économique d'abord, parce que des mouvements spéculatifs risquent de perturber le marché selon la méthode de fixation de cours retenue ; à cet égard, on peut affirmer que la connaissance du mode de calcul devrait intervenir le plus tardivement possible, ceci afin d'éviter les mouvements spéculatifs destabilisants. Sur le plan politique ensuite, car on peut s'interroger sur l'attitude qu'adopteront les pays *out* que ce soit d'ailleurs pendant la période de ces six mois ou ultérieurement.

Enfin, le 1^{er} janvier 1999, la réglementation européenne confirmera le principe de continuité monétaire entre l'écu-panier et l'euro, au taux de un pour un. Cette même réglementation fixera les modalités de la période de transition qui sépare le 1^{er} janvier 1999 du 1er janvier 2002, date à laquelle seul l'euro aura cours légal.

La valeur de l'euro reflétera alors les parités bilatérales de change et le taux de change de l'écu. Cette phase de transition est fondamentale puisqu'elle se conclut au 1^{er} janvier 1999 par la reconnaissance de l'euro et la disparition de l'écu. Or l'écu est un panier de douze monnaies (quinze pays hors l'Autriche et la Finlande), composé de devises dont on sait d'ores et déjà qu'un certain nombre d'entre elles n'appartiendront pas au premier groupe

de pays à rejoindre l'euro. Quelles seront dans ces conditions l'attitude des pays *out* ? Un écu-panier de douze devises contre un euro de six devises ?

Une autre interrogation porte sur le poids qui sera accordé à l'euro. La situation aujourd'hui montre une hégémonie sans faille du dollar. Sur le marché des changes, 80% des transactions s'effectuent en dollar. Dans le cadre du commerce international, il est frappant de constater que les Etats-Unis ne participent que pour 13% au commerce mondial, alors que 48% des échanges sont facturés en dollar.

A l'opposé, l'Europe réalise 40% du commerce mondial (le poids dans le PNB des pays de l'OCDE de la zone Europe et des Etats-Unis est identique, à un tiers environ) et 33% de ces échanges sont facturés en dollar.

Peut-on légitimement considérer que ces 33% soient remplacés pour une bonne part par l'euro ? Dans la mesure où les entreprises se soustraient au risque de change, il est probable que l'euro devienne une monnaie centrale, au même titre que le dollar ou le yen.

L'euro deviendra selon toute probabilité la troisième devise de référence sur le plan mondial après le dollar et le yen, sans que ce soit nécessairement une devise disponible en dehors de la zone euro. En effet, comme il a été évoqué précédemment, la zone euro dispose d'une capacité de financement, tout comme la zone yen et à l'inverse de la zone dollar. La zone euro se suffit à elle-même, puisqu'elle ne cherche pas à attirer des investissements internationaux. Par conséquent, l'euro ne deviendra pas une monnaie de réserve sur le plan international, puisque la majeure partie de cette nouvelle devise sera détenue par des résidents *in*.

Les *traders* sur devises vont devoir travailler sur ces trois devises s'ils veulent intervenir sur des marchés profonds ou aller se positionner sur des devises exotiques, pour des raisons de rentabilité et de diversification.

La concentration d'un grand nombre d'opérateurs sur un nombre réduit de devises va alors considérablement accroître l'instabilité.

De la même façon, les établissements de crédit vont bénéficier d'une simplification de leurs positions grâce à la disparition du risque de change pour les filiales *in*. La gestion de la trésorerie pourra être centralisée.

Les gestionnaires de portefeuille géreront alors sur le plan européen, des portefeuilles de titres financiers ; la contrepartie de la disparition du risque de change sera alors la faiblesse des rendements.

Logiquement, les taux d'intérêt bas se conjugueront avec un cours de change élevé vis à vis du dollar. Les gérants de portefeuille en quête de diversification d'une part et de rendement attractif d'autre part devront se positionner à l'international, hors zone euro.

Section 2. La gestion ALM et la titrisation

Le passage à l'euro aura pour conséquence une gestion ALM au moins aussi sophistiquée que celle d'aujourd'hui, et bien certainement davantage.

L'allocation du capital va se trouver transformée ; la diversification internationale des portefeuilles qui hier par exemple s'opérait dans un cadre européen, devra demain intégrer de nouvelles logiques et un environnement *out* euro.

Les établissements de crédit vont ainsi adopter de nouvelles normes de référence, et seront réceptifs à de nouveaux véhicules de placement ou à de nouvelles techniques de refinancement. La titrisation s'inscrira alors parfaitement dans le champ de leur préoccupation.

Après avoir énoncées les principales caractéristiques de la titrisation (§1), on abordera l'avantage que pourrait procurer la titrisation internationale pour la gestion ALM (§2).

§1. Les principales caractéristiques de la titrisation

En 1969 le rapport Marjolin-Sadrin Wormser a recommandé de ne plus utiliser le réescompte comme mode habituel d'intervention de la

Banque de France. L'abandon de cette technique ouvrirait la voie au refinancement désintermédié.

Dans le cadre de l'union européenne, quel sera le mode de refinancement privilégié ? En aucun cas les banques nationales n'auront le privilège de demander un réescompte de leurs effets auprès de la banque centrale européenne, pas plus que les banques commerciales.

La titrisation s'inscrit dans cette démarche de financement direct des besoins des établissements de crédit, voire, hors cadre légal, des entreprises.

Le premier dispositif législatif sur la titrisation a été mis en place en 1988 et a fait l'objet d'une réforme en 1993. C'est la loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 portant création des fonds commun de créances qui a posé les fondements du mécanisme de la titrisation.

Il s'agit d'une opération qui consiste en la cession de créances par un établissement de crédit, la caisse des dépôts et consignations ou une compagnie d'assurance (dans le cadre de la loi n°93-06 du 4 janvier 1993), à une entité, le fonds commun de créances, qui finance cette acquisition par une émission de parts constituées par des valeurs mobilières. Cette technique présente l'intérêt d'un refinancement, non par une institution telle la Banque de France, mais par le marché des capitaux.

Le fonds commun de créances n'a pas la personnalité morale et il est géré par une société de gestion, les fonds étant confiés à un établissement dépositaire. Les actifs les plus couramment cédés sont les créances nées de l'utilisation de cartes de crédit, des prêts automobiles ou d'autres créances à la consommation et des créances hypothécaires au logement (principalement aux Etats-Unis).

La titrisation présente de nombreux avantages parmi lesquels on peut citer :

- l'abaissement du coût du crédit,
- une meilleure allocation des actifs détenus par l'établissement de crédit,
- la mise en conformité aux normes des ratios prudentiels Cooke.

Il est fréquemment avancé l'idée que la titrisation permet d'abaisser le coût du crédit. L'opération doit en effet conjuguer, en raison du transfert de risques vers les porteurs de parts, un système de garantie tel qu'il offre l'accès à un triple A défini par les sociétés de *rating*.

La faiblesse des taux d'intérêt, telle qu'elle est envisagée dans les pays *in* ne devrait pas faciliter le développement de la titrisation.

La titrisation est d'autant plus efficace que les établissements de crédit subissent une instabilité des taux d'intérêt. Or comme il a été évoqué précédemment, la courbe des taux sera structurellement plate. Ce constat doit être nuancé par le fait qu'actuellement peu d'établissements de crédit ont accès directement à un triple A. La titrisation permet d'y accéder et de diminuer par là-même le coût du refinancement.

Indirectement, le *rating* multiplie les analyses de crédit, peu présentes jusqu'alors sur la place financière française.

Dans le contexte de l'après-1999, rappelons que la qualité des signatures risque de se dégrader en raison de l'arrivée de nouveaux emprunteurs, attirés par la faiblesse des taux. Le risque de défaillance peut par conséquent s'élever.

Par ailleurs, la titrisation dans un cadre international, avec des créances détenues par des établissements de crédit situés dans des pays *in* différents trouvera toute sa justification. Le fait de pouvoir créer une nouvelle catégorie de titres dont les caractéristiques vont répondre aux objectifs de l'investisseur en matière de risque/rentabilité est fondamental (OCDE, 1996). Ce point sera étudié au cours du paragraphe suivant.

En second lieu, la déconsolidation des actifs permet aux établissements de crédit de transférer sur les fonds communs de créances les risques liés à une immobilisation de créances, risques qui sont à priori supportés par les fonds propres. La titrisation présente un double avantage : la résolution du problème de l'improductivité des créances détenues à l'actif des bilans et la disparition du risque de défaillance des débiteurs qui sera alors supporté par les souscripteurs de parts, ou plus exactement par les

garanties mises en place. Dans le même temps, la cession des titres signifie que le cédant a trouvé une contrepartie qui accepte de payer les titres à la valeur actualisée des flux à venir sur ces titres. Cette cession se réalise par conséquent dans les meilleures conditions pour l'établissement cédant (De Kergommeaux, 1997).

- Pour certains actifs tels ceux adossés à l'immobilier, c'est un incontestable avantage. D'ailleurs, plus les établissements de crédit sont sous-capitalisés, plus ils seront incités à recourir à la titrisation.

Il est intéressant de noter que l'émission d'actions renforcera le haut de bilan de l'établissement et son fonds de roulement. Les ressources longues étant alors utilisées pour le financement d'immobilisations. Dans le cadre de la cession de créances par titrisation, le bas de bilan est allégé, et la cession des créances accroît les ressources de long terme de l'entreprise tout en limitant le risque de liquidité. C'est un avantage indéniable lorsque l'on prend en compte la structure des émissions du marché obligataire français, composé à près de 80% d'émissions publiques. Ceci a une double conséquence :

- d'une part, le secteur public absorbe une bonne part des liquidités (Flaven, 1997) qui échappent de ce fait aux banques en quête de financement,
- d'autre part, les établissements de crédit prêteurs souhaitent diversifier leur placement.

Enfin, la titrisation permet la mise en conformité aux normes des ratios prudentiels Cooke. Conçues afin de limiter l'effet de levier des fonds propres des établissements de crédit, le respect de ces normes conduit à réduire les financements accordés aux tiers.

Depuis le 1^{er} janvier 1993, les établissements de crédit de la communauté européenne sont tenus de respecter un ratio de solvabilité minimum de 8%, qui s'applique non seulement aux banques à vocation internationale, mais également à toutes les banques de la communauté européenne. Tous les établissements de crédit sont concernés, à l'exception de la caisse des dépôts et consignations.

Le respect du ratio Cooke a pour effet d'imputer un coût sur l'activité d'un établissement. Le but de ce dernier est de gérer le ratio en numérateur et en dénominateur (Mathérat-Audan, 1993). Face à ces nouvelles contraintes de solvabilité, la titrisation va jouer sur le dénominateur en sortant du bilan des créances ; dans le même temps, la cession d'une créance améliore le ratio. Ainsi, la titrisation permet la rotation des actifs et une meilleure rentabilité des capitaux investis. La titrisation provoquera le phénomène inverse au ratio Cooke, puisqu'il s'agit d'un effet de levier qui accroît la rentabilité des fonds propres. Par cette technique, l'établissement bancaire dispose d'une action qui lui permet d'agir sur son encours de risque. Il a la possibilité de réduire les risques de taux (liés au remboursement anticipé des crédits à taux fixe), puisqu'il est partiellement dispensé de la charge de refinancement des crédits distribués.

Cette technique comporte néanmoins des limites. En particulier, l'impact de la sortie d'une créance sur l'amélioration du ratio Cooke est fonction de la pondération appliquée à la créance cédée. A titre d'exemple, sur la base du ratio minimum de fonds propres durs (*tier 1*) de 4%, il faut titriser 25 milliards de francs de créances pondérées à 100% pour pouvoir disposer d'un milliard de fonds propres (Leibundgut, 1993). Cet exemple souligne la disproportion élevée entre le montant à titriser et le résultat en terme de fonds propres.

Ainsi, pour disposer d'un milliard de fonds propres, il faut titriser 50 milliards de francs de créances pondérées à 50% (Granier, Jaffeux, 1997).

§2. La titrisation dans un cadre international

L'union monétaire aura pour conséquence de fusionner les positions des actifs/passifs en devises *in*, et de centraliser les opérations. Vraisemblablement, le regroupement des *back office* s'opérera pour les établissements de crédit établis dans plusieurs pays de la zone.

La titrisation dans un cadre international serait la suite logique du rapprochement des positions actifs des filiales d'un établissement de

crédit, établies dans la zone *in* et l'opération dépasserait le cadre national et la réglementation en vigueur. Les créances pourraient être confiées à une structure de cantonnement, le *trust*. L'internationalisation de l'opération qui consisterait alors à titriser des créances dont les débiteurs sont issus de pays différents n'est possible qu'à la condition que les établissements disposent d'informations relatives à ces créances. Or de nos jours, dans le cadre français, l'étude du risque spécifique du portefeuille est la plus souvent difficile à établir. L'agence de notation doit réaliser un audit du bilan de l'établissement cédant les créances, en analysant le risque de crédit que ce dernier n'a pas toujours mesuré.

En particulier, l'établissement de crédit ne dispose pas le plus souvent d'historiques sur les impayés, les remboursements anticipés, les pertes de créances ou les taux de provisionnement. Un outil informatique adapté sera un apport essentiel.

Les systèmes informatisés considérés le plus souvent comme archaïques vont devoir être révisés, d'autant que le passage à l'an 2000 pose des problèmes techniques certains. On estime les coûts de conversion à 140 milliards FF pour l'ensemble des banques européennes et 20 milliards FF pour les seules banques françaises. En dépit de ce coût, la modernisation des opérations logistiques est une opportunité pour développer la titrisation qui se heurte le plus souvent à une inadaptation du système informatique.

Face à ces contraintes, la gestion ALM doit être optimisée ; l'allocation des actifs revient alors à trouver de nouvelles ressources. Comparé à l'octroi de ressources par augmentation de capital, l'intérêt est clair : l'établissement de crédit substitue des créances inscrites au bilan à des titres financiers ; il ajuste ainsi au mieux ses besoins de trésorerie grâce à la cession des créances, alors que l'opération qui consiste à renforcer les fonds propres est plus lourde et plus coûteuse.

Par ailleurs, cette dernière s'apparente toujours comme un signal pour le marché qui cherche au travers de l'opération la stratégie qui l'a conduite. Des acquisitions ou des opérations de fusion éventuelles sont souvent alors pronostiquées, même si elles ne se

réalisent pas. Ceci est d'autant plus vrai dans le contexte de concentration que l'on connaît actuellement.

De plus, les possibilités de rechargement des fonds communs de créances faciliteraient une durée de vie plus longue des fonds et donc des ressources. Une telle pratique faciliterait l'adéquation entre les besoins de l'établissement de crédit et les possibilités existantes sur le marché.

L'intérêt né de la titrisation dans un cadre international est qu'elle se produit hors du cadre légal français restrictif. On peut ainsi imaginer que la structure de cantonnement, le *trust*, soit conçu avec un double objectif : abriter des créances dont l'établissement de crédit cherche à se débarrasser et procurer éventuellement des liquidités, les deux opérations nécessairement liées pouvant néanmoins être réalisées consécutivement et non pas simultanément.

Quel avantage procurerait une telle structure ?

On peut supposer que le risque inhérent à la détention de créances s'accroîtra dans les années à venir, en raison d'une gestion internationale des créances détenues sur des tiers, dont il sera peut-être parfois malaisé de déterminer la qualité de la signature. Grâce à cette structure de cantonnement, l'établissement de crédit pourrait sortir rapidement des actifs jugés indésirables.

On peut d'ailleurs s'interroger sur l'effet pervers de la titrisation, qui reporte le risque sur le marché. On peut concevoir la détention de créances de qualité fort moyenne voire médiocre à haut rendement (l'équivalent des fameux *junks bonds*). L'établissement de crédit ne prêterait pas véritablement attention aux crédits octroyés dans la mesure où à priori il aurait l'intention de les titriser. Rappelons qu'à condition d'y mettre le prix sous forme des garanties apportées, on peut en théorie titriser n'importe quel produit. Les investisseurs eux-mêmes ne sanctionnent pas l'établissement cédant si ce dernier titre des titres de qualité moyenne voire médiocre, même si la cote de crédit de l'établissement cédant n'est pas élevée.

La mutualisation des risques reviendrait à une élévation du niveau général de ces derniers. Cet argument justifie à lui seul que l'on s'entoure de garanties significatives. Dans le même ordre d'idées, on constate que les parts subordonnées que l'on ne plaçait pas auprès

des investisseurs voici quelques années car elles étaient jugées risquées, sont de nos jours acquises par ces mêmes investisseurs, attirés par le rendement (Gleizes, Schlegendal, Susini, 1997).

Le second avantage à la création d'un *trust* est que l'on dissocie la structure de cantonnement des créances, de sa capacité à emprunter sur le marché. L'établissement de crédit peut, ce qui est fréquemment le cas aux Etats-Unis, décider d'utiliser un « droit de tirage » en mobilisant les créances par une émission de parts par le *trust*, lors de besoins en capitaux.

A l'avenir, seuls les établissements de crédit qui disposent d'une équipe de titrisation pourront prétendre à poursuivre cette activité. Actuellement, l'écart de taux entre les parts des fonds communs de créances hypothécaires par exemple et les obligations est très réduit : le plus souvent, les marges sont proches de 65 points de base au-dessus des références d'Etat pour les parts situées sur la partie courte de la courbe des taux (2.5 à 3 ans de vie moyenne) et de 80 points de base pour les parts longues (8 à 9 ans de vie moyenne)(Granier, Jaffeux, 1997).

Dans le cadre de l'union monétaire, seuls les *spreads* différencieront les émetteurs puisqu'il existera une harmonisation des taux de référence. Par conséquent, le gain né d'une opération de titrisation sera sans doute plus faible, alors que les coûts récurrents nés du montage de l'opération sont pour partie fixe :

- les frais de constitution évalués dans une fourchette de 0.1% à 0.25% de l'encours des créances cédées ;
- la commission d'arrangeur comprise entre 0.15% et 0.35% de l'encours ;
- la commission de garantie et de placement des titres qui représente 0.25% à 0.5% du montant des parts émises ;
- les frais de gestion liés au fonctionnement du fonds commun de créances estimés entre 0.15% et 0.30% de l'encours des créances cédées ;
- la rémunération des agences de notation.

Ce sont ces mêmes établissements qui devraient être rapidement opérationnels pour titriser des créances issues de pays différents. Les rapprochements de trésorerie pour les pays *in* devraient faciliter ce type de titrisation

La question qui se posera alors sera de comparer les systèmes comptables, fiscaux et juridiques des pays concernés afin de savoir où de telles opérations sont à envisager et fructueuses, tant pour l'établissement cédant que pour les investisseurs.

L'analyse de la titrisation dans les pays de l'OCDE souligne l'absence d'une infrastructure financière adaptée (en dehors des Etats-Unis) (OCDE, 1995). Des efforts seront nécessairement faits en ce sens vers un assouplissement des procédures, au risque pour les pays qui ne le voudraient pas de constater une fuite de l'activité de titrisation vers des pays plus ouverts.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages et articles

Cormis de J.P., « Pourquoi titriser ? », *Banque stratégie* n°70, 1991, p.12.

Demians d'Archambaud T., Portait R., « Ratios Cooke, titres subordonnés et titrisation : coût des fonds propres et gestion du bilan bancaire », *Banque* n°492, mars 1989, p. 254.

Flaven B., « Utiliser davantage la titrisation ? », *Banque* n°581, mai 1997, p.20.

Gleizes J.L., Schlegtendal R.M., Susini F., « Se positionner sur les produits en croissance », *Banque* n°581, mai 1997, p.42.

Granier T., Jaffeux C., *La titrisation, aspects juridique et financier*, Economica, 1997.

Kergommeaux de X., « Panorama des créances titrisables », *Banque* n°581, mai 1997, p.22.

Leibundgut B., « Fonds propres : pourquoi, comment et à quel coût ? », *Banque*, n°537, mai 1993, p.26.

Matherat-Audan S., « Ratio Cooke et banques françaises : contrainte ou discipline ? », *Banque*, n°537, mai 1993, p.41.

Thompson J.K., *La titrisation, une perspective internationale*, OCDE, 1995.

Rapports

Rigaud R.P., « Les mesures propres à favoriser le développement de la titrisation en France », rapport établi à la demande de J.C. Trichet, directeur du Trésor, juin 1991.

Ullmo Y., « Titrisation des créances d'entreprise par des entreprises », Conseil National du Crédit, avril 1992.