

---

## Travail de fin d'études: "Dans quelle mesure le règlement 2017/2402 pourrait-il redynamiser le marché de la titrisation?"

**Auteur :** Piteurs, Lisa

**Promoteur(s) :** Partsch, Philippe-Emmanuel

**Faculté :** Faculté de Droit, de Science Politique et de Criminologie

**Diplôme :** Master en droit, à finalité spécialisée en gestion

**Année académique :** 2019-2020

**URI/URL :** <http://hdl.handle.net/2268.2/9931>

---

### *Avertissement à l'attention des usagers :*

*Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.*

*Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.*

---

## **Dans quelle mesure le règlement 2017/2402 pourrait-il redynamiser le marché de la titrisation ?**

**Lisa PITERS**

### **Jury**

Promoteur :

Monsieur Philippe-Emmanuel PARTSCH,  
Professeur à l'ULiège et Avocat partner  
chez Arendt & Medernach

Année académique 2019-2020

Lecteurs :

Danielle SOUGNÉ, Professeur à l'ULiège  
Benoît DETHIER, Analyste financier à la  
Banque nationale de Belgique

Mémoire présenté en vue de  
l'obtention du diplôme de Master  
en droit, à finalité spécialisée en  
gestion

# *Résumé*

Tout au long de ce mémoire, nous mettons l'accent sur le rôle de la titrisation comme l'un des instruments de financement alternatif de l'économie. La crise financière de 2008 a mis en évidence la complexité et le manque de transparence de ce mécanisme. Par conséquent, suite aux excès constatés par certains acteurs de ce mécanisme, l'Union européenne a jugé bon de réglementer ce dernier.

Le 1<sup>er</sup> janvier 2019 entra en vigueur le « règlement titrisation ». Celui-ci-ci opère une refonte du régime de la titrisation en mettant en place, d'une part, un cadre général pour l'ensemble des titrisations européennes et, d'autre part, un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées. L'objectif est de redynamiser un marché jugé propice à l'économie, tout en tirant les leçons de la crise financière.

Le sujet de notre étude consiste à analyser dans quelle mesure le nouveau règlement titrisation pourra redynamiser ce marché. Pour ce faire, nous verrons quelles sont les conséquences de cette nouvelle réglementation sur l'activité des établissements bancaires.

Toutefois, ce règlement n'ayant pas atteint son objectif initial, nous émettons diverses recommandations en vue de relancer le marché européen de la titrisation dans un cadre réglementaire harmonisé.

# *Abstract*

Throughout this thesis, we focus on the role of securitisation as one of the alternative financing instruments of the economy. The 2008 financial crisis highlighted the complexity and lack of transparency of this mechanism. As a result, following the excesses observed by some players in this mechanism, the European Union decided to regulate it.

On 1<sup>st</sup> January 2019, the "securitisation regulation" came into force. This regulation overhauls the securitisation regime by establishing a general framework for all European securitisations and a specific framework for simple, transparent and standardised securitisations. The aim is to revitalize a market deemed favorable to the economy, while learning the lessons of the financial crisis.

The subject of our study is to analyze to what extent the new securitization regulation will be able to revitalize this market. To do so, we will see what the consequences of this new regulation are on the activity of banking institutions.

However, since the regulation has not achieved its initial objective, we make various recommendations with a view to reviving the European securitisation market within a harmonised regulatory framework.

# *Remerciements*

Mes premiers remerciements s'adressent à mon promoteur, le professeur Philippe-Emmanuel Partsch, pour la confiance qu'il m'a accordé dans le choix de ce sujet de mémoire.

Je tiens également à remercier mes deux lecteurs, Madame Danielle Sougné pour son encadrement bienveillant, ainsi que Monsieur Benoît Dethier qui a accepté de me consacrer son temps précieux et de me prodiguer ses conseils avisés. Je les remercie pour leur disponibilité et leurs précieux conseils tout au long de ce travail.

Je voudrais ensuite remercier Monsieur Bart Verwaest et son collaborateur Monsieur Dorian Mormont, ainsi que Monsieur Vlad Litoiu. Ils ont, à n'en point douter, rendu possible la réalisation de ce mémoire malgré les circonstances exceptionnelles qui ont perturbé la majorité du secteur bancaire.

Enfin, je souhaite exprimer ma profonde gratitude à celles et ceux qui ont contribué à faire de ces cinq années universitaires qui s'achèvent une aventure riche en expériences et en apprentissages.

# *Sommaire*

<b><i>Introduction</i></b> _____	<b>7</b>
<b>Partie I : Détermination du concept de titrisation</b> _____	<b>10</b>
Chapitre 1 : Analyse conceptuelle et économique de la titrisation .....	10
Chapitre 2 : Le rôle de la titrisation dans le déclenchement de la crise financière de 2008 .....	45
<b>Partie II : Réactions législatives européennes</b> _____	<b>59</b>
Chapitre 1 : Mesures correctrices européennes depuis 2009 .....	61
Chapitre 2 : L'encadrement du mécanisme de titrisation par le règlement européen .....	73
<b><i>Conclusion</i></b> _____	<b>105</b>
<b><i>Annexes</i></b> _____	<b>109</b>
<b><i>Abréviations</i></b> _____	<b>117</b>
<b><i>Bibliographie</i></b> _____	<b>119</b>
<b><i>Table des matières</i></b> _____	<b>130</b>



# *Introduction*

Nombreux sont ceux qui considèrent que la titrisation est un terme familier, même s'il est habituellement compris de manière assez vague. D'une manière générale, la première chose qui vient à l'esprit est le fait que ce mécanisme ait joué un rôle dans la crise financière de 2008. Aussi, la titrisation est perçue comme un processus complexe, lié aux marchés financiers, impliquant une transformation.

Toutefois, la titrisation est aujourd'hui l'un des piliers de la finance moderne, un acteur principal de l'évolution financière. Ce mécanisme consiste à rassembler des titres de créances afin de créer un produit financier qui pourra être vendu à d'autres institutions financières.

Par conséquent, nous avons entrepris d'analyser ce mécanisme et le cadre juridico-financier dans lequel il se développe au sein de l'Union Européenne, afin d'être en mesure d'apprécier la nouvelle réglementation en matière de titrisation.

Le sujet de notre recherche consiste à analyser dans quelle mesure le nouveau règlement titrisation pourra redynamiser ce marché. Devant délimiter notre recherche, nous nous sommes focalisés principalement sur l'impact de ce nouveau cadre sur les établissements bancaires.

Ce mémoire, dont l'objectif est de décrire les principales innovations et impacts du nouveau cadre européen de la titrisation, est structuré en deux parties.

La première fournit une introduction générale sur le mécanisme de titrisation et son rôle dans le déclenchement de la crise financière de 2008. Grâce à cette première partie, le concept sera appréhendé et le lecteur aura à sa disposition le bagage nécessaire pour aborder la seconde partie.

Cette dernière aborde les multiples réactions législatives européennes découlant de cette crise, avec en particulier l'apport fondamental que représente la nouvelle réglementation récemment entrée en vigueur.

Au contraire du marché américain, qui s'est relevé rapidement après la crise des *subprimes*, le marché européen de la titrisation peine à repartir et connaît une croissance atone depuis 2013. C'est la raison pour laquelle la revitalisation du marché européen de la titrisation s'est imposée comme un axe prioritaire pour les régulateurs. Réduire la complexité, améliorer la standardisation et la transparence, sécuriser les émissions font partie des priorités des autorités pour renforcer la stabilité financière.

Entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2019, le présent règlement contient deux parties. La première crée un cadre général imposant des exigences applicables à toutes les titrisations européennes. La deuxième partie met en place un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, qui obtiendront le label « STS ».

Nous analyserons les deux parties de ce règlement dans le but d'apprécier l'aptitude du dispositif à atteindre son objectif, mais également l'attractivité du label STS pour les établissements bancaires.

Afin de soutenir nos propos, nous avons interrogé deux établissements bancaires, Belfius et ING, dont les départements titrisation sont respectivement situés à Bruxelles et Amsterdam. Nous avons également pu recueillir l'avis éclairé de Mr Wéry, directeur du département titrisation de BNP Paribas Fortis, à ce sujet.

Pour l'aspect juridique, nous avons recueilli l'avis d'un collaborateur de chez Deloitte et d'un avocat du cabinet Eubelius.

En conclusion, à l'issue de ce mémoire, nous aurons fait la lumière sur le nouveau règlement en matière de titrisation et aboutirons à des recommandations quant à la manière dont il convient de l'encadrer pour permettre à ce mécanisme de se développer dans un contexte de régulation saine.



# Partie I : Détermination du concept de titrisation

Tout d'abord, cette première partie permet au lecteur d'aborder le mécanisme de la titrisation de manière pure ainsi que les concepts qui le sous-tendent. Ensuite, nous développons le rôle de la titrisation dans le déclenchement de la crise financière de 2008. Cette partie nous semble cruciale car, sans elle, le lecteur se verrait noyé dans les notions abordées dans la seconde partie de ce mémoire.

## **Chapitre 1 : Analyse conceptuelle et économique de la titrisation**

Nous débutons notre analyse par le concept général de titrisation et son émergence qui a eu lieu aux États-Unis. Ensuite, nous passons à plus de détails avec le rôle des différents acteurs de ce mécanisme, les différents types de titrisation et leurs actifs sous-jacents. Enfin nous verrons ce qui pousse les acteurs à recourir à ce mécanisme mais également les risques inhérents à celui-ci.

### Section 1. Conceptualisation de la titrisation

Il nous semble important d'initier ce mémoire par quelques définitions de la titrisation de manière à pouvoir appréhender cet instrument ingénieux (1.1). Par après, nous présenterons le contexte de désintermédiation financière dans lequel la titrisation s'est développée (1.2). Ensuite, nous verrons que la titrisation a été perçue comme une innovation tant en matière de produits (1.3) qu'en matière de processus (1.4).

## 1.1 Définitions et approches d'un mécanisme innovant

La titrisation s'inscrit dans une évolution mondiale de la finance : celle de la marchandisation<sup>1</sup>. Cette dynamique vise à rendre échangeables - sur les marchés - des produits pour lesquels il n'existait jusqu'alors aucun marché primaire ou secondaire<sup>2</sup>.

Depuis déjà plusieurs années, les rubriques de l'actif et du passif du bilan ne sont plus considérées comme totalement immobiles mais requièrent une « *recherche permanente d'une structure optimale et d'un volume réduit* »<sup>3</sup>.

La titrisation fait partie de la famille des produits structurés, en ce qu'elle constitue un instrument de déconsolidation et de refinancement<sup>4</sup>. En tant que produits d'investissement non spéculatifs, ceux-ci nécessitent la mise en place de montages financiers qui répondent aux besoins spécifiques des différents acteurs. Cette technique financière doit être préalablement définie avant que les termes et objectifs de la titrisation puissent être compris.

La titrisation est une technique permettant de transformer un ensemble de crédits, étant des contrats de droit privé, par nature illiquides en titres négociables sur le marché et liquides<sup>5</sup>. Cette transformation représente la « marchandisation » des créances, qui permet à celui qui la réalise d'obtenir des liquidités<sup>6</sup>.

Cette transformation d'actifs illiquides en titres négociables peut, par ailleurs, s'accompagner d'une reconfiguration des titres offerts au marché pour que leurs caractéristiques – paiements,

---

<sup>1</sup> E. FIMBEL et C. KARYOTIS, « La titrisation: dispositif emblématique de la financiarisation irresponsable et facteur de risques sociétaux inédits », *Management Avenir*, 2011, n° 8, pp. 289-308.

<sup>2</sup> F. LEROUX, « Note pédagogique n°16 : La titrisation », s.d., disponible sur <http://neumann.hec.ca/>.

<sup>3</sup> P. GENSSE et P. TOPSACALIAN, *Ingénierie financière*, Paris, Economica, 2004, p. 290.

<sup>4</sup> I. RAHMOUNI-ROUSSEAU et N. JASSAUD, « Innovation, produits structurés et stabilité financière », *Les nouvelles frontières de la finance*, 2008, pp. 129-146.

<sup>5</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement: approche juridique.*, Droit (RB édition), Paris, RB édition, 2018.

<sup>6</sup> J.-M. FIGUET, « La titrisation : une technique de gestion du risque en débat », *Comprendre les marchés financiers*, 2013, n° 361, p. 45.

coupons, durée, sensibilité aux variations des taux d'intérêt – s'adaptent aux besoins des investisseurs<sup>7</sup>.

D'un point de vue technique, la titrisation trouve ses racines dans des concepts relativement classiques. Chaque acteur de la titrisation étant spécialisé, elle peut être considérée comme une « simple » division du travail. En effet, contrairement à l'intermédiation financière traditionnelle, les fonctions des agents sont fragmentées dans le mécanisme de titrisation. D'un point de vue financier, la titrisation peut être définie comme une véritable innovation financière qui s'est complexifiée au fil du temps. La titrisation, étant un procédé de financement par l'actif du bilan, s'est transformé en un instrument de gestion du bilan, de gestion des risques et de création de valeur<sup>8</sup>.

Suite à la crise des *subprimes*, la titrisation a été vivement critiquée. Elle est souvent perçue comme l'un des facteurs qui a contribué à l'aggravation de la crise financière. Nous analyserons *infra* le rôle de la titrisation dans le déclenchement de la crise financière de 2008

## 1.2 Contexte de désintermédiation financière

La titrisation doit être resituée dans le contexte qui lui est propre : celui de l'innovation et de la désintermédiation financière.

Avant la crise de 2008, la globalisation financière semblait être organisée par ce que nous pourrions appeler la règle des quatre D : le décloisonnement des marchés, la dérèglementation des activités, la désintermédiation des financements et le désengagement de l'État. Nous pouvons nous interroger sur la concrétisation du processus de désintermédiation et sur son lien avec la titrisation.

---

<sup>7</sup> F. LEROUX, *Note pédagogique n°16 : La titrisation*, disponible sur <http://neumann.hec.ca> (consulté le 13/02/2020).

<sup>8</sup> G. SALERNO, *Les opérations de titrisation : développement et perspectives d'avenir sur le marché européen*, Liège, Ecole de Gestion de l'Université de Liège, 2006.

La désintermédiation financière résulte du fait d'emprunter non pas par le canal bancaire, mais en émettant des actions et des obligations directement sur les marchés financiers<sup>9</sup>.

Le développement de la titrisation apparaît comme un dérivé de la tendance générale de la désintermédiation qui a marqué, à partir des années 1970 aux États-Unis et de la fin des années 1980 en Europe, les marchés financiers<sup>10</sup>. De la transformation des échéances et des risques, la titrisation a pu amener chez certains intermédiaires financiers une spécialisation dans le choix de leur clientèle et l'octroi des crédits, même si elle a laissé à d'autres acteurs (arrangeurs, banquiers d'affaires, agences de notation, investisseurs, etc.) le soin d'examiner, de rehausser, si cela est nécessaire, et de gérer les risques et financements.

Face à ce mouvement de désintermédiation, on pourrait croire que le développement des marchés financiers sonne la mort des banques. Or, il n'en est rien. Les banques ont réussi à s'intégrer dans ce nouveau contexte en développant une activité d'intermédiation de marché, parallèlement à leurs activités d'intermédiation traditionnelles. En outre, elles sont le principal acteur sur la scène européenne de la titrisation et un partenaire clé sur le marché des valeurs mobilières<sup>11</sup>.

### 1.3 Une innovation en matière de produit et de processus

L'innovation financière peut être définie comme « *l'introduction de nouveaux produits ou à l'emploi de nouvelles technologies financières* »<sup>12</sup>. Dès lors, nous identifierons les raisons de considérer la titrisation comme une innovation financière, tant en termes de produit que de processus.

---

<sup>9</sup> Cf. **Annexe n°1**.

<sup>10</sup> S. MATHERAT et P. TROUSSARD, « La titrisation et le système financier », *Revue d'économie financière*, 2000, vol. 59, n° 4, pp. 25-39.

<sup>11</sup> D. PLIHON, D. SAÏDANE et J. COUPPEY-SOUBEYRAN, « Les banques, acteurs de la globalisation financière », *Alternatives Économiques*, 2007, n° 1, p. 74.

<sup>12</sup> C. DE BOISSIEU, « Innovation financière et contrôle monétaire », *Revue Banque*, 1982, n° 413, p. 32.

Nous considérons la titrisation en tant qu'innovation de produit. En effet, la titrisation est une technique financière qui permet de rendre échangeable sur les marchés une part des actifs qui étaient jusqu'alors non fongibles. De la sorte, elle offre une nouvelle source de financement. La titrisation a fait émerger toute une série de nouveaux instruments financiers, dont le marché des créances hypothécaires, et s'est en peu de temps étendue à d'autres sortes d'actifs : les cartes de crédit, les crédits automobiles, les risques assurantiels, etc.

La titrisation est également une innovation de processus. En effet, la titrisation entraîne une rupture des relations financières traditionnelles : une succession d'opérations distinctes seront réalisées par différents acteurs exerçant chacun une fonction propre. Les phases d'octroi du crédit, d'évaluation des risques, de garanties et de financement sont dissociées dans le cadre du financement par titrisation, contrairement à une opération de prêt classique où ces phases sont liées.

Les innovations financières, comme les autres formes d'innovation, sont principalement motivées par le profit. De plus, les innovations sont conçues pour "compléter et occuper" les marchés. La titrisation correspond parfaitement à ce type de moteur<sup>13</sup>.

## Section 2. Émergence de la titrisation aux États-Unis

Pour comprendre les mécanismes fondamentaux de la titrisation, il est nécessaire de rappeler son histoire et le contexte dans lequel elle s'est développée. En effet, la présentation des origines de ce processus d'ingénierie financière nous permettra de comprendre cette technique et de décrire le rôle des acteurs nécessaires pour réaliser cette opération.

Aux États-Unis, ce qui a amené l'instauration du mécanisme de titrisation est un besoin de refinancement de créances de nature immobilières (2.1). Ce mécanisme a, par la suite, été étendu à tous les types de créances (2.2).

---

<sup>13</sup> R. SOBREIRA, « Innovation financière et investissement. », *Innovations*, 2004, n° 1, p. 128.

## 2.1 La naissance de la titrisation : réponse à un besoin de refinancement des créances immobilières

Aux États-Unis, la titrisation a vu le jour sans aucune intervention législative. En effet, pendant la période de 1930 à 1970, les États-Unis ont dû réagir à la terrible crise économique de 1929 et à la grande dépression qui s'en est suivi, mais aussi aux difficultés causées par la Seconde Guerre mondiale<sup>14</sup>. Il y a eu une pression du marché du logement, notamment due à la croissance démographique. Il fallait donc trouver une alternative au financement inadéquat du marché hypothécaire. En effet, au début des années 30, le système de financement n'avait pas de structure lisible et était en partie assuré par les « *Savings and Loan Associations* »<sup>15</sup>. Par la suite, un système de financement à long terme a été progressivement mis en place pour encourager l'acquisition de logements.

Le gouvernement américain, dans le but de relancer et restructurer l'économie, créa trois institutions spécialisées dans le secteur du financement immobilier<sup>16</sup>, dont la mission principale était de développer le marché secondaire des créances hypothécaires tout en garantissant l'investisseur contre le risque de défaillance (grâce à la *Federal Housing Authority*<sup>17</sup>) et contre le risque de liquidité.

En 1938, l'administration Roosevelt créa la *Federal National Mortgage Association* (FNMA), plus connue par l'expression « *Fannie Mae* ». Il s'agit d'une agence gouvernementale qui avait pour objectif initial de soutenir le marché hypothécaire. On lui a octroyé la capacité d'acheter des

---

<sup>14</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement: approche juridique.*, Droit (RB édition), Paris, RB édition, 2018, p. 16.

<sup>15</sup> Caisses d'épargne dont la principale fonction consistait à recueillir les dépôts d'épargne de ses membres et à leur accorder des prêts hypothécaires à taux fixe.

<sup>16</sup> F. LEROUX, *Note pédagogique n°16 : La titrisation*, disponible sur <http://neumann.hec.ca> (consulté le 16/02/2020).

<sup>17</sup> La Federal Housing Authority (FHA) est installée en 1934 et met en place une standardisation des modalités de prêts dans le secteur immobilier et offre une assurance contre le risque de défaut sur le marché hypothécaire.

créances hypothécaires détenues par les établissements de crédit et de les conserver. De la sorte, elle procurait des liquidités au secteur et se finançait par émissions d'obligations<sup>18</sup>.

Par la suite, la structure de la FNMA fut modifiée pour être scindée en deux organismes. Le premier conserve ses fonctions initiales et le second a pris le nom de *Government National Mortgage Association* (GNMA), surnommée « *Ginnie Mae* ». Cette dernière fut chargée de procurer des garanties de paiement sur le marché hypothécaire<sup>19</sup> principalement pour ouvrir le marché du crédit immobilier aux nouveaux ménages, aux emprunteurs à faible revenu et à d'autres catégories moins avantagées<sup>20</sup>.

Puis, en 1971, la *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC) ou « *Freddie Mac* » a vu le jour. La FHLMC est une agence fédérale spécialisée dans le financement hypothécaire, qui jouait un rôle semblable à la FNMA et à la GNMA<sup>21</sup>.

Ces institutions ont effectivement permis de structurer le secteur immobilier, mais elles avaient des coûts de financement significatifs. Ainsi, la nécessité d'améliorer leur finance en tirant parti des fonds qu'elles levaient les a amenées à mettre en œuvre les premières opérations de titrisation en 1970<sup>22</sup>. De la sorte, ces institutions ont pu diversifier leurs sources de financement et attirer de nouveaux investisseurs<sup>23</sup>.

À l'origine de la titrisation, la technique surnommée *pass-through* était la plus répandue. En pratique, l'institution qui a besoin de fonds compose un portefeuille de créances qu'elle transfère à une entité<sup>24</sup>. Cette dernière émettra des titres de propriété représentatifs des créances qui ont été

---

<sup>18</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement*, op. cit., p. 17.

<sup>19</sup> *Ibid.*

<sup>20</sup> J. KAGAN, « Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) », *Investopedia*, 5 mai 2019, disponible sur <https://www.investopedia.com/terms/g/ginniemae.asp> (Consulté le 23 février 2020).

<sup>21</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement*, op. cit.

<sup>22</sup> T. GRANIER, « Le refinancement de crédit par la titrisation », in *Le crédit - Aspects juridiques et économiques*, Thèmes et Commentaires, s.l., Dalloz, mai 2012, disponible sur <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01429874> (Consulté le 27 février 2020).

<sup>23</sup> *Ibid.*

<sup>24</sup> Appelée *grantor trust*, ou encore par la suite et de façon généralisée, *Special Purpose Vehicle* (SPV).

cedées par le cédant. La souscription de ces titres par les investisseurs permettra de rémunérer le cédant et de sortir ces créances de son bilan. Elle continuera cependant à percevoir les remboursements des emprunteurs, qui seront attribués aux souscripteurs des titres<sup>25</sup>.

Le volume des prêts hypothécaires résidentiels augmentait beaucoup plus vite que la richesse du pays tout entier ou que l'épargne, et ce en raison d'une forte tendance des ménages à l'endettement. Il était donc impératif de trouver de l'argent, en ce compris sur les marchés de capitaux.

## 2.2 L'extension de la titrisation à tous les types de créances

Les premiers actifs titrisés étaient des actifs immobiliers. Le refinancement des créances hypothécaires s'est donc fait via les *Mortgage Backed Securities* (MBS), des titres adossés à des créances hypothécaires.

Il est utile de préciser que durant cette première phase, les opérations étaient finalement très sécurisées car elles étaient essentiellement organisées par des agences bancaires fédérales. Ces dernières avaient mis en place des standards prévoyants, notamment des mécanismes de garantie pour les porteurs de titres. Le système ayant cette caractéristique a donc été considéré comme sûr et a donc été étendu à tous les types de créances<sup>26</sup>.

La possibilité d'adosser des titres à des créances désormais de nature mobilière a vu le jour. Ainsi apparue la titrisation de toutes sortes de créances, allant des créances résultant des comptes à recevoir sur les cartes de crédit, des prêts automobiles, sans oublier tous les crédits à la consommation. Avec un encours total de titres adossés à des actifs de 3.500 milliards de dollars à la fin de 1998 et de 5.600 milliards de dollars en 2002, les États-Unis représentaient environ 65 % du marché mondial de la titrisation<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement*, op. cit., p. 17.

<sup>26</sup> *Ibid.*

<sup>27</sup> C. LAPORTE, *La titrisation d'actifs en Suisse*, Bruylant, Bruxelles, 2005, p. 17.

## 2.3 Un contexte favorable

Au vu de la non-intervention législative aux États-Unis, la question qui se pose est la suivante : quel est l'instrument qui leur a permis de mettre en place des opérations de titrisation ? Il s'agit du *trust*. Ce n'est donc pas étonnant d'observer que la titrisation s'est en premier lieu développée dans les pays de *Common Law*, où il y règne une certaine méfiance vis-à-vis des textes légaux trop formels. Dans ces pays, il n'était donc pas fondamental de légiférer pour permettre à la titrisation de se développer.

Dès lors, dans les pays à tradition juridique anglo-saxonne, la faculté de créer des *trusts* a favorisé le transfert de la propriété des titres à une entité qui peut représenter les droits des détenteurs d'actifs<sup>28</sup>. En tant qu'instrument juridique très souple, le *trust* s'est révélé particulièrement efficace dans les opérations de titrisation.

Il est utile de se référer à la convention de La Haye du 1<sup>er</sup> juillet 1985<sup>29</sup>, relative à la loi applicable au *trust* et à sa reconnaissance et plus particulièrement à son article 2<sup>30</sup>. En bref, le *trust* établit une relation tripartite entre le *Settlor*, le *Trustee* et le Bénéficiaire : le *trust* permet à un constituant (*Settlor*) de transférer une partie de son patrimoine dans le but de le faire gérer par une autre personne (*Trustee*) soit à son profit, soit au profit d'un ou plusieurs tiers (Bénéficiaire(s))<sup>31</sup>.

Dès lors, nous distinguons la gestion et le contrôle des biens de la jouissance des profits qu'ils procurent. Dans ce cadre, les biens du *trust* constituent une masse distincte et n'appartiennent pas au patrimoine du *Trustee*, qui détient uniquement la *legal ownership*<sup>32</sup>. Le *Trustee* n'a qu'une obligation morale : gérer et administrer le(s) bien(s) dans le seul intérêt du Bénéficiaire. Comme

---

<sup>28</sup> F. LEROUX, « Note pédagogique n°16 : La titrisation », *op. cit.*

<sup>29</sup> Convention de La Haye du 1<sup>er</sup> juillet 1985 portant sur la loi applicable au *trust* et à sa reconnaissance.

<sup>30</sup> L'article 2 de cette convention indique que : « Le terme "trust" vise les relations juridiques créées par une personne (le constituant) par acte entre vifs ou à cause de mort, lorsque des biens ont été placés sous le contrôle d'un trustee dans l'intérêt du bénéficiaire ou dans un but déterminé ».

<sup>31</sup> R. DAVID et C. JAUFFRET-SPINOSI, *Les grands systèmes de droit contemporains*, 11<sup>ème</sup> édition, Dalloz Paris, 19 novembre 2002, p. 284.

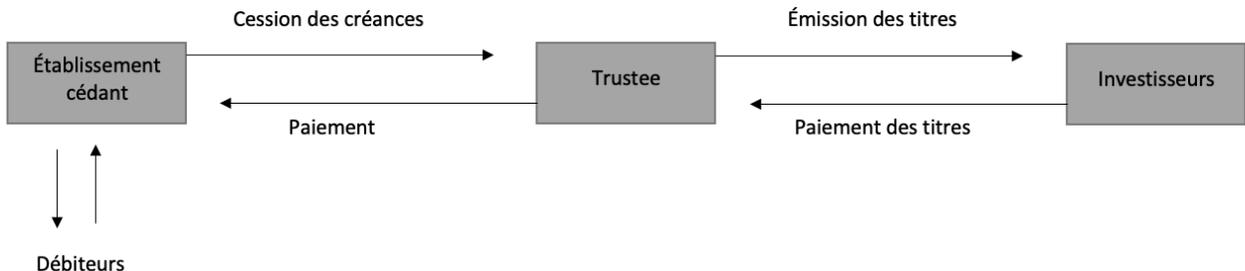
<sup>32</sup> On parle encore de « propriété légale ».

nous pouvons le constater, ce mécanisme se fonde sur une vision particulière du droit de propriété : il n'existe qu'un seul droit de propriété qui est partagé entre deux personnes. On parle aussi de « démembrement de la propriété »<sup>33</sup>.

Dans ce contexte, le *trust* a été utilisé pour la réalisation des opérations de titrisation. En effet, il permet de sécuriser ces opérations et d'isoler les actifs. L'acte de fiducie organise irrévocablement la cession des créances et l'émission de titres en définissant les rôles et les responsabilités de tous les intervenants. De cette manière, les investisseurs seront précisément informés grâce au document d'information<sup>34</sup>. De plus, étant donné que les créances sont cédées, elles ne seront plus saisissables par les créanciers des débiteurs<sup>35</sup>. Il en découle un droit de préférence absolu des investisseurs sur les flux financiers.

Concrètement, l'établissement ayant besoin de financements va céder ses créances au *Trustee*. Ce dernier, pour financer leur acquisition, va émettre des titres qui seront diffusés aux investisseurs. Ainsi, voici le schéma élémentaire d'une opération de titrisation.

**Figure 1** : Schéma élémentaire d'une opération de titrisation.



<sup>33</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement*, op. cit., p. 20.

<sup>34</sup> *Ibid.*

<sup>35</sup> T. FERRY, « Trust et titrisation aux États-Unis, aspects juridiques », *Revue de droit bancaire*, n°40, 1993, p. 243.

Comme nous venons de le voir, notamment grâce à la sécurisation des organismes bancaires fédéraux et du mécanisme du *trust*, la titrisation a pu bénéficier d'une confiance dans la première phase de son existence. Ceci a permis à ce mécanisme de rapidement s'étendre sur tous les continents.

## Section 3. Rôle des différents acteurs d'une titrisation

Toute opération de titrisation implique plusieurs intervenants, que ce soit au stade de la préparation de la titrisation (3.1), qu'au niveau de son fonctionnement (3.2). Nous présenterons enfin la dynamique d'une opération de titrisation à travers un schéma (3.3).

### 3.1 Les acteurs de la préparation de la titrisation

#### 3.1.1 Le cédant

Le cédant est une entité qui possède une masse suffisante d'actifs homogènes et qui décide de les titriser en cédant ces actifs au véhicule de titrisation. Le cédant est à l'origine d'une opération de titrisation, d'où l'appellation d'« *originator* » chez les anglo-saxons. Généralement, le cédant est une personne de droit privé, mais il arrive que la titrisation soit pratiquée par des personnes morales de droit public<sup>36</sup>.

Il nous semble utile de préciser les notions de prêteur initial, d'initiateur et de sponsor. Nous verrons dans la seconde partie de ce mémoire que l'on distingue ces trois notions dans le règlement titrisation<sup>37</sup>, ainsi que dans le règlement CRR<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> La Belgique a par exemple titrisé des créances fiscales ou encore l'Italie a également utilisé ce mécanisme pour des créances de cotisations sociales.

<sup>37</sup> Règlement (UE) n° 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées.

<sup>38</sup> Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

- Le prêteur initial, dénommé « *original lender* » en anglais, est l'entité qui, par elle-même ou par l'intermédiaire d'entités liées, a conclu, directement ou indirectement, l'accord d'origine créateur des créances titrisées<sup>39</sup>. Concrètement, il s'agit d'une entité non financière<sup>40</sup> qui détient des créances commerciales ou « expositions » et souhaite les titriser.
  
- L'initiateur, dénommé « *originator* » en anglais, est un établissement financier<sup>41</sup> qui engage des opérations de titrisation soit en regroupant des actifs générateurs de revenus et en les revendant à un véhicule de titrisation, soit en achetant des expositions d'une autre partie pour son propre compte, puis en les titrisant ensuite<sup>42</sup>.
  
- Le sponsor désigne un établissement financier qui crée une opération de titrisation en rachetant des expositions à une autre entité, qui est le prêteur initial. Donc le sponsor ne crée pas et n'acquiert pas les créances, il a un rôle d'administration de l'ensemble de l'opération<sup>43</sup>.

---

<sup>39</sup> Article 2 du règlement n°2017/2402.

<sup>40</sup> Par exemple, un fabricant automobile.

<sup>41</sup> Par exemple, une banque ou une compagnie d'assurance.

<sup>42</sup> A. DELIVORIAS, *Comprendre la titrisation : historique - avantages - risques : analyse approfondie.*, European Parliament, 2016, p. 5.

<sup>43</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Bruxelles, 2018, p. 118.

### 3.1.2 L'arrangeur

Intermédiaire entre le cédant et le véhicule de titrisation, il est mandaté par le cédant pour répondre de manière compétitive à ses besoins<sup>44</sup>. L'arrangeur est fréquemment une banque d'investissement spécialisée dans ce type d'activité<sup>45</sup> qui va s'occuper de concevoir la structure de l'opération de titrisation, de la création du véhicule de titrisation au tranchage de l'émission. Dès lors, il va solliciter des cédants potentiels tout en respectant leurs attentes ainsi que les intérêts des investisseurs. De la sorte, les parts résultant de l'opération de titrisation rencontreront une demande effective et pourront être vendues. Il peut véritablement être qualifié de chef d'orchestre de l'opération<sup>46</sup>.

## 3.2 Le Véhicule et ses satellites

Le troisième grand intervenant d'une opération de titrisation est le véhicule de titrisation. A côté de ce véhicule se trouvent différents acteurs qui lui permettent de fonctionner : il s'agit du gestionnaire, du dépositaire, du recouvreur, de l'agence de notation, de la société de rehaussement de crédit et des investisseurs.

### 3.2.1 Le Véhicule de titrisation

Le véhicule de titrisation, ou plus généralement « *Special Purpose Vehicle* » (SPV) est le pivot central et indispensable de toute titrisation<sup>47</sup>. Ce véhicule est une entité juridique créée dans un but spécifique : celui d'émettre les titres et de les vendre sur le marché. Les seuls actifs de cette structure *ad hoc* sont ceux transférés par le cédant, sur base desquels elle émet des titres négociables qui pourront être notés par les agences de notation. Le véhicule de titrisation doit être une entité

---

<sup>44</sup> J.-P. DE CORMIS et I. ROSEAU, « L'arrangeur, conseiller du cédant », *Revue d'économie financière*, 2000, vol. 59, n° 4, pp. 99.

<sup>45</sup> Citons l'exemple de JP Morgan.

<sup>46</sup> I. BOUSTANY et N DIAB, *La titrisation des actifs*, Bruxelles et Paris, Bruylant, Delta et LGDJ, 2003, p. 330.

<sup>47</sup> Qu'elle soit classique ou synthétique.

dont l'objet est de collecter les flux de capitaux issus des actifs cédés et de les redistribuer aux investisseurs, qui sont les détenteurs de titres.

Il existe une liberté dans le choix du lieu de création du véhicule de titrisation, en ce qu'il n'est pas dicté par la localisation du cédant, des actifs et des investisseurs<sup>48</sup>. Il faut tout de même préciser que dans le cadre de la titrisation STS, l'établissement du véhicule de titrisation dans un pays qui ne respecte pas des obligations de coopération en matière fiscale est un critère d'exclusion<sup>49</sup>.

Pour que l'opération de titrisation soit une réussite, deux aspects juridiques doivent être réunis : la cession parfaite des actifs titrisés et l'indépendance vis-à-vis du cédant du véhicule de titrisation.

La qualité du transfert des actifs du cédant vers le véhicule est l'impératif juridique le plus important. D'une manière générale, pour que la titrisation soit efficace, il faut qu'il y ait une cession parfaite (*true sale*), ce qui signifie qu'une fois cédé, la pleine propriété de l'actif sous-jacent appartient au véhicule<sup>50</sup>. Les actifs cédés sont homogènes dans leur structure, mais, idéalement, ils sont hétérogènes en termes d'origine<sup>51</sup>.

De plus, il est indispensable d'avoir une indépendance du véhicule de titrisation vis-à-vis du cédant. Cela signifie que les créanciers du cédant ne peuvent avoir aucun recours sur les actifs titrisés. Étant donné que le cédant conserve en principe la gestion quotidienne des actifs titrisés, cette exigence d'indépendance est cruciale<sup>52</sup>.

---

<sup>48</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, op. cit., p. 163.

<sup>49</sup> Article 4 du règlement 2017/2402.

<sup>50</sup> C. LAPORTE, *La titrisation d'actifs en Suisse*, op. cit., p. 86.

<sup>51</sup> J. SHAPIRO, *Innovation in Financial Services. Case Study: Asset- Backed Securities*, Cambridge, Mass., MIT Industrial Performance Center, 1999, Working paper 99-003.

<sup>52</sup> G. SALERNO, *Les opérations de titrisation : développement et perspectives d'avenir sur le marché européen*, op. cit., p. 24.

## 3.2.2 Les satellites du Véhicule

### 3.2.2.1 Le gestionnaire

Lorsque l'arrangeur a créé le véhicule, c'est ensuite le gestionnaire qui l'administrera et le représentera auprès des tiers. Généralement, il s'agit d'une entreprise commerciale qui gère les opérations du véhicule et qui s'assure que les intérêts des investisseurs détenteurs de parts soient respectés. Elle a également pour objectif de contrôler l'exécution des cessions de créances et elle gère les fonds de trésorerie du véhicule. La société de gestion veille au respect des procédures pour l'obtention de la notation et elle fournit les informations nécessaires et requises par les autorités de surveillance<sup>53</sup>.

### 3.2.2.2 Le dépositaire

Le dépositaire a la forme d'un établissement de crédit et a généralement une double activité. La première mission qu'il lui est assignée est de conserver les liquidités et valeurs mobilières du véhicule<sup>54</sup>. La seconde consiste à contrôler la régularité de la gestion du véhicule de titrisation.

### 3.2.2.3 Le recouvreur

Le recouvreur a pour mission d'assurer l'encaissement et le recouvrement des créances auprès des débiteurs cédés. Il a également une mission informative en ce qu'il doit suivre le déroulement de la transaction et tenir les investisseurs informés sur les événements qui peuvent affecter sa structure. En règle générale, c'est le cédant qui est chargé de procéder au recouvrement. Sur le plan commercial, il est intéressant de maintenir ce service de recouvrement des créances auprès du cédant car il permet d'assurer la continuité de la relation entre le créancier et les débiteurs cédés.

---

<sup>53</sup> F. LEROUX, « Note pédagogique n°16 : La titrisation », *op. cit.*

<sup>54</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, *op. cit.*, pp. 126-127.

#### 3.2.2.4 Le rôle de l'agence de notation

Les agences de notation jouent un rôle incontournable : elles permettent de réduire l'asymétrie d'information entre le cédant et les investisseurs potentiels. Les agences de notation sont des sociétés commerciales ayant pour tâche d'attribuer une note sur le crédit d'un émetteur ou d'une catégorie de titres émis<sup>55</sup>. Les trois agences les plus connues sont Moody's, Fitch et Standard & Poor's (S&P).

Les agences sont chargées d'apprécier la qualité des instruments qui vont être placés sur les marchés financiers grâce au véhicule de titrisation. Les agences de notation émettent une opinion<sup>56</sup> sur la capacité du véhicule à respecter ses engagements financiers à l'égard des investisseurs. La notation dépendra, notamment, de la qualité de la structure juridique du véhicule conçue par l'arrangeur et des risques d'insolvabilité des débiteurs.

Même lorsque la notation n'est pas juridiquement obligatoire, elle peut être, d'un point de vue pratique, essentielle pour attirer les investisseurs<sup>57</sup>. Ces agences ont commencé à être actives lorsque la complexification de certains actifs s'est avérée incompréhensible pour certains investisseurs qui cherchaient à évaluer le risque réel adossé à ces actifs.

Pendant la crise financière, de nombreuses notations que ces agences avaient émises pour des produits financiers structurés se sont révélées être terriblement erronées. En 2010, le Conseil de stabilité financière du G20 a proposé un ensemble de principes visant à réduire la dépendance aux notations externes, ce qui a conduit à des mesures réglementaires à l'égard des agences de notation

---

<sup>55</sup> *Ibid.*

<sup>56</sup> Il est important de le préciser car, lors de la crise financière, ces agences revendiquaient n'émettre « que » des opinions et, partant, n'étaient responsables d'aucune dérive.

<sup>57</sup> J-F. POLIGNAC, « La notation financière : l'approche du risque de crédit », *Revue Banque*, Paris, 2002.

dans le monde entier. Avec la CRA 3<sup>58</sup>, Les émetteurs des titrisations qui souhaitent faire noter leurs opérations devront, selon le règlement, recourir aux services d'au moins deux agences de notation.

#### 3.2.2.5 La société de rehaussement de crédit

En fonction de la qualité des titres cédés au véhicule de titrisation et dans le but de bénéficier d'une notation appropriée, différents types de sociétés de rehaussement de crédit peuvent être sollicitées.

La principale mission des sociétés de rehaussement de crédit est d'améliorer la qualité des notations des titres en diminuant le risque de crédit qui y est attaché<sup>59</sup>.

#### 3.2.2.6 Les investisseurs

Les investisseurs sont, eux aussi, des intervenants indispensables d'une opération de titrisation et se trouvent au bout de la chaîne. En réalité, ils peuvent être considérés comme étant les premiers intervenants de la chaîne car ce sont eux qui financent l'opération, ce sont leurs intérêts que le gestionnaire doit protéger et c'est pour eux que l'agence de notation évalue les différentes composantes de l'opération. Les investisseurs ne peuvent cependant pas intervenir dans la gestion du véhicule mais ils ont tout de même en leur possession un droit à la rémunération, un droit à se comporter en propriétaire des parts et un droit à l'information<sup>60</sup>. Ce dernier est satisfait, notamment grâce à la publication d'un prospectus d'information au moment de l'émission des titres.

---

<sup>58</sup> Règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

<sup>59</sup> D. LAUTIER et Y. SIMON, « Les rehausseurs de crédit : anatomie d'une crise », Revue d'économie financière, 2008, pp. 305-314.

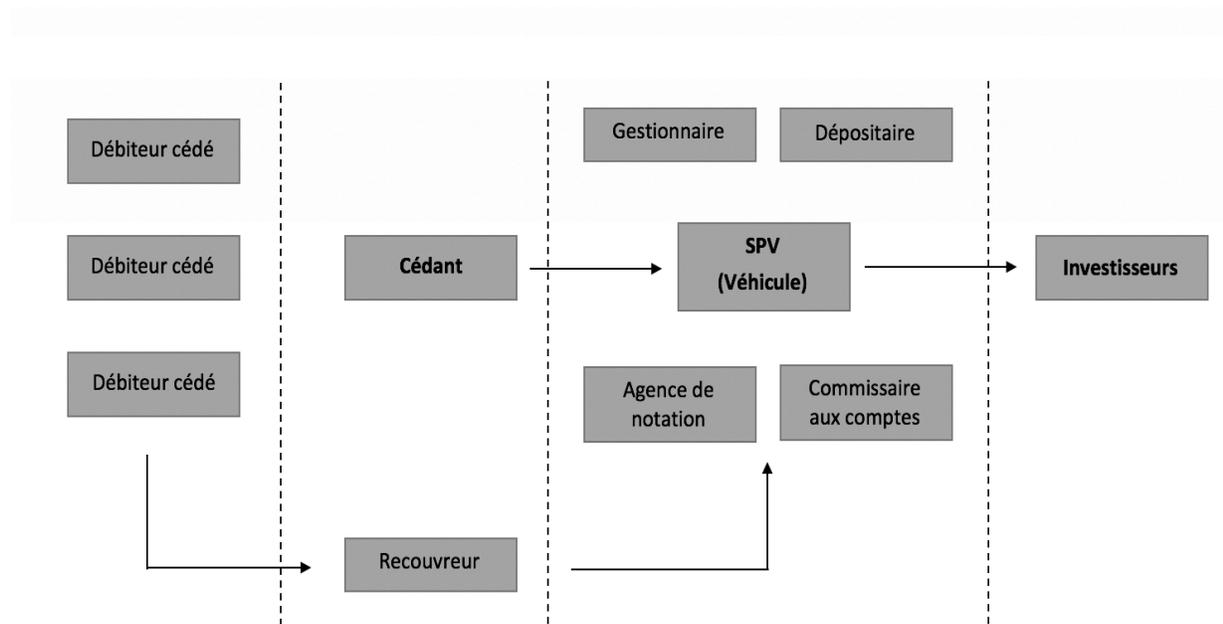
<sup>60</sup> J. TERRAY, « Les aspects juridiques des opérations sur les marchés organisés », Banque et droit, 1995, n° 39, pp. 17 et s.

L'article 3 du règlement titrisation<sup>61</sup> encadre la vente d'une position de titrisation à « un client de détail »<sup>62</sup> au sens de la directive MiFID II<sup>63</sup>. Cet article 3 pose le principe d'interdiction de la vente d'une position de titrisation à un client de détail sauf si ce client réussit un « test d'adéquation » appliqué par le vendeur et inspiré de la directive MiFID II<sup>64</sup>.

### 3.3 Déroulement d'une opération de titrisation

Après avoir clarifié les rôles des différents acteurs d'une opération de titrisation, nous illustrons leurs relations par un schéma simplifié ci-dessous<sup>65</sup>.

**Figure 2** : Schéma simplifié d'une opération de titrisation.



<sup>61</sup> Article 3 du règlement 2017/2402.

<sup>62</sup> Autrement dit, un investisseur non professionnel.

<sup>63</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

<sup>64</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, op. cit., pp. 124-125.

<sup>65</sup> Cf. **Annexe n°2**.

## Section 4. Différents types de titrisation et leurs actifs sous-jacents

Les opérations de titrisation se définissent par une réelle diversité. Néanmoins, il est possible de les réduire à trois structures principales. Tout d'abord, nous retrouvons les opérations de titrisation à court terme (4.1). Ensuite, les opérations à moyen ou long terme (4.2) qui se déclinent en deux variantes principales : les opérations de titrisation hors bilan (*off-balance sheet*) et les opérations synthétiques.

### 4.1 ABCP

Le signe « ABCP », par sa dénomination anglaise « *asset-backed commercial paper* », peut se traduire en français par « billet de trésorerie adossé à des actifs »<sup>66</sup>. Un programme ABCP, également appelé conduit, est créé pour financer un portefeuille d'actifs par l'émission de papier commercial<sup>67</sup>. De cette façon, dans les opérations dites « ABCP », les entités de titrisation vont émettre des billets de trésorerie, qui sont des titres de créances négociables, dont la durée est comprise entre un jour et un an. Dès lors, ce type de titrisation comprend des émissions de titres à court terme.

Le législateur européen, dans son règlement titrisation<sup>68</sup>, distingue les titrisations « ABCP » et « autres que ABCP » et a prévu des régimes quelque peu différents pour ces deux modes de titrisation.

---

<sup>66</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement*, *op. cit.*, pp. 206 et s.

<sup>67</sup> S. BATE, S. BUSHWELLER et R. EVERETT, *The Fundamentals of Asset-Backed Commercial Paper*, Moody's investor service, 3 février 2003, p. 11.

<sup>68</sup> Règlement (UE) n° 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées.

## 4.2 Term Deals

Les titres issus de la titrisation s'intitulent *Term Deals* lorsqu'ils ont la forme d'une obligation longue<sup>69</sup>, ce qui vaut pour une grande partie des produits de titrisation. Au sein de cette catégorie à moyen ou long terme, il faut faire une distinction entre la titrisation hors bilan et la titrisation synthétique<sup>70</sup>.

### 4.2.1 La titrisation *off-balance sheet*

Elle permet à un cédant (qui peut être un établissement de crédit, une compagnie d'assurance, une entreprise, etc.) de vendre à un véhicule *ad hoc*<sup>71</sup> un ensemble d'actifs homogènes et peu liquides, et donc les risques afférents à cet ensemble d'actifs<sup>72</sup>. Ensuite, le véhicule de titrisation va transformer ces actifs illiquides en titres négociables sur les marchés financiers. Il y a bien une sortie des actifs du bilan du cédant ainsi qu'un refinancement pour le cédant grâce au prix de cession qu'il va percevoir. Partant, il en résulte un transfert total des droits, mais aussi des flux financiers vers l'investisseur final<sup>73</sup>. Dans la titrisation hors-bilan, les risques sont, au moins en partie, externalisés.

La titrisation hors-bilan est la forme de titrisation la plus répandue. Elle peut concerner de nombreux types de créances, notamment des crédits à la consommation, des crédits hypothécaires, des risques d'assurance, etc. Il est impératif de souligner que l'actif sous-jacent est le pilier de la structure, étant donné que c'est lui qui va, en fonction de ses caractéristiques de crédit, déterminer la qualité et la performance des titres émis.

---

<sup>69</sup> O. MELENNEC, « Asset Backed Securities : Guide Pratique Pour Investisseurs », s.d., disponible sur <https://fr.scribd.com/> (Consulté le 15 mars 2020).

<sup>70</sup> Cf. **Annexe n°3**.

<sup>71</sup> Vu *supra*.

<sup>72</sup> J.-M. FIGUET, « La titrisation : une technique de gestion du risque en débat », *op. cit.*

<sup>73</sup> V. KOTHARI, *Securitization: The Financial Instrument of the Future*, s.l., John Wiley & Sons, 16 juin 2006.

#### 4.2.1.1 Les MBS

Le terme « *Mortgage-Backed Securities* » désigne la titrisation des crédits hypothécaires au sens large vu qu'il existe une subdivision de ce type de titres. Le marché des MBS, dont l'actif sous-jacent est constitué de créances hypothécaires<sup>74</sup>, a très vite suscité l'intérêt des agences américaines spécialisées dans le financement de l'immobilier, ainsi que celui des établissements de crédit.

La relative homogénéité du produit, l'historique bien documenté du taux de défaillance des prêteurs, l'existence d'un actif facilement saisissable, et l'encouragement des autorités gouvernementales ont favorisé la croissance de ce marché<sup>75</sup>.

Comme énoncé, la croissance de ce marché conduira à distinguer, sous cette large catégorie de MBS, deux sous-catégories : les *Residential Mortgage-Backed Securities* (RMBS), dont l'actif sous-jacent est constitué de créances hypothécaires résidentielles, et les *Commercial Mortgage-Backed Securities* (CMBS), dont l'actif sous-jacent est composé de créances hypothécaires portant sur des biens immobiliers à usage commercial<sup>76</sup>.

Le marché des RMBS est le plus ancien et celui qui s'est le plus développé. La caractéristique de ce produit est la simplicité : les établissements de crédit cèdent un ensemble homogène de prêts hypothécaires à un véhicule de titrisation. Ce dernier va ensuite émettre des titres sur le marché. Les investisseurs, détenteurs des titres, seront rémunérés grâce aux cash-flow générés par ces prêts. Le cédant, en l'occurrence l'établissement de crédit, va pouvoir assurer le financement du secteur immobilier résidentiel en accordant davantage de crédits aux particuliers grâce aux nouvelles liquidités qu'il a perçues.

---

<sup>74</sup> H.J. STEIN *et al.*, *Analysis of Mortgage Backed Securities: Before and after the Credit Crisis*, Rochester, NY, Social Science Research Network, 5 janvier 2007, disponible sur <https://papers.ssrn.com/abstract=955358> (Consulté le 31 mars 2020).

<sup>75</sup> F. LEROUX, « Note pédagogique n°16 : La titrisation », *op. cit.*

<sup>76</sup> J. PINTO et P. ALVES, « The economics of securitization: evidence from the European markets », *Investment Management and Financial Innovations*, 2016, vol. 13, n° 1, p. 15.

Le marché des CMBS a émergé en 1996 comme un secteur à part entière et a développé une large base d'investisseurs et un marché secondaire liquide<sup>77</sup>. Le principe des CMBS est fondé sur l'émission de titres dont le remboursement est basé sur les flux provenant de l'exploitation d'un bail commercial. Ce type de produit demeure marginal<sup>78</sup>.

Nous pouvons une nouvelle fois séparer en deux catégories les MBS : il existe des titres adossés à des crédits hypothécaires « *prime* » et « *subprime* ». La caractéristique qui permet de distinguer les crédits hypothécaires *prime* des *subprime* est la solvabilité de l'emprunteur<sup>79</sup>. On désigne un crédit hypothécaire *subprime* lorsque le risque de crédit de l'emprunteur est plus important comparé à ceux de type *prime*. Puisque le taux d'intérêt pratiqué sur les crédits hypothécaires est proportionnel au risque de défaut, le crédit hypothécaire dit *subprime* se verra imposer un taux d'intérêt plus élevé que celui de la catégorie *prime*.

#### 4.2.1.2 Les ABS

Les *titres adossés à des actifs* sont des titres financiers qui sont garantis par un ensemble d'actifs (des prêts automobiles, des prêts étudiants, des dettes de cartes de crédit, les différentes formes de prêts à la consommation, le leasing pour les avions, etc.) autres que les crédits hypothécaires. Les ABS sont un exemple concret de titrisation à grande échelle et offrent une voie de diversification des investissements très intéressante, en particulier en Europe. Comme énoncé, il existe une grande diversité des structures des actifs à la base des ABS.

---

<sup>77</sup> L. HAYRE (éd.), *Salomon Smith Barney guide to mortgage-backed and asset-backed securities*, Wiley finance series, New York, John Wiley, 2001, p. 401.

<sup>78</sup> G. LEVIEUGE et J.-P. POLLIN (D), « Désintermédiaire : pourquoi, comment et que peut-on en attendre ? », *Revue d'économie financière*, décembre 2016, n° 3, pp. 147-174.

<sup>79</sup> J. PINTO et P. ALVES, « The economics of securitization: evidence from the European markets », *op. cit.*

#### 4.2.1.3 Les CDO

« CDO » est un acronyme signifiant les *Collateralized Debt Obligations*. Déjà sur pieds depuis 1980 aux États-Unis, ils ne naissent en Europe qu'en 1996 où ils rencontrent un énorme succès auprès des entreprises et des investisseurs. La popularité des CDO a fortement cru en seulement 3 ans, passant de 30 milliards de dollars en 2003 à 225 milliards de dollars en 2006.

Pour créer un CDO, les banques d'investissement rassemblent des actifs générateurs de flux de trésorerie - tels que des hypothèques, des obligations et d'autres types de dettes - et les regroupent en catégories ou tranches distinctes en fonction du niveau de risque de crédit encouru par l'investisseur<sup>80</sup>. Ce qui rend ce produit attrayant est le fait que différentes tranches sont créées dans le but de répondre aux demandes des investisseurs.

Chaque tranche d'un CDO a son propre degré de risque. Les tranches dites « *Senior* » sont considérées comme étant les plus sûres et se voient attribuer une très bonne notation par les agences de rating étant donné que le paiement des intérêts et du principal sont effectués par ordre d'ancienneté. Ainsi, les tranches dites « *Equity* »<sup>81</sup> présentent un taux d'intérêt plus élevé pour couvrir un risque de crédit qui est également plus élevé. Donc, si l'argent encaissé par un CDO n'est pas suffisant pour payer tous les investisseurs (toutes tranches confondues), alors les investisseurs des tranches inférieures dites *Equity* sont les premiers à subir les pertes. En effet, les tranches *Senior* ne subiront les pertes qu'après épuisement des parts *Equity* puis des tranches intermédiaires dites « *Mezzanines* ».

Les CDO se retrouvent aussi bien dans des titrisations classiques que dans des titrisations synthétiques, avec lesquelles ils vont nous permettre de faire le lien. Finalement, les CDO peuvent

---

<sup>80</sup> C. TARDI, « Collateralized Debt Obligation (CDO) Definition », *Investopedia*, 3 février 2020., disponible sur <https://www.investopedia.com/terms/c/cdo.asp> (Consulté le 5 mars 2020).

<sup>81</sup> Également appelée tranches « *Junior* ».

se subdiviser en deux sous-catégories : les *Collateralized Loan Obligations* et les *Collateralized Bond Obligations* (CBO)<sup>82</sup>.

Les *Collateralized Loan Obligations* (CLO) permettent aux banques de transférer tout ou partie du risque de crédit associé à leurs portefeuilles de prêts<sup>83</sup>. En effet, les crédits composant un CLO sont les prêts accordés par les banques aux entreprises. La création des CLO a précédé celles des *Collateralized Bond Obligations* (CBO). Ces derniers avaient pour objectif de convertir (repackager) les obligations à haut rendement, donc de mauvaise qualité (les *junk bonds*) en titres de qualité « *investment-grade* ». Comme il est peu probable que toutes les obligations de qualité médiocre fassent défaut au même moment, les rendements des CBO présentent un risque plus faible que les obligations individuelles qui les garantissent.

Nous pouvons désormais comprendre l'essor du marché des CDO à partir de 1995. En ce qu'ils permettent de refinancer des prêts bancaires mais surtout de transférer les risques de crédit à d'autres opérateurs, l'évolution a conduit à mettre en place des CDO synthétiques. Le but étant que les banques se débarrassent des risques de crédit et continuent à financer les prêts qu'elles ont accordés<sup>84</sup>.

#### 4.2.2 La titrisation synthétique

Cette forme de titrisation a un objectif différent que la titrisation classique. En effet, le principe d'une titrisation synthétique est relativement simple (la pratique étant plus complexe). La banque souhaite se débarrasser du risque de crédit associé à un portefeuille de créances, qui reste néanmoins présent dans son bilan<sup>85</sup>. Dès lors, la banque conserve dans ce dernier les actifs qui ne

---

<sup>82</sup> Tout comme le terme générique de CDO, les CBO et CLO se subdivisent en tranches.

<sup>83</sup> Y. SIMON, « Les Hedge Funds, la titrisation et la crise de l'été 2007 », in *Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ?*, s.l., Presses Universitaires de France, 2009, p. 99, disponible sur <http://www.cairn.info/hedge-funds-private-equity-marches-financiers-les---9782130576167-page-99.htm> (Consulté le 9 mars 2020).

<sup>84</sup> *Ibid.*, p. 103.

<sup>85</sup> Y. SIMON, « Les instruments dérivés », *Que sais-je?*, juillet 2014, n° 3840, pp. 7-42.

seront pas transférés, contrairement au risque de crédit. Partant, il n'y a pas de flux financier étant donné qu'aucun transfert de propriété n'a lieu. L'objectif de l'initiateur, qui est en l'occurrence la banque, est de trouver une couverture contre l'insolvabilité en transférant au véhicule de titrisation le risque de crédit adossé à ces actifs. L'idée consiste donc à combiner la structuration d'une titrisation classique et la souplesse des dérivés de crédit.

Le type de dérivé de crédit le plus courant est le *Credit Default Swap (CDS)* ou *Contrat d'échange sur le risque de défaut*, qui sera utilisé par les détenteurs des portefeuilles d'actifs dans le but de se couvrir contre le risque de crédit. Le premier CDS aurait été proposé par J.-P. Morgan en 1995<sup>86</sup>.

L'achat d'un CDS revient à acheter auprès du vendeur, moyennant le versement d'une prime périodique, une protection contre un ou plusieurs événements de crédit d'une entité sous-jacente au contrat (un risque *corporate*, un risque souverain, etc.)<sup>87</sup>.

Le vendeur de protection (qui est généralement une banque) s'engage, par la signature du contrat, à verser un montant prédéfini à l'acheteur du CDS en cas d'évènement de crédit<sup>88</sup> survenu pendant la durée du contrat. L'autre partie (qui est l'acheteur de protection) versera une prime périodique au vendeur.

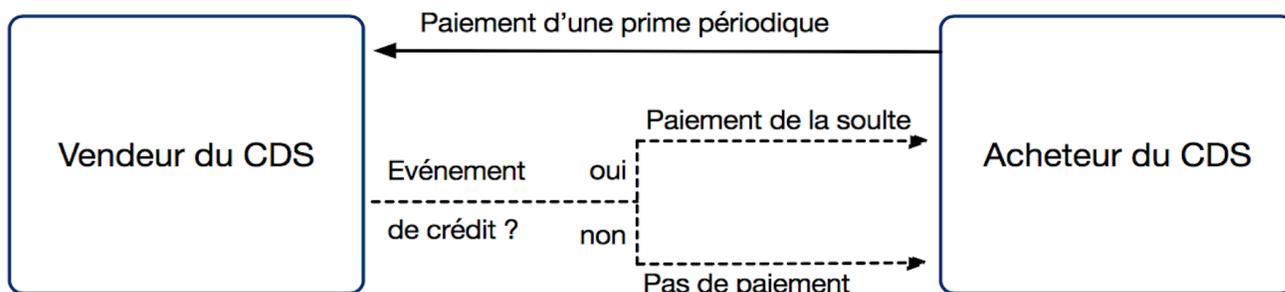
---

<sup>86</sup> Qui souhaitait pouvoir transférer le risque de crédit causé par une ligne de crédit de 4,8 millions de dollars accordée à la compagnie pétrolière Exxon.

<sup>87</sup> P. DUPUY, P. FONTAINE et J. HAMET, « Chapitre 6. Les marchés dérivés et la gestion du risque », in *Les Essentiels de la Gestion*, s.l., EMS Editions, 2018, pp. 153-204, disponible sur <https://www.cairn.info/les-marches-de-capitaux-francais--9782376870685-page-153.htm> (Consulté le 1 avril 2020).

<sup>88</sup> Plus généralement dénommé « *credit event* ».

**Figure 3:** Flux d'un *credit default swap*



À la différence de la titrisation classique, les actifs ne sont transférés ni au véhicule de titrisation ni au vendeur du CDS. La banque les conserve dans son bilan.

Comme nous pouvons le voir<sup>89</sup>, l'activité du marché des CDS est stable depuis 2016, après avoir connu un déclin entre 2014 et 2016.

### 4.3 Nouveaux produits de titrisation

Pendant de nombreuses années, les actifs sur lesquels les titrisations étaient adossées devaient être des créances nées ou des titres négociés sur le marché des capitaux. Il est désormais possible d'adosser des titrisations sur des créances qui n'existent pas, mais qui vont naître dans un futur proche, consécutivement à une prestation qui n'est pas encore effectuée, mais le sera prochainement. La titrisation peut également être adossée à des droits d'auteur sur des œuvres artistiques qui n'ont pas encore été vendues ou même diffusées. Enfin, sont aussi titrisables les cash-flow à venir d'une entreprise dans le cadre d'une *whole business securitization* (WBS). Étant d'une grande complexité juridique et n'étant accessible qu'aux grandes entreprises, ce dernier type de titrisation est rare.

---

<sup>89</sup> Cf. **Annexe n°4**.

Une question peut survenir dans nos esprits : « Vu la diversité de la titrisation, pouvons-nous titriser autre chose que des actifs ? ». La réponse est positive. En effet, tel semble être le cas pour certaines titrisations synthétiques comme la titrisation de risques climatiques, aussi appelés « *cat bonds* ».

Déjà en 1987, l'économiste américain Minsky disait : « *That which can be securitized, will be securitized* »<sup>90</sup>. Cependant, le recours à une *due diligence* apparaît indispensable et doit caractériser tout type de titrisation<sup>91</sup>.

## Section 5. Avantages de la titrisation

Après avoir présenté et analysé les mécanismes et les produits de la titrisation, nous pouvons désormais examiner les raisons d'utiliser ou non une telle technique. Cette section identifie les avantages d'une opération de titrisation pour ses intervenants. Rappelons que nous analysons les avantages d'une titrisation classique, hors bilan, c'est-à-dire une opération impliquant la cession parfaite d'un ensemble d'actifs à un véhicule de titrisation.

Cette section étudie les avantages de recourir à cette technique financière qu'est la titrisation pour différents types d'acteurs : les cédants, les investisseurs et le contexte économique en général.

### 5.1 Avantages pour les cédants

Il existe trois grandes raisons, pour un cédant, de recourir à la titrisation : obtenir un financement, transférer les risques et optimiser ses ratios.

---

<sup>90</sup> H. MINSKY, « Securitization », *Hyman P. Minsky Archive*, octobre 1987, disponible sur [https://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/15](https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/15).

<sup>91</sup> Le concept de *due diligence* sera analysé dans la seconde partie de ce mémoire en ce qu'il fait partie du règlement titrisation.

### 5.1.1 Titriser pour se financer

Premièrement, la titrisation est une méthode de financement pour l'institution qui cède ses créances. En effet, elle offre une nouvelle source de financement immédiate puisqu'elle lui permet de faire rentrer des liquidités supplémentaires en liquéfiant des actifs non liquides. Ces liquidités viennent alimenter sa trésorerie, ce qui lui permettra de financer d'autres activités ou de se désendetter. D'un point de vue comptable, des disponibilités remplacent les actifs, qu'il s'agisse d'actifs circulants (créances) ou d'actifs immobilisés (stock de marchandises, immeubles, etc.) dans le bilan du cédant<sup>92</sup>. Lorsque des titrisations sont initiées par des entreprises industrielles et commerciales, appelées titrisations de type « *corporate* », cette méthode leur permet de réduire leurs besoins en fonds de roulement (BFR)<sup>93</sup>, étant donné qu'il va y avoir un remplacement des créances (cédées) du bilan par une trésorerie qui sera directement disponible.

De plus, la titrisation leur offre une source de financement alternative à l'emprunt bancaire<sup>94</sup>. De fait, cette méthode peut être nécessaire dans le cas où les banques n'accordent pas le financement sollicité par les entreprises, qui devront dès lors se tourner vers les marchés financiers où y règne une plus grande propension au risque de la part des investisseurs. En effet, certains investisseurs veulent un rendement conséquent et, puisqu'il existe une corrélation entre le risque et le rendement, plus le risque assuré par l'investisseur est élevé, plus le sera le rendement offert.

Certaines entreprises industrielles et commerciales doivent recourir à l'affacturage<sup>95</sup> dans le but d'avoir suffisamment de rentrées de liquidités pour ne pas menacer leur trésorerie. Mais il arrive qu'il soit difficile de trouver une société d'affacturage qui accepte de mobiliser les créances, en particulier si elles sont risquées. Cependant, en recourant à la titrisation, ces créances commerciales

---

<sup>92</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, *op. cit.*, p. 72 et s.

<sup>93</sup> Le BFR est égal à l'actif à court terme moins le passif à court terme. Le BFR représente le décalage dans le temps entre les encaissements (délais de paiement accordés et stock non vendu) et les décaissements (paiements des fournisseurs), ce qui assèche la trésorerie.

<sup>94</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, *op. cit.*

<sup>95</sup> Méthode de financement et de recouvrement de créances qui consiste à confier à un organisme tiers (établissement de crédit spécialisé) la gestion administrative des créances.

sont susceptibles d'intéresser des investisseurs. Dès lors, ces créances sont parfois mieux servies sur les marchés financiers.

S'il s'agit d'une titrisation initiée par un établissement de crédit, l'objectif principal consiste à pouvoir refinancer des prêts par le biais des marchés financiers grâce au véhicule de titrisation (SPV). Ce dernier va payer le prix de cession à l'établissement de crédit pour qu'il soit en mesure de reconstituer les fonds prêtés<sup>96</sup>.

### 5.1.2 Titriser pour transférer des risques

Le transfert des risques peut ne pas être l'objectif principal recherché en procédant à la titrisation, mais il s'agit d'un effet caractéristique de la cession de créances.

Le mécanisme de titrisation classique implique une cession parfaite des actifs titrisés, comme déjà mentionné *supra*. Par la cession de ses actifs, l'entreprise va également céder l'ensemble des risques attachés à ceux-ci au véhicule *ad hoc* (SPV)<sup>97</sup>. Dès lors, ce dernier va logiquement supporter les éventualités d'impayés, c'est-à-dire le risque de crédit relatif à ces créances qui lui ont été cédées.

Le transfert des risques est donc un avantage majeur pour le cédant en ce qu'il obtiendra des liquidités qui se rapprocheront de la valeur estimée des actifs cédés, mais sans subir les risques qui y sont attachés. Pour les banques, cela leur permet de rééquilibrer leur bilan, en éliminant les risques attachés aux actifs qu'ils ont dans leur bilan et par conséquent en libérant des capitaux propres pour de nouveaux prêts à l'économie<sup>98</sup>.

Il est important de noter que la titrisation ne fait pas disparaître les risques mais disperse leur prise en charge entre les différents intervenants de la titrisation.

---

<sup>96</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, op. cit.

<sup>97</sup> Sous réserve d'aménagement contraire dans le contrat.

<sup>98</sup> Ce principe se base sur les *Risk Weighted Assets* qui sera analysé dans la seconde partie de ce mémoire.

Néanmoins, pour satisfaire aux exigences des investisseurs et aux obligations prudentielles, le transfert de risque n'est, en règle générale, pas total. Il ne faut pas exclure l'obligation de rétention des risques<sup>99</sup> et certaines techniques de rehaussement de crédit, telles que la souscription de la tranche *Equity*. Dans ce dernier cas, il n'y aura pas de transfert total du risque vu que la tranche *Equity*, celle du dernier rang, sera conservée par la banque.

### 5.1.3 Titriser pour optimiser ses ratios

Les ratios permettent d'analyser la situation économique et financière d'une entité. Un ratio se lit en pourcentage ou en coefficient et traduit un rapport entre deux données financières d'une entreprise<sup>100</sup>.

Afin de respecter les normes prudentielles posées par le droit de l'Union européenne, les banques sont amenées à avoir une proportionnalité entre leur niveau de fonds propres et de *risk weighted assets*<sup>101</sup> par rapport aux prêts qu'elles accordent. L'objectif principal est d'éviter les faillites bancaires et donc de protéger les dépôts des particuliers. La titrisation offre à l'établissement de crédit une meilleure gestion de son bilan quant au respect des normes prudentielles en vigueur<sup>102</sup> puisqu'en cédant ses créances, la banque sera en mesure d'alléger son niveau de fonds propres requis et d'améliorer ses ratio de solvabilité et de liquidité.

Les émetteurs peuvent souhaiter diminuer leur besoin en capital. Prenons par exemple le cas d'une banque qui est tenue par les régulateurs de conserver des fonds propres en fonction de la taille et du type de ses actifs. Lorsque la banque accorde un prêt, la valeur de marché du prêt apparaît comme un actif dans son bilan, et la banque doit alors mettre de côté le montant approprié de capital pour couvrir les baisses potentielles de la valeur de cet actif. L'institution peut constater que le fait

---

<sup>99</sup> L'obligation de rétention des risques est présente à l'article 6 du règlement titrisation 2017/2402.

<sup>100</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, op. cit., p. 78 et s.

<sup>101</sup> Voir *infra* dans la seconde partie. Les *RWA* signifient les actifs pondérés par rapport au risque.

<sup>102</sup> Les normes prudentielles du droit de l'Union européenne seront analysées dans la seconde partie de ce mémoire.

de disposer de la majeure partie de son capital limite les possibilités d'utiliser ce capital à des fins susceptibles de générer de meilleurs rendements pour les actionnaires, comme le financement de nouveaux investissements ou l'acquisition d'autres entités. La titrisation des actifs permet à la banque de les retirer en tout ou en partie de son bilan, libérant ainsi le capital pour d'autres usages<sup>103</sup>.

## 5.2 Avantages pour les investisseurs

Les actifs titrisés répondent aux besoins à la fois des investisseurs peu enclins au risque, c'est-à-dire des investisseurs qui se dirigeront vers des produits plus sûrs assortis de rendements plus faibles mais moins risqués, et des investisseurs plus aventureux qui cherchent un rendement plus important. Un souhait des investisseurs est de diversifier leur portefeuille. La titrisation atteint cette attente car elle met à disposition des investisseurs toute une série de combinaisons possibles réunissant l'échéance, le risque et le rendement afin de satisfaire les besoins de tous<sup>104</sup>.

La titrisation est en général plus attractive par rapport à une émission directe d'obligations pour les investisseurs. Elle est en effet plus sécurisée en ce qu'elle passe par la création d'un véhicule *ad hoc* (SPV) qui va protéger les investisseurs de l'éventuelle mauvaise santé financière du cédant. Les investisseurs d'émissions directes d'obligations, se dénommant *obligataires*, sont soumis à un risque d'impayé si l'entreprise cédante est frappée par des difficultés financières.

## 5.3 Avantages pour le financement de l'économie

En ce qui concerne le financement de l'économie, la titrisation permet de financer le crédit pour des secteurs clés, comme les PME et les crédits à la consommation, grâce au fait que des investisseurs non bancaires peuvent intervenir (assureurs, gestionnaire de fonds, etc.).

---

<sup>103</sup> M. LEVINSON, *Guide to financial markets: why they exist and how they work*, London, Profile Books, 2014, p. 97.

<sup>104</sup> F. HACHE, « A missed opportunity to revive “boring” finance? », décembre 2014, disponible sur <https://www.finance-watch.org/wp-content/uploads/2018/08/FW-report-LTF-dec-2014.pdf>.

De plus, la titrisation est un outil de déconsolidation du bilan des banques ce qui leur permet de continuer de prêter aux particuliers. Elle est un soutien concret à l'économie réelle.

## Section 6. Risques liés à la titrisation

La titrisation, ainsi que nous venons de le voir, peut être perçue comme une innovation financière qui ne posséderait que des aspects positifs : elle libère du capital, aide les banques à mieux gérer leur bilan, permet un transfert des risques, etc. En effet, il est vrai que les banques qui titrisent leurs actifs peuvent réduire leurs besoins en épargne, obtenir des moyens de financement supplémentaires, améliorer leurs ratios financiers et mieux gérer les risques de leurs portefeuilles<sup>105</sup>.

Nous allons désormais analyser quels sont les risques attachés à ce type d'innovation. Dans les opérations de titrisation, des risques de différentes natures sont susceptibles de compromettre le bon déroulement de l'opération : le risque de crédit, le risque de taux d'intérêt, le risque de remboursement anticipé et divers risques connexes.

### 6.1 Risque de crédit

Habituellement employé dans les domaines bancaires et financiers, le risque de crédit désigne les éventualités de défaut ou de défaillance d'un emprunteur ou d'un émetteur de titres de créances. Le risque de crédit est le principal risque associé aux opérations de titrisation<sup>106</sup>.

Le risque de crédit découle principalement de la qualité de crédit des actifs sous-jacents mais également de la structure de paiement des cash-flow, de la structure juridique de la titrisation et de la capacité du cédant à fournir les services de recouvrement qui restent la plupart du temps à sa charge. Le risque est à la fois intrinsèque et lié à l'évolution des conditions du marché.

---

<sup>105</sup> R. SOBREIRA, « Innovation financière et investissement », *op. cit.*, p. 126.

<sup>106</sup> A. DELIVORIAS, EUROPEAN PARLIAMENT et DIRECTORATE-GENERAL FOR PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICES, *Comprendre la titrisation*, *op. cit.*

Toute opération de titrisation a pour objet un transfert du risque, que l'on soit dans une titrisation classique ou synthétique. Dans une titrisation classique, comme déjà décrit, le transfert des actifs au véhicule de titrisation entraîne un transfert des risques associés à ceux-ci. Partant, le véhicule *ad hoc* subira les risques de non-paiement à la place du cédant. Dans une titrisation synthétique, en particulier via le *Credit Default Swap* (CDS), la banque conserve dans son bilan les actifs qui ne seront pas transférés contrairement au risque de crédit. *In fine*, les investisseurs devront assumer ce risque de crédit<sup>107</sup>.

## 6.2 Risque de remboursement anticipé

Du point de vue du débiteur, le remboursement anticipé peut être intéressant en ce qu'il évite le paiement des intérêts futurs, ce qui cause un manque à gagner pour le prêteur.

Cette éventualité a été la première à poser problème dans les opérations de titrisation, notamment lorsque les MBS ont été mis en place<sup>108</sup>. Le remboursement anticipé, contrairement au risque de crédit, ne consiste pas en une inexécution contractuelle mais en l'exercice d'un droit. Diverses sont les causes qui amènent un débiteur à rembourser anticipativement son crédit : nouvelles opportunités de financement, chute des taux d'intérêt (c'est en cas de baisse des taux que les débiteurs tendront à refinancer leur dette), déménagement ou évolution des besoins de logement en ce qui concerne les prêts immobiliers<sup>109</sup>.

## 6.3 Risques de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt désigne l'éventualité que le taux d'intérêt d'un prêt à taux variable fluctue. Une hausse de taux constitue évidemment une perte pour l'emprunteur et un gain pour le

---

<sup>107</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, *op. cit.*, p. 157 et s.

<sup>108</sup> F. LEROUX, « Note pédagogique n°16 : La titrisation », *op. cit.*

<sup>109</sup> J.-M. LASRY et C. LAVIT D'HAUTEFORT, « Nouvelles techniques financières et risque : le cas de la titrisation », *Revue d'économie financière*, La sécurité des systèmes financiers : II/ Les voies de régulation, 1991, n° 19, pp. 69-75.

prêteur. À l'inverse, il est un manque à gagner pour ce dernier en cas de baisse des taux<sup>110</sup>. Comme nous venons de le voir, une baisse des taux d'intérêt va pousser les débiteurs à rembourser anticipativement leur crédit dans le but de se refinancer à de meilleures conditions sur le marché, ce qui est néfaste pour les détenteurs des titres.

La réalisation du risque de taux d'intérêt met le véhicule de titrisation en difficulté lorsqu'il devra payer les investisseurs.

## 6.4 Risques connexes

Après avoir présenté les trois principaux risques d'une opération de titrisation, d'autres types de risques sont susceptibles d'affecter cette opération, tels que le risque de perturbation des flux financiers<sup>111</sup>, le risque de détérioration de la notation<sup>112</sup>, le risque de défaillance des intervenants<sup>113</sup> et le risque règlementaire et de changement des normes comptables et prudentielles.

En ce qui concerne le risque règlementaire, de nouvelles normes prudentielles ont été mises sur pied après la crise financière de 2008 sous l'impulsion du Comité de Bâle pour éviter de reproduire les erreurs commises par le passé. Dans le cadre de ce mémoire, nous analyserons l'impact du règlement titrisation sur le marché actuel. Nous verrons *infra*, dans la seconde partie, que l'obtention du label STS requiert des conditions très strictes pour que l'opération soit qualifiée de « simple, transparente et standardisée ». Dès lors, ce règlement titrisation est un changement règlementaire qui énonce des conditions plus restrictives au niveau du marché de la titrisation.

---

<sup>110</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, *op. cit.*

<sup>111</sup> Le risque de perturbation des flux financiers intervient lorsqu'il n'y a pas de concordance entre les flux attendus par les détenteurs de titres et les paiements réellement effectués par le véhicule de titrisation. Cela peut être le cas par exemple de retards de paiement, de remboursements anticipés ou encore de complications lors des paiements.

<sup>112</sup> Le risque de détérioration de la notation apparaît rarement du fait de l'existence de techniques de réduction des risques. Néanmoins, il se peut qu'au cours de la vie du véhicule de titrisation, la notation qui a été octroyée par une agence de notation se détériore et soit revue à la baisse.

<sup>113</sup> Une opération de titrisation repose, comme nous l'avons vu, sur la collaboration de différents intervenants. Dès lors, il y a toujours un risque qu'un de ces intervenants fasse défaut, peu importe les précautions qui ont été prises.



## Chapitre 2 : Le rôle de la titrisation dans le déclenchement de la crise financière de 2008

Après avoir préalablement analysé conceptuellement et économiquement le phénomène de la titrisation en tant qu'analyse conceptuelle et économique, nous pouvons désormais apprécier plus exactement le rôle joué par ce mécanisme lors de la crise et sa responsabilité dans celle-ci.

Ce chapitre est consacré au rôle joué par la titrisation dans la crise dite des *subprimes*. Le terme « *subprimes* » désigne les crédits hypothécaires à risque. Ce type de crédit s'est rapidement développé aux États-Unis (section 1) et la titrisation a contribué à diffuser le risque qu'il portait dans l'ensemble du système bancaire et financier globalisé (section 2).

Nous n'allons pas nous atteler à une analyse détaillée de la crise des *subprimes*, mais simplement donner quelques indications sur le rôle joué par la titrisation, étant entendu qu'elle n'a été qu'un élément parmi d'autres de la crise financière de 2008 et de sa propagation des États-Unis vers l'Europe. En effet, d'autres facteurs ont contribué à l'amplification de la crise tels que des facteurs relatifs au fonctionnement des marchés financiers, à l'utilisation des instruments financiers, au manque de régulation<sup>114</sup>, etc.

---

<sup>114</sup> D.G. TARR, « The Political, Regulatory and Market Failures That Caused the US Financial Crisis », s.d., p. 34.

## Section 1. Le développement des crédits hypothécaires à risque aux États-Unis

Les conditions d'attribution du crédit aux États-Unis se sont progressivement assouplies (1.1), ce qui a entraîné une augmentation du volume des crédits *subprimes* qui ont été commercialisés à grande échelle, dans un contexte où le contrôle du respect des conditions ne semblait pas à l'ordre du jour (1.2).

### 1.1 Le relâchement des conditions d'attribution du crédit

La légère récession qui a suivi l'éclatement de la bulle internet et l'entrée massive des capitaux provenant de l'étranger – et en particulier des pays asiatiques – ont incité la Réserve fédérale américaine à abaisser les taux d'intérêt. Cette baisse a eu pour effet indirect de réduire les taux hypothécaires, ce qui a incité davantage de personnes de souscrire à des prêts hypothécaires<sup>115</sup>.

De plus, pour de nombreux gouvernements, la politique du logement est une des principales préoccupations. Le gouvernement américain avait pour objectif de promouvoir l'accès à la propriété<sup>116</sup>. Comme nous l'avons déjà vu *supra*, dès la fin du 19<sup>ème</sup> siècle aux États-Unis, des institutions spécialisées dans le financement hypothécaire encadraient déjà le marché de l'immobilier. L'objectif était bel et bien de favoriser l'accession à la propriété du plus grand nombre d'Américains, comme l'affirmait d'ailleurs Georges W. Bush dans un de ses discours en 2004 : « *Nous sommes en train de créer une société de propriétaires dans ce pays, dans laquelle*

---

<sup>115</sup> A. DELIVORIAS, EUROPEAN PARLIAMENT et DIRECTORATE-GENERAL FOR PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICES, *Comprendre la titrisation, op. cit.*

<sup>116</sup> AMERICAN GOVERNMENT, « Blueprint for the American dream », s.d., disponible sur <https://archives.hud.gov/initiatives/blueprint/blueprint.pdf>.

*toujours plus d'Américains auront la possibilité d'ouvrir la porte de l'endroit où ils vivent, et diront : « Bienvenue dans ma maison, bienvenue dans ce que je possède » ... »<sup>117</sup>.*

Cette volonté d'élargir l'accès à la propriété a été traduite dans plusieurs textes. À titre d'exemple, deux lois votées dans les années 1970, le Fair Housing Act (1968) et l'Equal Credit Opportunity Act (1974), visaient à promouvoir l'accès équitable au crédit tout en prohibant les discriminations, et en particuliers les discriminations raciales – on parle de *redlining* pour désigner le caractère systématique de l'exclusion par les banques de certains quartiers<sup>118</sup> –. Nous pouvons également mentionner le Community Reinvestment Act (1977), qui encourageait « *les institutions financières (banques et caisses d'épargne) à répondre aux besoins de crédit des communautés locales au sein desquelles elles opèrent, y compris dans les quartiers à revenu faible ou modéré* »<sup>119</sup>.

De cette façon, les organismes prêteurs étaient encouragés à accorder des crédits indépendamment de la situation géographique et de la catégorie sociale du bénéficiaire<sup>120</sup>.

Même s'ils ne sont pas considérés comme étant responsables de la crise, ces textes ont d'une certaine manière contribué à l'augmentation de la commercialisation des prêts immobiliers, ce qui a conduit à accroître par la même occasion le nombre de crédits portant un risque<sup>121</sup>.

---

<sup>117</sup> G. GIRAUD, *Illusion financière (3e édition revue et augmentée)*, s.l., Éditions de l'Atelier, 20 mars 2014.

<sup>118</sup> S. TASQUE, « La lutte contre l'exclusion bancaire des particuliers. Une perspective franco-américaine », *La Revue de l'Ires*, 2011, n° 3, pp. 61-88.

<sup>119</sup> P. ARTUS *et al.* (éds.), *La crise des subprimes: rapport*, Les rapports du Conseil d'Analyse Economique, n° 78, Paris, Documentation Française, 2008, p. 34.

<sup>120</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement*, *op. cit.*, p. 35 et s.

<sup>121</sup> P. WALLISON, « The True Story of the Financial Crisis », *American Enterprise Institute - AEI*, 2009, p. 4.

## 1.2 La commercialisation massive des prêts *subprimes*

D'une part, une multiplication et une diversification des catégories des prêts à risque ont été mises en place aux États-Unis. Ces contrats se basaient sur la valeur du bien, qui était supposée augmenter avec le temps. Par exemple, certains contrats conclus avec le banquier prévoyaient que ce dernier prêtait l'intégralité du prix de la maison. Si sa valeur augmentait, le propriétaire conservait la différence tandis que si sa valeur diminuait, le créancier récupérait le bien.

D'autres prêts étaient proposés avec des « *teaser rate* » ou taux d'appel en français. Ces *teaser rate* sont des taux attractifs : en début d'opération, généralement pendant 2 ans, ces taux étaient bas (2%, voire 0%). Toutefois, ces taux devenaient variables et atteignaient donc des niveaux très élevés par la suite. Certains contrats formalisaient des emprunts hypothécaires à court terme dans le but de profiter des taux bas, mais qu'il fallait refinancer au bout de 5 ans.

On a aussi vu apparaître aux États-Unis des prêts « *ninja* » - *no income, no job, no assets* – qui permettaient d'acquérir un logement au-dessus de ses propres moyens, en misant sur une revente de l'actif à échéance d'environ deux ans, à prix « nécessairement » supérieur, pour rembourser le principal du prêt et les intérêts capitalisés<sup>122</sup>.

La tendance voulait qu'il était même possible pour des particuliers de contracter un emprunt adossé à leur bien immobilier dont ils étaient déjà propriétaires. Le but était de financer leur train de vie quotidienne, tout en comptant sur une augmentation de la valeur de leur bien pour ensuite effectuer le remboursement. L'idée sous-jacente résidait dans le fait que puisque les prix augmentaient de façon constante, les problèmes de remboursement seraient réduits voir éliminés par la hausse des prix du marché immobilier<sup>123</sup>. Notons que les agences immobilières gonflaient les prix des logements en se basant sur la simple hypothèse que les prix de l'immobilier continueraient à augmenter, et non pas sur la demande de logements<sup>124</sup>.

---

<sup>122</sup> T. DISSAUX, *Retour sur la crise des subprimes et de la titrisation* | AEF, Remettre la finance au service de l'homme et de la société, Association d'économie financière, 2010, pp. 135-145.

<sup>123</sup> A. DELIVORIAS, EUROPEAN PARLIAMENT et DIRECTORATE-GENERAL FOR PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICES, *Comprendre la titrisation, op. cit.*

<sup>124</sup> B. BEACHY, « A Financial Crisis Manual », *A Financial Crisis Manual*, s.d., n° 12, p. 9.

La brève présentation de ces types de contrats démontre l'énorme manque de rigueur, pour ne pas parler de fraude, des modalités de prêt mises en place durant cette période aux États-Unis. En effet, le manque de rigueur est un euphémisme lorsque l'on sait que les professionnels touchaient des commissions pour chaque prêt accordé, voire dans certains cas récupéraient le bien immobilier.

D'autre part, le système bancaire américain prévoyait la fragmentation des rôles dans la distribution des prêts. En effet, aux États-Unis, différentes fonctions sont réparties entre des acteurs professionnels et indépendants. Des courtiers, payés à la commission, prennent en charge la relation commerciale et la souscription du client<sup>125</sup>. Les banques octroient les prêts sans procéder à l'étude du risque de crédit, la gestion des crédits peut être assurée par des gestionnaires, etc. Aux États-Unis, les particuliers reçoivent une note de crédit attribuée en fonction de leur revenu, de leur endettement, de leur historique de paiement. Cette note de crédit, dénommée « *FICO score* » varie entre 300 et 850. En dessous de 600, le risque est généralement considéré comme *subprime*.

En fin de compte, nous pouvons constater que les prêts immobiliers ont été initiés par des agents qui n'en assumaient pas tous les risques mais qui étaient rémunérés pour chaque transaction. Dès lors un assouplissement des normes de souscription a été constaté dans le but de promouvoir des logements à prix abordables<sup>126</sup>.

Dans ce système, il était donc dans l'intérêt des banques et des opérateurs financiers d'augmenter le nombre d'offres de crédit, d'autant plus qu'il leur était possible de céder les créances découlant de ces prêts.

En effet, nous avons vu *supra* que des organismes financiers comme la FNMA et le GNMA rachetaient les portefeuilles de crédit aux établissements prêteurs, puis les revendaient aux investisseurs en assurant parfois le risque de défaillance de l'emprunteur initial<sup>127</sup>. Les

---

<sup>125</sup> Les courtiers peuvent également étudier le risque.

<sup>126</sup> E. PINTO, « Government Housing Policies in the Lead-Up to the Financial Crisis: A Forensic Study », *SSRN Electronic Journal*, 2010, disponible sur <http://www.ssrn.com/abstract=1675959> (Consulté le 15 mars 2020).

<sup>127</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement*, *op. cit.*

interventions des organismes fédéraux de crédit publics et parapublics ont contribué à une normalisation des produits hypothécaires et à une harmonisation des pratiques de crédit. En effet, les prêteurs avaient l'assurance qu'ils pouvaient revendre ces crédits hypothécaires à un organisme parapublic lorsqu'ils étaient conformes à certains critères<sup>128</sup>. Ces organismes ont joué un rôle de premier plan dans la titrisation, qui a facilité la diffusion des risques portés par les crédits ayant été distribués sans la moindre précaution.

## Section 2. La transmission du risque de crédit par la titrisation

Les diverses raisons évoquées dans la section précédente expliquent le fait que le volume des prêts *subprimes* octroyés sur le territoire des États-Unis a fortement augmenté. La titrisation a sans doute accéléré ce phénomène lorsque les acteurs se sont rendus compte qu'ils étaient en mesure d'utiliser ce mécanisme dans le but de diluer les risques dans les marchés financiers globalisés. Les acteurs des opérations de titrisation ont donc organisé la séparation des risques lors de cette phase (2.1). Ainsi ont été émis sur les marchés des titres portant des risques très différents (2.2).

### 2.1 Allongement de la chaîne d'intermédiation et dissociation des risques

Au vu du nombre d'intervenants dans une opération de titrisation, nous constatons un allongement de la chaîne d'intermédiation, ce qui a complexifié le système et l'a rendu probablement plus instable. En effet, avec la titrisation, la chaîne entre les intervenants est plus longue : les institutions financières, par exemple une banque, accordent des crédits hypothécaires aux ménages. Ensuite, ces institutions financières vendent ces créances au véhicule de titrisation, qui va transformer ces

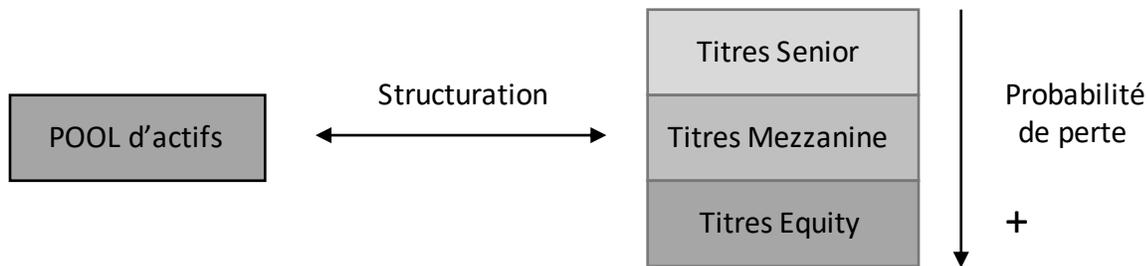
---

<sup>128</sup> « Chapitre 4. L'endettement des ménages », *Études économiques de l'OCDE*, 2007, vol. 9, n° 9, pp. 85-110.

prêts en MBS. Ces derniers pourront être achetés par des investisseurs – particuliers, émetteurs d’ABS, banques d’investissement, etc. – sur les marchés financiers<sup>129</sup>.

En ce qui concerne la dissociation des risques, les initiateurs des opérations de titrisation émettent différentes catégories de titres : les titres « Senior », « Mezzanine » et « Equity ». Les premiers seront moins exposés au risque de défaillance car ils sont prioritaires en cas de paiement et ont plus de chances d’être remboursés. En d’autres termes, l’émission des titres est découpée en tranches subordonnées les unes aux autres. Chaque tranche bénéficie de caractéristiques de risques et de rendements spécifiques en fonction de son rang.

**Figure 4** : Principe de la structuration des titres



Ce découpage en tranches s’effectue avec l’avis des agences de notation qui attribuent une note pour chaque émission. À première vue, cela semble légitime de faire appel à une tierce partie pour noter les émissions, tant pour l’émetteur que pour l’investisseur. En effet, faire appel aux agences de notation pour vérifier que les parties seront en mesure de respecter leurs engagements rend l’opération plus fiable et rassure les investisseurs. Mais l’expérience a montré que la mise en œuvre de la notation n’a pas été effectuée de manière fiable.

---

<sup>129</sup> T. ADRIAN et H.S. SHIN, « The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09 », 2010, p. 35.

Premièrement, il est apparu que les méthodes appliquées par les agences de notation n'effectuaient pas une analyse complète du risque en ce qu'elles ne prenaient pas en compte l'environnement économique et financier, mais uniquement les modalités de confection du produit<sup>130</sup>.

Ensuite, la relative simplicité de la notation masquait la complexité des produits. La note donnée incite les investisseurs à traiter les produits complexes comme des produits simples, c'est-à-dire sans prendre en compte ni le sous-jacent ni la liquidité liés à leur complexité. La note simplifie l'approche et ne tient pas compte d'un ensemble d'informations pourtant indispensables à la connaissance des investisseurs<sup>131</sup>.

Une dérive des notations était que l'on estimait que ces agences fournissaient des notations trop positives, ce qui entraînait de mauvais investissements. Une partie du problème était que, malgré le risque, les agences continuaient à attribuer des notations AAA aux titres adossés à des créances hypothécaires (MBS). Ces notations ont conduit de nombreux investisseurs à croire que ces investissements étaient très sûrs et ne présentaient que peu ou pas de risques. Les agences ont été accusées d'essayer d'augmenter leurs profits, ainsi que leurs parts de marché en échange de ces notations inexactes.

Le manque de rigueur des agences est également illustré par les conflits d'intérêts qui les concernent, et en particulier celui créé par le « *issuer-pays model* ». Ce modèle signifie que c'est l'entité évaluée qui paie les agences de rating, ce qui affecte logiquement l'objectivité de la notation. Dans le cas où l'initiateur n'est pas satisfait de la notation attribuée par l'agence, il peut décider de ne pas la rémunérer et d'aller solliciter une meilleure note auprès d'une autre agence de notation<sup>132</sup>. Sachant que trois agences de notation se partageaient et se partagent toujours à l'heure actuelle 92% du marché<sup>133</sup>, leur part de marché n'est pas négligeable.

À ce stade, il est important de retenir que ces notations ne contribuaient pas à remplir leur objectif proclamé, qui était de jouer un rôle d'information et de sécurisation. De cette manière, une série de

---

<sup>130</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement*, op. cit., p. 38.

<sup>131</sup> P. ARTUS et al. (éds.), *La crise des subprimes*, op. cit., p. 121.

<sup>132</sup> Cette pratique est qualifiée de « *rating shopping* ».

<sup>133</sup> *Report on CRA Market Share Calculation*, European Securities and Market Authority, 30 novembre 2018, p. 6.

titres risqués ont pu être placés sur les marchés financiers avec une notation plus favorable que ce qu'elle n'aurait dû l'être.

## 2.2 Le placement des risques de crédit sur les marchés financiers

Vu la multiplication des titrisations aux États-Unis, le nombre des titres adossés à ces actifs a connu une augmentation considérable. Plus les modèles devenaient complexes, plus les investisseurs se fiaient aux évaluations, en grande partie erronées, des risques externes fournies par les agences de notation<sup>134</sup>. Le rendement des produits a été la principale motivation d'acquisition des titres de rangs autres que *Senior* par les investisseurs professionnels – comme les fonds spéculatifs et établissements bancaires et financiers – américains mais également européens. Ces derniers n'étaient pas nécessairement familiarisés avec ce type d'instruments financiers et n'avaient pas une connaissance suffisante du marché immobilier américain. Les risques se sont donc diffusés sur les marchés mondiaux.

De plus, les fonds spéculatifs n'étaient soumis à aucun encadrement législatif et réglementaire et, partant, étaient dispensés de fournir la moindre indication sur leur niveau d'endettement<sup>135</sup>. Les structures complexes – comme la titrisation synthétique – ont permis aux spéculateurs de parier toujours plus sur le marché immobilier sans financer un seul logement. L'économie réelle n'a donc pas été alimentée par les spéculateurs<sup>136</sup>.

---

<sup>134</sup> D. LUTTRELL, H. ROSENBLUM et J. THIES, « Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned », novembre 2012, disponible sur <https://www.dallasfed.org/~media/documents/research/staff/staff1203.pdf>.

<sup>135</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement*, *op. cit.*

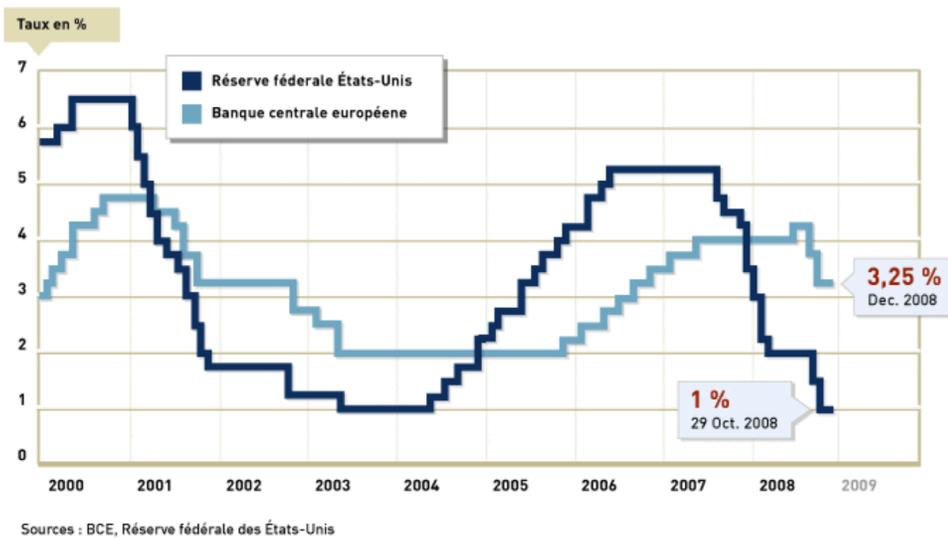
<sup>136</sup> F. HACHE, « A missed opportunity to revive “boring” finance? », *op. cit.*

En 2004, des rapports démontraient que « les banques avaient de plus en plus souvent conservé les tranches les plus risquées – dites *Equity* – de CDO synthétiques, qui assument les premières pertes »<sup>137</sup>, ce qui a accru les risques individuels de ces banques.

Une période de blocage est ensuite intervenue. Comme nous venons de l'énoncer, la plupart des titres risqués se trouvaient dans les mains de professionnels du monde bancaire et financier.

Mais entre 2004 et 2006, la FED, avec Alan Greenspan à sa tête, remonte progressivement les taux directeurs, qui atteignent jusqu'à 5,25%, comme le montre le graphique ci-dessous.

**Figure 5** : Taux directeurs de la FED et de la BCE entre 2000 et 2008.



Il devient alors de plus en plus difficile pour les ménages de rembourser leurs emprunts et, parallèlement, il devient de moins en moins facile d'acheter des biens immobiliers, du fait d'un taux d'intérêt élevé.

Lorsque ces risques ont commencé à se réaliser, les opérateurs n'ont plus été en mesure de faire circuler ces titres, qui sont donc devenus illiquides. Subséquemment, les initiateurs de titrisations

---

<sup>137</sup> EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (éd.), *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, Frankfurt am Main, 2004.

de crédits hypothécaires n'ont plus réussi à vendre ces titres adossés à ces créances hypothécaires, ce qui a contraint les prêteurs à ne plus s'engager dans des opérations de prêts immobiliers. Alors que les banques et les institutions financières possédaient ces instruments financiers risqués, elles ont développé une méfiance mutuelle, ne sachant pas à quel montant s'élevait l'endettement de leurs partenaires habituels : elles ont donc cessé les prêts interbancaires.

En conclusion, nous pouvons observer trois phases : la phase euphorique, la phase d'ajustement et la phase de retournement<sup>138</sup>.

La première phase est synonyme d'optimisme de la part des investisseurs et des banques. Boom du crédit et surendettement des ménages, sous-estimation des risques et rémunérations élevées des intervenants<sup>139</sup>. C'est lors de cette phase que la bulle s'est créée.

Ensuite arrive la phase d'ajustement, où le choc – par exemple celui des taux d'intérêt – provoque un renversement de ce qui a été attendu : les prix des actifs chutent et les premières difficultés de remboursement voient le jour.

Enfin, la phase de retournement où une inversion des prises de position sur les marchés apparaissent. Les défauts de remboursement se généralisent ce qui fait naître un risque systémique : les bilans des banques se dégradent, un sentiment de méfiance domine et les premières faillites apparaissent.

La crise a ainsi remis en cause les excès - essentiellement américains - de la titrisation et le modèle "*originate-to-distribute*", où personne n'était finalement responsable de la qualité des prêts émis ni sur le plan financier (sauf, évidemment, l'investisseur final), ni sur le plan organisationnel. La réalisation des risques était inscrite depuis l'origine, étant donné que les prêts avaient été accordés de manière trop laxiste.

---

<sup>138</sup> A. DIEMER, *Les enseignements de la crise des supprimes*, s.l., Clément Juglar, janvier 2011, disponible sur [https://www.researchgate.net/publication/303824259\\_Les\\_enseignements\\_de\\_la\\_crise\\_des\\_supprimes](https://www.researchgate.net/publication/303824259_Les_enseignements_de_la_crise_des_supprimes) (Consulté le 4 avril 2020).

<sup>139</sup> *Ibid.*

Il convient également de noter que la titrisation n'occupe pas la même place et n'a pas connu les mêmes excès entre les États-Unis, d'une part, et l'Europe, d'autre part, notamment l'Europe continentale. De plus, alors que leurs prix se sont effondrés et que leur liquidité s'est asséchée, la qualité intrinsèque du crédit et les performances des titrisations européennes ont bien résisté à la crise. Toutes les titrisations ne doivent donc pas être considérées comme identiques<sup>140</sup>.

---

<sup>140</sup> T. DISSAUX, *Retour sur la crise des subprimes et de la titrisation* | AEF, op. cit.

Au fil du temps et dû à son succès, la titrisation est devenue de plus en plus complexe et s'est écartée de son objectif principal. Cette première partie a mis en lumière la manière dont le mécanisme de titrisation permettait de générer des profits considérables sans tenir compte des risques qui pouvaient en découler. Suite à la crise, c'est le concept même de titrisation qui a été pointé du doigt puisqu'il ne permet pas d'avoir une vision claire de la situation des débiteurs et des risques réellement pris. En théorie, cette opération financière devrait améliorer l'efficacité des marchés de capitaux grâce à une répartition plus large et donc meilleure des risques. En pratique, comme la crise l'a révélé, si le prêteur ne porte plus le crédit qu'il a lui-même accordé, il devient moins exigeant dans la sélection et le contrôle des risques<sup>141</sup>. Le manque de régulation et de supervision ont certainement permis de tels excès.

C'est la raison pour laquelle de nombreux changements ont été apportés après le déclenchement de la crise des *subprimes* pour rendre ce mécanisme plus sûr et plus lisible pour tous les intervenants.

---

<sup>141</sup> J. ADEIMI, *Le cadre juridique de supervision bancaire et de régulation prudentielle: Du risque souverain aux politiques budgétaires d'austérité*, Université Côte d'Azur, 2018.



## Partie II : Réactions législatives européennes

Dans le jeu des reproches qui a suivi la crise financière, la titrisation a été jugée comme l'un des principaux responsables. Cette accusation, entre autres facteurs, a provoqué une chute importante des émissions suite à la crise, en particulier en Europe.

L'étude du mécanisme de titrisation que nous avons menée ci-dessus montre qu'il existe des lacunes dans la réglementation prudentielle. En fait, avec la libéralisation et la dérèglementation, les banques sont devenues vulnérables. Il est difficile pour elles d'éviter la déchéance puisqu'elles se sont engagées dans des activités spéculatives sans tenir compte de leur bilan<sup>142</sup>. C'est pourquoi il devait y avoir une révolution en ce sens. Michel Aglietta énonce à cet effet que : « (...) *La régulation prudentielle, étroitement liée au contrôle du crédit par la politique monétaire, est préventive. L'objectif est de lisser le cycle financier pour que les retournements déclenchent moins de crises et pour en restreindre la gravité si elles se produisent quand même* »<sup>143</sup>.

Dans le contexte international, la réponse des autorités régulatrices a été immédiate. Par conséquent, après la crise, le FMI, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le Conseil de stabilité financière ont formulé plusieurs recommandations en vue de recadrer la titrisation et les excès de la finance. Nous notons en particulier l'énorme contribution de la troisième recommandation du Comité de Bâle au marché de la titrisation : il s'agit de Bâle III.

Grâce à l'impulsion du Comité de Bâle, l'Union européenne a revu, actualisé et renforcé son cadre réglementaire de manière à le rendre plus solide (Chapitre 1).

---

<sup>142</sup> M.P. AKIOBE, *La crise des subprimes: vers un meilleur encadrement des risques financiers et juridiques liés à la titrisation des créances*, Québec, Canada, Université Laval, 2019.

<sup>143</sup> M. AGLIETTA, « Risque systémique et politique macroprudentielle : une nouvelle responsabilité des banques centrales », *Revue d'économie financière*, 2011, vol. 101, n° 1, p. 200.

En parallèle à cette refonte réglementaire et afin de rétablir la confiance de ce mécanisme, la Commission européenne a défini « un cadre pour la titrisation de qualité en Europe ». Le règlement (UE) n° 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 Décembre 2017 sera envisagé dans le second chapitre. Les rédacteurs de ce règlement ont voulu distinguer les produits simples, transparents et standardisés des instruments complexes, opaques et risqués qui ont favorisé la diffusion du risque et joué un rôle déterminant dans l'accélération de la crise financière. La mise en place d'un marché de titrisation STS est considérée comme une composante essentielle de l'Union des marchés des capitaux (Chapitre 2).

## Chapitre 1 : Mesures correctrices européennes depuis 2009

La nature et la gravité de la crise financière ont révélé un certain nombre de faiblesses structurelles dans le système financier. Cette crise a fait de la titrisation un objet politique et de nombreuses dispositions règlementaires mises en œuvre depuis lors ont eu pour objectif d'en limiter les dérives.

Des normes prudentielles ont été établies en droit communautaire et interne, sous l'impulsion du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB)<sup>144</sup>. Les textes élaborés dans le cadre du Comité de Bâle ne sont pas contraignants. Néanmoins, un grand nombre de leurs recommandations sont intégrées au droit communautaire et national par le biais des directives sur les fonds propres (CRD)<sup>145</sup>.

Pour satisfaire ces normes prudentielles, les banques doivent respecter un ratio de capital qui requiert une proportionnalité entre le niveau de leurs fonds propres et les *risk weighted assets*<sup>146</sup> (RWA) par rapport aux prêts qu'elles octroient.

Ces normes prudentielles découlent de la nécessité d'éviter les risques résultant d'une éventuelle inadéquation des capitaux propres par rapport au volume des engagements pris par un établissement de crédit. Autrement dit, quel est le montant de fonds propres nécessaire pour couvrir de manière adéquate le risque pris par la banque lors de l'octroi de prêts ?

---

<sup>144</sup> Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire fut institué en 1975 par les gouverneurs des banques centrales des pays du G10. Ce comité rassemble les autorités de contrôle des banques.

<sup>145</sup> Cf. **Annexe n°5**.

<sup>146</sup> Les actifs pondérés par rapport au risque.

En 1988, le Comité de Bâle a proposé un premier ratio de solvabilité, appelé « ratio Cooke » ou encore « Bâle I ». Ce dernier a fait l'objet de vives critiques car il ne prenait pas en considération le risque opérationnel et se concentrait donc uniquement sur la gestion du risque de crédit.

En 2004, Bâle II intervient et met en place un nouveau ratio dit « McDonough ». Ce ratio améliore Bâle I dans la mesure où il impose aux établissements de crédit de détenir un niveau de fonds propres minimum de 8%, qui soit davantage conforme aux risques globaux encourus : outre le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel sont pris en compte lors de la pondération de la valeur des actifs<sup>147</sup>. Plus particulièrement, en ce qui concerne les titrisations, une disposition de la directive européenne CRD I a fixé un taux de pondération très pénalisant de 1250% pour certaines titrisations, notamment les retitrisations et les opérations non notées par une agence.

Suite à la crise des *subprimes*, de nouvelles recommandations, surnommées « Bâle 2.5 », ont renforcé Bâle II dans le domaine de la titrisation. Ces nouvelles recommandations ont été intégrées dans les directives européenne CRD 2 et CRD 3 (section 1).

Au vu des limites des accords de Bâle I et Bâle II mis en lumière par la crise, Bâle III propose une division au sein du ratio de liquidité<sup>148</sup>. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014, le paquet CRD 4 – composé d'une directive et d'un règlement – met en œuvre Bâle III au sein de l'Union européenne (section 2).

---

<sup>147</sup> A. QUIQUEREZ, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, *op. cit.*, p. 82.

<sup>148</sup> COMITE DE BALE, « Bâle III: dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité », décembre 2010, disponible sur [www.bis.org](http://www.bis.org).

## Section 1. La première réponse à la crise : la Capital Requirements Directive II et III

La directive sur les fonds propres réglementaires, la Capital Requirements Directive (CRD), qui comprend les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE du 14 juin 2006, détermine le ratio européen de solvabilité des banques. La directive sur les fonds propres est entrée en vigueur en 2007. Depuis lors, la CRD a subi plusieurs modifications.

Ce cadre prudentiel est basé sur les principes de l'accord de Bâle II, qui fixe les exigences d'adéquation des fonds propres, les règles régissant leur calcul et leur surveillance prudentielle. L'objectif consiste à mieux faire correspondre le niveau de fonds propres des banques avec les risques réellement assumés par elles. Il est important de noter que, pour les banques, les capitaux sont des ressources « perdues » car ces capitaux représentent de l'argent qu'elles doivent mobiliser mais qu'elles ne peuvent pas utiliser.

Face à la crise, le Parlement européen et le Conseil ont apporté des modifications considérées comme urgentes aux directives 2006/48/CE et 2006/49/CE. Ces changements ont été apportés par les directives connues sous les acronymes CRD 2 et CRD 3.

En Europe, comme aux États-Unis d'ailleurs, des règles ont été créées afin d'assurer un alignement d'intérêts entre les « originateurs » – c'est-à-dire les institutions qui ont accordé les prêts initiaux – et les investisseurs pour prévenir les risques liés au modèle *originate to distribute*, mis en cause par la crise. Les banques, lorsqu'elles sont en position d'investisseurs dans des produits de titrisation, doivent désormais vérifier que l'originateur conserve un intérêt économique d'au moins 5% après titrisation<sup>149</sup>, afin d'assurer un alignement suffisant de ses intérêts avec ceux des

---

<sup>149</sup> Directive 2009/111/CE (CRD 2), introduisant un nouvel art. 122(a) dans la directive 2006/48/CE. À présent, article 405 du règlement (EU) 575/2013 (CRR).

investisseurs<sup>150</sup>. Ce taux de rétention de risque minimum a été mis en place depuis l'entrée en vigueur, fin 2010, de la directive CRD II<sup>151</sup>, aussi appelée la règle « *skin in the game* »<sup>152</sup>.

En outre, cette exposition au risque devrait être maintenue pendant toute la durée de vie de l'opération de titrisation sans que des mesures d'atténuation ou de couverture du risque puissent être prises.

De plus, les amendements intervenus introduisent de nouvelles exigences de communication : les établissements de crédit initiateurs d'opérations de titrisation doivent s'assurer que les investisseurs potentiels ont facilement accès à toutes les données pertinentes sur les structures de titrisation et ce à partir de la date de l'émission.

En tant que première réponse à la crise financière, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) avait introduit un renforcement du cadre de Bâle II. Le CBCB a formulé plusieurs propositions, connues sous le nom de « Bâle 2.5 », visant à renforcer les exigences de capital relatives aux titrisations et aux risques de marché des expositions détenues dans le portefeuille de transactions. Ces propositions ont ensuite été intégrées dans la directive européenne 2010/76/UE, dénommée CRD III.

La Directive CRD III<sup>153</sup> a renforcé les exigences de fonds propres relatives aux risques liés aux opérations de titrisation, en particulier lorsque ces structures impliquent plusieurs niveaux de titrisation. La retitrisation sera soumise à des exigences de transparence et de diligence accrues et

---

<sup>150</sup> O. de BANDT, F. DRUMETZ et C. PFISTER, *Stabilité financière*, s.l., De Boeck Supérieur, 4 novembre 2013, p. 160.

<sup>151</sup> Directive 2009/111/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 modifiant les directives 2006/48/CE, 2006/49/CE et 2007/64/CE en ce qui concerne les banques affiliées à des institutions centrales, certains éléments des fonds propres, les grands risques, les dispositions en matière de surveillance et la gestion des crises, JO L 302 du 17.11.2009.

<sup>152</sup> F. LACROIX, « Titrisation : le diable au service de l'économie réelle ? », 30 juin 2014, disponible sur <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/titrisation-diable-au-service-economie-reelle> (Consulté le 1 avril 2020).

<sup>153</sup> Directive 2010/76/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération, JO L 302 du 14.12.2010.

à des contraintes de fonds propres plus élevées<sup>154</sup>. Ceci est justifié par le fait que les retitrisations sont généralement de « qualité inférieure » car elles regroupent les tranches de plusieurs titrisations sous-jacentes<sup>155</sup>.

De plus, les positions de titrisation dans le portefeuille de négociation (*trading book*) seront soumises à des exigences de fonds propres plus élevées applicables aux titrisations dans le portefeuille bancaire (*banking book*), de manière à limiter l'arbitrage. Le portefeuille de négociation est composé des titres financiers ayant un but purement spéculatif, alors que le portefeuille bancaire est composé de titres financiers qui ont vocation à être détenus jusqu'à leur échéance. Avant la crise, les banques avaient tendance à privilégier le classement des ABS et CDO au portefeuille de négociation car il était moins consommateur en fonds propres. Cette stratégie était dangereuse et parfois injustifiée, c'est la raison pour laquelle Bâle 2.5 a voulu éviter que les banques arbitrent entre ces deux portefeuilles et a aligné les exigences du *trading book* sur celles du *banking book* concernant la titrisation.

Toutefois, la portée de ces mesures est restée assez limitée car une révision complète de l'accord de Bâle II était en cours<sup>156</sup>.

---

<sup>154</sup> Autrement dit, les opérations de retitrisation ou « re-securitisation » sont pénalisées en termes de risk-weight.

<sup>155</sup> Les retitrisations ne sont pas les bienvenues car lors de la crise, les banques ont pris les tranches inférieures appelées « *double B* » des différentes transactions et les ont rassemblées dans une seule et même transaction. En pratiquant de la sorte, les banques prétendaient que dans cette nouvelle transaction il y aurait de nouveau différentes tranches dont une tranche triple A. Ainsi, en cas de défaut, les tranches inférieures subiraient les défauts en premier lieu et serviraient de coussins de protection aux tranches supérieures. Cependant en 2008 les défauts se sont accumulés, et il s'est avéré que toutes ces tranches étaient corrélées (en termes géographique, en termes de débiteurs, etc.). La tranche senior n'était donc pas vraiment une tranche senior. Via cette mesure, les régulateurs incitaient à éviter les retitrisations.

<sup>156</sup> Cf. **Annexe n°5**.

## Section 2. La réponse européenne aux accords internationaux de Bâle III : la Capital Requirements Directive IV (CRD IV) et la Capital Requirements Régulation (CRR)

Compte tenu de la gravité de la crise financière, ces modifications ponctuelles ont été jugées insuffisantes, une réforme plus vaste a donc été menée. Cette dernière a débouché sur le remplacement des directives 2006/48/CE et 2006/49/CE par une directive et un règlement du 26 juin 2013. La mise en œuvre de la nouvelle réglementation Bâle III, par le biais de la CRD IV, suit de près les accords d'origine. Le paquet CRD IV comprend un règlement et une directive qui visent à obtenir de façon plus efficace des conditions de concurrence équitables<sup>157</sup>.

Le règlement CRR et la directive sur les exigences de fonds propres CRD IV visent à stabiliser et à renforcer le système bancaire en contraignant les banques à mettre davantage de capitaux de côté, dont des capitaux de haute qualité, pour atténuer les effets des crises. Le règlement CRR couvre les aspects fonds propres, liquidité, ratio de levier, grands risques et risques de crédit de la contrepartie : ce corpus réglementaire unique, appelé « *single rule book* », s'applique directement à l'ensemble des établissements des États membres<sup>158</sup>. Dans la CRR, il est important de distinguer le ratio de capital du ratio de liquidité<sup>159</sup>.

---

<sup>157</sup> F. ALLEN, T. BECK et E. CARLETTI, « Banques en Europe : conséquences des récentes réformes réglementaires », *Revue d'économie financière*, 2013, vol. 112, n° 4, p. 21 à 36.

<sup>158</sup> M.P. AKIOBE, *La crise des subprimes: vers un meilleur encadrement des risques financiers et juridiques liés à la titrisation des créances*, *op. cit.*

<sup>159</sup> Les banques titrisent pour, entre autres, deux objectifs : soit libérer des *RWA* soit des objectifs de liquidités.

## 2.1 Ratio de capital

Le règlement impose aux banques de provisionner suffisamment de fonds propres pour couvrir les pertes imprévues et rester solvables en cas de crise. Le principe de base est que le montant de capital requis dépend du risque associé aux actifs de chaque banque. En vertu du concept d'actifs pondérés en fonction des risques (RWA), les actifs plus sûrs devraient être couverts par moins de capital et les actifs plus risqués devraient se voir attribuer une pondération plus élevée. En d'autres termes, plus un établissement détient des actifs risqués, plus il doit disposer de capital<sup>160</sup>.

Dès lors, en titrisant et en cédant ses créances, les banques pourront libérer des *RWA* et par conséquent seront en mesure d'améliorer leur ratio de capital en allégeant leur niveau de fonds propres requis.

## 2.2 Ratio de liquidité

Un problème majeur a été le manque de liquidité et de financement liquide pendant la crise. Bâle III exige des banquiers qu'ils gèrent leurs flux de trésorerie et leurs liquidités de manière beaucoup plus rigoureuse qu'auparavant, qu'ils prévoient mieux qu'auparavant les flux de liquidités résultant des créances des créanciers et qu'ils soient prêts à faire face à des conditions de marché tendues en disposant de liquidités suffisantes, tant à court terme qu'à long terme<sup>161</sup>.

Il faut distinguer le ratio de liquidité à court terme appelé le *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) du ratio de liquidité structurel à long terme, dénommé le *Net Stable Funding Ratio* (NSFR).

Le premier tend à s'assurer que la banque puisse résister à un retrait massif des déposants pendant 30 jours, en acquérant des actifs liquides de haute qualité, c'est-à-dire à faible risque. De la sorte, ces actifs pourront être convertis en liquidités et couvriront les besoins en trésorerie de la banque

---

<sup>160</sup> COMMISSION EUROPEENNE, « European Commission - Capital Requirements - CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions », juillet 2013, vol. 13, n° 690.

<sup>161</sup> *Ibid.*

pendant 1 mois en cas de période difficile. À partir du 1<sup>er</sup> avril 2020, pour avoir un ABS MBS considéré comme un actif liquide au sens de ce ratio, il est nécessaire d'avoir le label STS<sup>162</sup>. Ce label sera donc une condition pour être « *LCR eligible* », c'est-à-dire pour être considéré dans le LCR comme un actif liquide de haute qualité qui compte dans le buffer liquide qu'une banque doit avoir selon cette réglementation. Dès lors, il est vraisemblable que les banques restreindront leurs investissements non-STS, puisqu'elles ne seront plus autorisées à utiliser ces titres dans le calcul de leur ratio de liquidité à court terme<sup>163 164</sup>.

$$\text{Ratio de liquidité à court terme} = \frac{\text{Actifs liquides de haute qualité}}{\text{Total des flux sortants dans les 30 jours}} \geq 100 \%$$

Le second veille à ce que la banque puisse continuer ses activités pendant une période de 1 an en cas de crise prolongée, en détenant suffisamment de financements stables (fonds propres et dépôts sans échéance effectués par la clientèle) afin de financer son passif stable (notamment les prêts et obligations). Autrement dit, ce ratio limite les banques dans leurs activités de transformation des dépôts à vue en prêts bancaires.

$$\text{Ratio de liquidité structurel à long terme} = \frac{\text{Montant de financement stable disponible}}{\text{Montant de financement stable exigé}} \geq 100 \%$$

Ces ratios minimaux de Bâle III montre le souci, réapparu avec la crise des *subprimes*, d'éviter les faillites bancaires. Les contraintes de la réglementation de Bâle III imposent aux banques d'alléger

---

<sup>162</sup> Voir *infra*.

<sup>163</sup> ROMAIN, « Titrisation STS : après des débuts hésitants, un standard en voie de s'imposer », *Fincley Consulting*, 1 octobre 2019, disponible sur <https://fincley.com/> (Consulté le 20 mai 2020).

<sup>164</sup> Cf. **Annexe n°5**.

leurs bilans et de renforcer leurs ratios de liquidité. Face à ces nouvelles contraintes, l'accès à la liquidité devient alors une vraie question pour toutes les banques. Dans ce contexte, une fois encore, le recours à la titrisation constitue une bonne réponse car elle est efficace dans l'optimisation du ratio à long terme et le dégonflement des bilans, en ce qu'elle permet de se débarrasser des actifs affectés des pondérations les plus élevées (notamment les prêts aux PME ou les prêts immobiliers)<sup>165</sup>.

En matière de titrisation, la réglementation a évolué vers une réglementation européenne. Ainsi, les évolutions de la réglementation prudentielle, au travers de CRD III et CRD IV, tendent à mieux encadrer les opérations de titrisations et à mieux prévenir les risques qu'elles peuvent engendrer. Comme l'écrit Brigitte Drême dans la Revue *Banque* : « *La réglementation, par la charge prudentielle imposée aux produits de titrisation « financiers », a largement contribué à l'assainissement du marché de la titrisation* »<sup>166</sup>.

---

<sup>165</sup> J. ADEIMI, *Le cadre juridique de supervision bancaire et de régulation prudentielle: Du risque souverain aux politiques budgétaires d'austérité*, op. cit.

<sup>166</sup> B. DREME, « Titrisation : un cadre comptable et réglementaire en évolution », 29 mai 2012, disponible sur [http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/chronique/titrisation-un-cadre-comptable-reglementaire-#restricted\\_content](http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/chronique/titrisation-un-cadre-comptable-reglementaire-#restricted_content).

### Section 3. Le Single Supervisory Mechanism

Au niveau de la supervision<sup>167</sup> bancaire européenne, c'est à la BCE<sup>168</sup>, en coopération avec les autorités nationales de supervision des pays qui utilisent l'Euro, de vérifier que les banques soient conformes aux règles bancaires de l'UE. Le Mécanisme de Surveillance Unique (MSU), étant un mécanisme de surveillance supranational opérationnel depuis 2014, permet d'assurer l'uniformité des règles bancaires et contribue à assurer la solidité des banques et à maintenir les économies des particuliers en sécurité<sup>169</sup>. L'objectif de cette supervision bancaire européenne est de restaurer la confiance dans le secteur bancaire européen et de renforcer la solidité des établissements bancaires.

### Section 4. État du marché européen

Les données montrent que le marché européen de la titrisation ne s'est pas vraiment redressé depuis la crise financière mondiale de 2008. Même avec la mise en œuvre de la titrisation simple, transparente et standardisée (STS) dans l'UE<sup>170</sup>, les volumes de titrisation restent à un niveau inférieur, comme le montre le tableau ci-dessous. La nouvelle législation concernant la titrisation présentait de nombreuses zones d'ombre. De ce fait, les chiffres de début 2019 ne reflétaient pas la volonté des régulateurs, qui était de redynamiser le marché européen de la titrisation.

D'ailleurs, aucune titrisation labellisée STS n'a été émise pendant les deux premiers mois de l'entrée en vigueur de ce nouveau règlement<sup>171</sup>.

---

<sup>167</sup> La supervision doit être distinguée de la régulation. La supervision est le processus conçu pour surveiller les établissements financiers afin de s'assurer qu'ils respectent les règles.

<sup>168</sup> La BCE contrôle directement et quotidiennement les banques les plus importantes, tandis que les autorités nationales continuent de contrôler les banques jugées moins importantes.

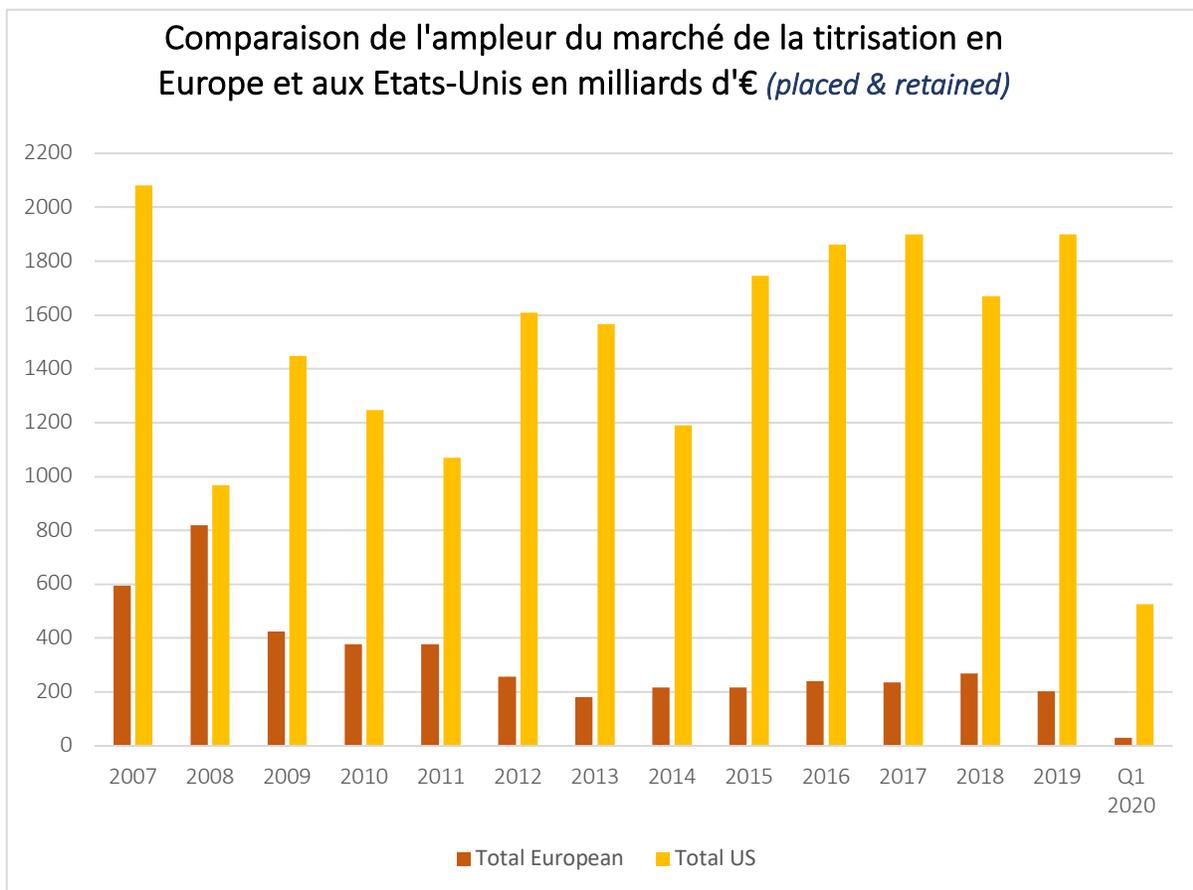
<sup>169</sup> P.-E, PARTSCH., « Chapitre VI. - La surveillance prudentielle dans la zone euro : le Mécanisme de surveillance unique (MSU) » in *Droit bancaire et financier européen*, Bruxelles, Éditions Larcier, 2016, p. 496-557.

<sup>170</sup> Voir *supra*.

<sup>171</sup> Cf. Annexe n°6.

Au premier trimestre 2020, 30.1 milliards d'euros de produits titrisés ont été émis en Europe, soit une baisse de 61,7 % par rapport au quatrième trimestre 2019 et une diminution de 2,3 % par rapport au premier trimestre 2019. Si nous comparons ce chiffre au total des produits titrisés aux États-Unis, nous constatons que les marchés américains se sont relativement bien redressés contrairement aux marchés européens. Ceci malgré le fait que, contrairement aux États-Unis, les marchés européens de la titrisation ont relativement bien résisté à la crise, les pertes réalisées sur les instruments originaires de l'UE ayant été très faibles par rapport aux États-Unis.

**Figure 6** : Graphique comparant les marchés de la titrisation européen et américain.



*Source* : AFME, *Securitisation Data Snapshot – Q1 2020*, 2020.

Pour une vue plus concrète de ce que représente le marché de la titrisation en Europe et aux USA, les tableaux *ci-dessous* détaillent les émissions de 2018 par types de produits.

Sur le total des émissions en 2018 (269 milliards d'euros), les titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles (RMBS) représentaient 42 %, suivis des titres adossés à des actifs (ABS) à 26 % CDO et CLO à 19 %. Aux États-Unis, les titres adossés à des créances hypothécaires créés par l'une des trois agences<sup>172</sup> représentent 67% des émissions en 2018. Viennent ensuite les ABS, les RMBS, les CDO et les CMBS avec respectivement 11,5 %, 9,3%, 7,8% et 4,5% des émissions.

### European and US Securitisation Issuance by Collateral (*€ Billions*)

#### European Issuance (2018)

<b>ABS</b>	68,7
<b>CDO/CLO</b>	51,6
<b>CMBS</b>	5,8
<b>RMBS</b>	113,3

#### US Issuance (2018)

<b>ABS</b>	191,7
<b>CDO</b>	130,6
<b>Agency MBS</b>	1117,6
<b>Non-agency CMBS</b>	75,3
<b>Non -agency RMBS</b>	155,1

---

<sup>172</sup> Les « Agency MBS » sont les MBS créés par l'une des trois agences : Government National Mortgage Association (connue sous le nom de GNMA ou Ginnie Mae), Federal National Mortgage (FNMA ou Fannie Mae) et Federal Home Loan Mortgage Corp (Freddie Mac).

## Chapitre 2 : L'encadrement du mécanisme de titrisation par le règlement européen

En vue de stimuler l'économie européenne, diverses parties prenantes ont proposé une forme de titrisation plus simple et plus transparente, dans le cadre de la création de l'Union des marchés de capitaux. En effet, il est nécessaire de restaurer la confiance dans le marché de la titrisation et de différencier les titrisations de qualité particulièrement élevée. Il convient d'assurer une compréhension uniforme et cohérente des exigences en matière du label STS dans toute l'Union et d'adopter des approches communes transfrontalières afin d'éviter de créer des obstacles potentiels pour les investisseurs<sup>173</sup>.

### Section 1. Contexte

Comme nous venons de le voir, le secteur bancaire européen a connu des avancées majeures ces dernières années : les banques ont accumulé des fonds propres, la réglementation est plus rigoureuse et la supervision a été renforcée. Cependant, selon le FMI<sup>174</sup>, la rentabilité des banques reste faible<sup>175</sup>. Étant donné le caractère permanent que prennent les taux d'intérêt négatifs à l'égard des dépôts que les banques de la zone euro déposent à la BCE<sup>176</sup>, le taux de dépôt d'épargne minimum de 0,11%<sup>177</sup> que les banques doivent verser aux épargnants et la persistance de taux d'intérêt bas en tant que recettes, les banques voient leur marge d'intérêt nette compressée. En

---

<sup>173</sup> A. FLUNKER, D.T. SCHLÖSSER et A. WEBER, *The New European Framework for ABS Transactions*, s.d., p. 40.

<sup>174</sup> Fonds monétaire international.

<sup>175</sup> C. JOHN, G. ROHIT et K. WILL, « Rentabilité des banques européennes : d'autres mesures s'imposent », 30 août 2017, disponible sur <https://www.imf.org> (Consulté le 5 juillet 2020).

<sup>176</sup> Les banques sont pénalisées quand elles placent des liquidités auprès de la BCE qui a un taux d'intérêt directeur très faible (-0,5%). L'objectif est que les banques prêtent plus aux ménages et aux entreprises pour faire tourner l'économie.

<sup>177</sup> Taux de base de 0,01% et prime de fidélité de 0,10%.

effet, plus l'écart entre le taux à court terme en tant que coût de financement et le taux à long terme en tant que recette est faible, plus la marge d'intérêt des banques l'est également. Si la rentabilité diminue, alors le numérateur du ROE<sup>178</sup> sera plus faible. Dès lors, en libérant des *RWA* et par conséquent en diminuant le niveau requis de fonds propres, les banques augmentent ce ratio. Il est important de garder en tête ce contexte peu glorieux de rentabilité bancaire et combien la titrisation y joue un rôle important.

En 2015, la Commission européenne a lancé un projet visant à stimuler l'investissement dans les entreprises et les infrastructures en créant une Union des marchés de capitaux (UMC)<sup>179</sup>. Un des axes prioritaires de cette UMC était l'élaboration d'une titrisation de qualité en Europe. Le renforcement législatif via un marché de titrisations simples, transparentes et standardisées permet de contrer les risques inhérents aux titrisations complexes et opaques<sup>180</sup>, dans le but de ne pas reproduire les erreurs qui ont contribué à la crise financière de 2008.

---

<sup>178</sup> ROE = résultat de l'année / Capitaux propres. Plus ce ratio est élevé, plus les capitaux propres sont rentables.

<sup>179</sup> *Construire l'union des marchés des capitaux*, Livre vert, Bruxelles, Commission européenne, 18 février 2015.

<sup>180</sup> Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 648/2012, p. 46.

## Section 2. Objet du règlement

Le 20 novembre 2017, le Conseil adopta deux textes importants. Tout d'abord le règlement (UE) n°2017/2402, qui crée un cadre général pour la titrisation (premier volet), ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées – dénommée ci-après STS (deuxième volet).

Le même jour a été publié le règlement (UE) n°2017/2401. Ce dernier aménage principalement le traitement de l'exposition au risque<sup>181</sup> des établissements bancaires et financiers par la titrisation. Ces deux textes sont évidemment liés.

Le règlement sur la titrisation STS est entré en vigueur le 1er janvier 2019, bien que certains éléments clés de la législation secondaire ne soient pas entrés en vigueur avant la fin du premier trimestre de cette année-là. Pour cette raison, il n'a pas entraîné l'augmentation du nombre d'émissions espéré<sup>182</sup>, comme nous pouvons le constater à l'annexe n°6.

Ce nouveau cadre abroge et remplace la législation existante en matière de titrisation. En effet, le règlement sur la titrisation consolide le dispositif législatif fragmenté qui régit les titrisations européennes et introduit les règles tant attendues pour l'émission de transactions simples, transparentes et normalisées (STS). Nous parlons de système législatif « fragmenté » car, jusqu'à l'entrée en vigueur du nouveau règlement, la détermination de l'ensemble des règles applicables dépendait du type d'investisseur. Par exemple, les dispositions dans la CRR<sup>183</sup>, dans le règlement délégué Solvabilité II (Solvency II)<sup>184</sup> et dans le règlement sur les gestionnaires de fonds

---

<sup>181</sup> Article 243 du règlement (UE) n°2017/2401 du 12 décembre 2017.

<sup>182</sup> I. BELL *et al.*, « Relaunching securitisation in the EU », avril 2020.

<sup>183</sup> Règlement (UE) n ° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

<sup>184</sup> Règlement délégué (UE) 2015/35 de la Commission du 10 octobre 2014 complétant la Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (solvabilité II).

d'investissement alternatifs (règlement AIFM)<sup>185</sup>, s'appliquaient lorsque, respectivement, les établissements de crédit ou les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance ou de réassurance ou les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIF) investissaient.

Désormais, dans le cadre du règlement sur la titrisation, cette approche sectorielle de la réglementation est remplacée par un corps de règles qui s'applique à toutes les titrisations européennes, indépendamment de la personne qui investit<sup>186187</sup>.

## 2.1 Premier volet : cadre général de la titrisation européenne

Le premier volet crée un cadre général en imposant des exigences applicables à toutes les titrisations européennes.

Nous rappelons la définition d'une titrisation retenue par le règlement européen (2.1.1). Nous passons ensuite aux obligations générales, dont l'exclusion de la commercialisation des titres à des clients non professionnels (2.1.2), les obligations vis-à-vis des investisseurs institutionnels (2.1.3), les règles de prévention des risques inhérents au mécanisme de titrisation (2.1.4), ainsi que l'obligation de transparence qui passe par la divulgation de certaines informations (2.1.5).

---

<sup>185</sup> Règlement délégué (UE) n° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil.

<sup>186</sup> « Securitisation framework: Ten things you need to know | Global law firm | Norton Rose Fulbright », <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/imported/2018/07/18/05>, s.d., disponible sur <https://www.nortonrosefulbright.com> (Consulté le 28 juillet 2020).

<sup>187</sup> Mais également du fait que la transaction soit privée ou publique.

### 2.1.1 Définition prudentielle

Il convient de rappeler que la titrisation visée par le règlement est une titrisation dite « tranchée »<sup>188</sup>. Ce dernier terme désigne l'opération dans laquelle le risque de crédit associé à une exposition est subdivisé en tranches, les paiements effectués dépendent de la performance de l'exposition et la subordination des tranches détermine la répartition des pertes pendant la durée d'existence de l'opération.

Désormais, la définition comprend maintenant une troisième partie qui précise que les accords présentant des caractéristiques associées à des prêts spécialisés<sup>189</sup> ne doivent pas être considérés comme donnant lieu à une titrisation et, partant, ne seront pas inclus dans le champ d'application du règlement européen 2017/2402.

### 2.1.2 Commercialisation des titres

Le règlement limite les possibilités des vendeurs de positions de titrisation<sup>190</sup> en ce qu'ils ne pourront pas vendre des positions de titrisations à des clients dits « de détails ». Un client de détail est un client non professionnel au sens de la directive n°2014/65/UE du 15 mai 2014 (MIF II)<sup>191</sup>. Cependant, lorsque les conditions de l'article 3 du règlement sont remplies, il est possible de traiter avec un client non professionnel.

---

<sup>188</sup> Afin d'adapter le niveau de risque, plusieurs tranches de titres peuvent être créées lors d'une opération de titrisation : une tranche « *senior* » peut comprendre des titres qui bénéficient d'une priorité de remboursement, une tranche « *mezzanine* » portant un risque plus important, et une tranche « *equity* » ou « *first loss* » dont les titres supportent la plus grande probabilité de défaut.

<sup>189</sup> Les caractéristiques des « *specialised lending* » sont listées à l'article 147 (8) de la CRR.

<sup>190</sup> Article 3 du règlement 2017/2402.

<sup>191</sup> La directive MIF II définit la notion de client professionnel comme « *un client qui possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus* ». D'après cette directive, les établissements qui ont une activité bancaire et financière sont considérés comme des clients professionnels.

### 2.1.3 Obligations de « Due diligence » applicables aux investisseurs institutionnels

Le règlement prévoit un régime particulier pour une certaine catégorie d'investisseurs, les investisseurs institutionnels<sup>192</sup>. Lorsque ces derniers investissent dans des positions de titrisation, ils devront accomplir plusieurs vérifications contenues à l'article 5 du règlement : vérifier que l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial respecte bien l'obligation de rétention du risque, s'assurer que les prêteurs initiaux ont accordé des crédits sur des critères sérieux et rigoureux et pratiquer une évaluation diligente pour apprécier les risques encourus lors de l'acquisition de la position de titrisation. En outre, de sorte à pouvoir suivre l'évolution des risques portés par les positions de titrisation acquises, ils devront mettre en place des procédures écrites.

En bref, l'obligation générale qui pèse sur les investisseurs institutionnels est le contrôle de la qualité des produits de titrisation dans lesquels ils investissent<sup>193</sup>.

### 2.1.4 Prévention des risques

Afin de prévenir les risques encourus lors d'une opération de titrisation, diverses mesures sont contenues dans ce règlement.

Tout d'abord, il est prévu que l'initiateur, le sponsor ou le prêteur initial<sup>194</sup> d'une titrisation conserve en permanence un intérêt économique net significatif d'au moins 5% dans cette titrisation<sup>195</sup>. Cette règle est l'application de la norme dite « *skin in the game* » introduite dans la partie européenne de ce mémoire.

---

<sup>192</sup> Par « investisseurs institutionnels » il faut entendre les acteurs qui appartiennent au milieu bancaire et financier comme les établissements de crédit, les entreprises d'assurance et de réassurance, les gestionnaires de fonds, les fonds de pension, les entreprises d'investissement, etc.

<sup>193</sup> T. GRANIER, *Titrisation et organismes de financement*, *op. cit.*, p. 205.

<sup>194</sup> Ces trois notions ont été analysées dans la section 3 de la première partie de ce mémoire.

<sup>195</sup> Pour plus de détails, voir l'article 6 du règlement 2017/2402.

Dans la même logique de prévention des risques, l'article 8 du règlement interdit les retitrisations<sup>196</sup>. Compte tenu du risque que ce montage porte, il peut se révéler dangereux et ne sera admis que s'il poursuit des fins légitimes.

De plus, le règlement exige que le véhicule de titrisation ne soit pas établi dans un pays figurant sur la liste des juridictions à risque tenue par le GAFI<sup>197</sup> ou d'un pays tiers n'ayant pas signé de convention avec un État membre, garantissant qu'il procède à un échange efficace de renseignements en matière fiscale<sup>198</sup>.

### 2.1.5 Obligation de transparence

L'exigence de transparence est également une obligation qui s'impose à toute titrisation. Le règlement européen a dès lors mis place différentes obligations d'information<sup>199</sup>.

De la sorte, le règlement exige de l'initiateur, du sponsor et de l'entité de titrisation qu'ils mettent à la disposition des détenteurs de positions de titrisation, et également des autorités bancaires et financières compétentes, des informations concernant les expositions sous-jacentes via une documentation. Un résumé de cette dernière doit être établi<sup>200</sup>. En outre, des rapports trimestriels doivent être communiqués aux investisseurs. Enfin, toute information privilégiée relative à la titrisation que les opérateurs doivent rendre publique doit également être communiquée.

En ce qui concerne la mise en œuvre de ces différentes exigences d'informations, l'initiateur, le sponsor et l'organisme de titrisation désignent parmi eux l'entité chargée de satisfaire à ces exigences.

---

<sup>196</sup> Voir note subpaginale 155.

<sup>197</sup> Le Groupe d'action financière (GAFI) est un organisme international créé en 1989. Son principal objectif est de lutter contre le blanchiment d'argent, le financement du terrorisme et d'autres menaces connexes à l'intégrité du système financier international, notamment par l'élaboration de normes, de lois et de règlements.

<sup>198</sup> Article 4 du règlement 2017/2402.

<sup>199</sup> Article 7 du règlement 2017/2402.

<sup>200</sup> Qu'elle se soit déroulée avec ou sans l'obligation de fournir un prospectus.

Nous pouvons noter que l'impact de la pandémie du COVID-19 sur les opérations de titrisation existantes peut déclencher les obligations de déclaration prévues à l'article 7, paragraphe 1, points f) et g)<sup>201</sup>. La non-divulgence d'informations privilégiées ou d'événements importants, comme l'exige le règlement, peut entraîner une violation des obligations réglementaires et pourrait amener les entités concernées à enfreindre les déclarations, garanties et engagements figurant dans la documentation relative à la transaction concernée.

## 2.2 Deuxième volet : critères d'obtention du label « STS »

Après avoir défini ces obligations générales, le texte européen a élaboré un cadre censé être efficace pour la relance d'un marché de titrisation de qualité. Cela devait passer par la mise en place de critères pour une titrisation simple, transparente et standardisée (STS). Le règlement européen a pour objet principal la détermination des critères d'obtention de ce label STS, qui semble être une réelle avancée en la matière.

### 2.2.1 Distinction entre les titrisations « autres que ABCP » et « ABCP »

Le règlement distingue les titrisations « autres que ABCP » et « ABCP ». Pour rappel<sup>202</sup>, ce sigle signifie *asset-backed commercial paper*<sup>203</sup>. Dans les opérations dites « ABCP », les entités de titrisation vont émettre des titres à court terme, contrairement aux émissions « autres que ABCP » qui sont des émissions à moyen ou long terme. Le régime diffère quelque peu pour ces deux modes de titrisation.

---

<sup>201</sup> « EU Securitisation Regulation Disclosure in Times of COVID-19 | Insight | Baker McKenzie », s.d., disponible sur <https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2020/04/eu-securitisation-regulation-disclosure-covid19> (Consulté le 6 juillet 2020).

<sup>202</sup> Voir la section 5 de la première partie où la distinction a déjà été détaillée.

<sup>203</sup> En français, billet de trésorerie adossé à des actifs.

### 2.2.2 Simplicité des titrisations « autres que ABCP »

La simplicité se traduit essentiellement par le fait que la cession d'actifs doit être parfaite<sup>204</sup>. Autrement dit, le transfert de propriété à l'entité de titrisation ne doit pas être soumis à un quelconque aléa, comme par exemple celui de l'insolvabilité du vendeur. Ce dernier doit fournir la documentation prouvant que les expositions sous-jacentes à la titrisation ne sont pas susceptibles d'avoir une incidence négative sur l'opposabilité de la cession parfaite.

De plus, les expositions sous-jacentes doivent être homogènes<sup>205</sup>. L'objectif primordial de l'exigence d'homogénéité est de permettre à l'investisseur d'évaluer les risques inhérents au pool des expositions sous-jacentes. Le projet de *RTS*<sup>206</sup> de l'European Banking Authority<sup>207</sup> établit quatre conditions pour que les expositions sous-jacentes soient considérées comme homogènes<sup>208</sup>. La Commission européenne a publié le règlement délégué basé sur le projet de *RTS* le 28 mai 2019<sup>209</sup>. En résumé, il faut une certaine sélection homogène de la part des banques lorsqu'elles souhaitent titriser les actifs de leur portefeuille. Cette condition d'homogénéité signifie, entre autres, que les banques ne peuvent pas titriser les actifs les plus risqués et garder ceux de meilleure qualité.

---

<sup>204</sup> Article 20 du règlement 2017/2402.

<sup>205</sup> Le règlement sur la titrisation a été critiqué pour le caractère vague de ses critères relatifs à l'homogénéité des pools d'actifs sous-jacents.

<sup>206</sup> Regulatory Technical Standards.

<sup>207</sup> EUROPEAN BANKING AUTHORITY, Draft Regulatory Technical Standards on the Homogeneity of the underlying exposures in securitisations under articles 20(14) AND 24(21) of regulation (EU) 2017/2402, 31 juillet 2018, EBA/RTS/2018/02.

<sup>208</sup> (i) elles ont été souscrites selon des normes de souscription similaires ; (ii) elles font l'objet de procédures de gestion similaires ; (iii) elles appartiennent à la même catégorie d'actifs ; (iv) et, pour une majorité de catégories d'actifs, elles doivent être homogènes par référence à au moins un facteur d'homogénéité.

<sup>209</sup> Règlement délégué (UE) 2019/1851 de la Commission du 28 mai 2019 complétant le règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation sur l'homogénéité des expositions sous-jacentes à des titrisations.

Enfin, comme expliqué en tant qu'obligation générale du règlement, la simplicité requiert également que ces actifs ne constituent pas des actifs financiers déjà titrisés. Si tel est le cas, ils ne se verront pas attribuer le label STS.

### 2.2.3 Standardisation des titrisations « autres que ABCP »

Sans être exhaustifs, le règlement édicte différentes exigences pour satisfaire l'obligation de standardisation<sup>210</sup>. Tout d'abord, l'opération doit satisfaire l'obligation de rétention imposée par le règlement<sup>211</sup>. L'entité de titrisation ne pourra pas conclure des contrats dérivés sauf à des fins de couverture. En outre, les paiements d'intérêts au titre des actifs et passifs de la titrisation doivent se baser sur des taux d'intérêt courants du marché et non pas sur des formules ou des dérivés complexes. De plus, les opérations qui prévoient un ordre de priorité des paiements doivent être déterminées avec précision. Il est également convenu que l'organe de gestion dispose d'une véritable expertise en matière de gestion des expositions titrisées et met en place des mécanismes pour la gestion de leurs risques.

En matière de standardisation, le texte impose que « *les documents relatifs à l'opération précisent, en termes clairs et cohérents, les définitions, les mesures correctives et les actions en matière de retard et de défaut de paiement des débiteurs, de restructuration de dettes, d'annulation de dettes, de renégociations, de dispense temporaire de remboursement, de pertes, de radiation, de recouvrement et autres mesures correctives visant à assurer la performance des actifs* ». Ces documents devront aussi préciser, en cas de conflit entre les investisseurs, les modalités de résolution de ceux-ci, les conditions de droit de vote des porteurs de titres et les responsabilités des intervenants de l'opération.

---

<sup>210</sup> Article 21 du règlement 2017/2402.

<sup>211</sup> Vu infra.

#### 2.2.4 Transparence des titrisations « autres que ABCP »

Les exigences relatives à la transparence de l'article 22 du règlement doivent être satisfaites pour obtenir le label STS. Cet article vient dès lors compléter celles évoquées précédemment pour l'ensemble des titrisations.

L'initiateur et le sponsor présentent aux investisseurs potentiels des informations<sup>212</sup> concernant des expositions sensiblement similaires à celles qui sont titrisées. Pour assurer une exactitude dans l'information communiquée, une vérification par une partie indépendante d'un échantillon des expositions sous-jacentes doit être mise en place, et ce avant l'émission des titres<sup>213</sup>. Une obligation spécifique est prévue pour les titrisations où les expositions sous-jacentes sont des prêts immobiliers résidentiels ou des prêts ou crédits-bails automobiles : l'initiateur et le sponsor seront tenus de publier les informations concernant les performances environnementales des actifs financés par les prêts concernés.

#### 2.2.5 Simplicité, transparence et standardisation des titrisations « ABCP »

Tout comme les autres titrisations, le règlement exige également une cession parfaite ainsi que les obligations qui s'ensuivent, comme analysées ci-dessus<sup>214</sup>. Des règles ont été ajoutées concernant le sponsor des programmes ABCP de la titrisation<sup>215</sup>. Le sponsor doit être un établissement de crédit placé sous la surveillance des autorités régulatrices, il doit prendre en charge la couverture des risques de liquidité des crédits en cause en tant que fournisseur de trésorerie. Autrement dit, il devra s'assurer du respect des règles posées par le règlement européen. L'article suivant traite des règles concernant les programmes ABCP<sup>216</sup>. Pour ne pas être trop détaillé, il est important de retenir

---

<sup>212</sup> Des données statistiques et dynamiques concernant les retards et défauts de paiement.

<sup>213</sup> Ceci peut représenter un coût important au vu de l'obligation de faire appel à une partie externe et indépendante.

<sup>214</sup> Article 24 du règlement 2017/2402.

<sup>215</sup> Article 25 du règlement 2017/2402.

<sup>216</sup> Article 26 du règlement 2017/2402.

que la documentation dans ce type de titrisation doit être complète et éclairer les différents volets de l'opération.

## 2.3 La surveillance de l'opération de titrisation européenne

### 2.3.1 Enregistrement des opérations dans des référentiels des titrisations

Une innovation majeure du cadre européen harmonisé de la titrisation est l'introduction d'un référentiel de titrisation, dans lequel toutes les données nécessaires à la titrisation sont collectées, supervisées et mises à disposition de manière centralisée.

Le référentiel de titrisation doit être une entité juridique établie dans l'UE afin d'être approuvé et enregistré par l'AEMF, conformément aux exigences du règlement EMIR relatives aux référentiels centraux<sup>217</sup>.

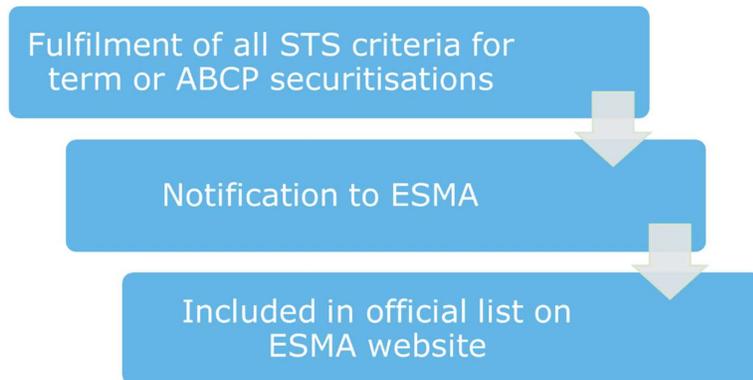
Les données du référentiel de titrisation seront mises en ligne sur le site de l'AEMF, ou ESMA en anglais. Les autorités compétentes, les établissements et les investisseurs (potentiels) reçoivent un accès direct et gratuit aux données par l'intermédiaire de l'AEMF.

### 2.3.2 Notification STS à l'AEMF (ESMA)

L'initiateur et le sponsor sont conjointement responsables de la notification du respect des critères STS et des justifications afférentes à l'AEMF ou, dans le cas des titrisations ABCP, au sponsor uniquement (pour les programmes ABCP et les transactions ABCP qu'ils contiennent). L'AEMF publie une liste de toutes les titrisations qui ont fait l'objet d'une notification sur son site Internet.

---

<sup>217</sup> Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.



Il a été convenu que des tiers autorisés, en vertu du règlement sur la titrisation, peuvent aider à vérifier le respect de ces critères STS. Cependant, cela ne doit pas affecter la responsabilité et les obligations légales de l'initiateur, du sponsor ou de l'entité de titrisation, ni les exigences de diligence raisonnable des investisseurs institutionnels. L'assistance d'un tiers autorisé doit être indiquée dans la notification STS.

### 2.3.3 Surveillance microprudentielle et sanctions

Pour contrôler le respect des critères du label STS et le soutien de tiers, les États membres de l'UE devaient désigner à la Commission européenne et à l'AEMF les autorités compétentes auxquelles seront délégués les pouvoirs de surveillance, d'enquête et de sanction. L'AEMF a publié une liste des autorités pour chaque pays membre. En Belgique, il s'agit de la Banque Nationale de Belgique (BNB) en ce qui concerne les établissements de crédit, les entreprises d'investissements et les entreprises d'assurance et de réassurance.

Des sanctions administratives et des mesures correctives seront imposées en particulier aux initiateurs, aux sponsors, aux prêteurs initiaux ou aux entités de titrisation. Les tiers peuvent également les subir s'il peut être démontré qu'ils ont violé par négligence ou intentionnellement les règlements sur la rétention des risques, les exigences de divulgation, les critères d'octroi de crédit et les différents critères et exigences des STS.

## Section 3. Impacts de la nouvelle désignation « simple, transparente et standardisée » sur la titrisation

Après avoir interrogé le département titrisation des banques Belfius et ING, respectivement localisées à Bruxelles et Amsterdam, plusieurs points méritent d'être évoqués. Nous débuterons cette analyse par l'impact du règlement titrisation sur le niveau exigé de fonds propres des banques (3.1). Nous rappellerons ensuite combien le label STS est important pour le buffer liquide des banques (3.2). Par la suite, nous analyserons l'impact opérationnel, ou autrement dit le rapport coût-bénéfice, qu'apporte ce label (3.3). Il nous semble également intéressant de montrer l'interaction de la titrisation avec le marché des « Covered Bonds »<sup>218</sup> (3.4). Enfin, nous émettons diverses remarques quant à l'impact de ce règlement sur le marché européen de la titrisation (3.5).

### 3.1 Capital requirements (RWA) & ratio CET1

Les *RWA* sont régis par la CRR<sup>219</sup>, modifiée avec le nouveau règlement 2017/2401 qui, comme énoncé *supra*, est liée au règlement titrisation. C'est pourquoi nous prendrons en compte ce règlement dans notre analyse.

Lorsqu'une banque détient des actifs, elle doit maintenir une partie de capital en contrepartie, un pourcentage de la position. Ce pourcentage se calcule sur base des Risk Weight (RW), en français, le poids des risques. Ces RW signifient qu'au plus un actif est risqué, au plus son RW est élevé, donc au plus l'est aussi le besoin en capital. Les RW sont, en d'autres termes, censés représenter le degré de risque d'un portefeuille. Le risque inhérent sera plus élevé dans un portefeuille qui a 80% de RW de pondération qu'un autre qui n'en a que 10%.

---

<sup>218</sup> « Obligations sécurisées » en français.

<sup>219</sup> Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

Avec l'introduction du règlement titrisation, les règles à appliquer pour la pondération des risques des positions de titrisation auprès des banques, que ce soit en tant qu'initiateur ou investisseur, sont différenciées en titrisations STS et non STS. Si la transaction n'obtient pas le label STS, les régulateurs demandent en général de mettre plus de capital de côté car le portefeuille sera considéré comme étant plus risqué qu'une transaction obtenant le label STS.

Dans les lignes qui suivent, nous présentons les changements apportés aux exigences de fonds propres réglementaires en examinant la nouvelle hiérarchie des méthodes de calcul (3.1.1), le traitement préférentiel des titrisations de STS (3.1.2), nous faisons également un lien avec le pricing des titrisations avec ou sans le label (3.1.3).

### 3.1.1 Nouvelle hiérarchie des méthodes de calcul

Le règlement titrisation (modifiant la CRR) prévoit une nouvelle hiérarchie de méthodes à utiliser pour calculer les montants des expositions pondérés pour les positions de titrisation.

Au sommet de la hiérarchie se trouve l'approche interne « *Securitisations - Internal Ratings-Based Approach, SEC-IRBA*<sup>220</sup> », qui doit être privilégiée afin de réduire la dépendance vis-à-vis des notations externes. Si cette approche ne peut pas ou n'est pas autorisée, l'approche standardisée pour la titrisation « *Securitisations - Standardised Approach, SEC-SA* » devrait en principe être appliquée avant l'approche basée sur les évaluations externes « *Securitisations - External Ratings-Based Approach, SEC-ERBA* »<sup>221</sup>.

---

<sup>220</sup> La SEC-IRBA nécessite l'approbation des autorités de surveillance pour utiliser l'IRBA sur les prêts sous-jacents à la titrisation.

<sup>221</sup> A. LABBÉ, « PRIMER STS securitisations: the opposite of simple », *International Financial Law Review*, juin 2018.

Alors que les méthodes interne et standard se fondent sur une méthode de surveillance – le nouvellement introduit facteur  $p$  va indiquer la mesure dans laquelle les exigences de fonds propres changent du fait de la titrisation – pour déterminer la pondération de risque d'une position de titrisation.

La méthode externe a recours à des tableaux de pondération de risque que l'on attribue en fonction des notations externes de crédit prenant en compte le rang et l'échéance d'une position de titrisation. Le rang d'une position de titrisation reste donc un paramètre de risque important dans les trois approches de calcul, en ce que la tranche supérieure, dite *senior*, est considérée comme étant moins risquée car protégée des pertes, qui seront en général assumées par les tranches inférieures<sup>222</sup>.

Pour les méthodes interne et standard, il faut prendre en compte les exigences de fonds propres des expositions comme si elles n'avaient pas été titrisées ( $K_{IRB}$  ou  $K_A$ ). Ces dernières sont considérées comme un facteur principal dans l'étude du risque. Le calcul du facteur  $p$  prend également en compte le nombre effectif d'expositions dans le portefeuille d'expositions sous-jacentes ( $N$ ), la perte

---

<sup>222</sup> Si la banque garde la tranche inférieure, c'est-à-dire ne la vend pas à des investisseurs, alors elle va devoir garder plus de capital en contrepartie des risques que représente la tranche. Une tranche non senior doit théoriquement avoir un RW plus élevé car elle est exposée aux premières pertes.

moyenne en cas de défaut<sup>223</sup> (LGD) et la maturité de la tranche<sup>224</sup> (M<sub>T</sub>). Le type d'activité (de détail ou autre), le classement de la position de titrisation (senior ou non senior) et la granularité du portefeuille sous-jacent d'expositions titrisées sont pris en compte dans le facteur p.

L'inclusion de la maturité dans les méthodes interne et externe est donc nouvelle.

Enfin, si aucune des trois approches de calcul n'est utilisée, la pondération maximale du risque de 1250 % doit être appliquée.

Il existe des exceptions à cette hiérarchie des méthodes. En effet, des aménagements sont susceptibles de survenir dans les cas où la méthode interne ne peut pas être utilisée, de sorte que la méthode externe peut ou doit être préférée à la méthode standard<sup>225</sup>.

---

<sup>223</sup> Par exemple, si j'ai une LGD de 100% cela signifie que je m'attends à, dans le cas où mon prêt fait défaut, perdre le montant du prêt que j'ai octroyé. Pour cela, les banques se réfèrent en amont à la probabilité de défaut du prêt (PD), autrement dit, quelle est la probabilité, que dans l'année qui arrive, mon prêt fasse défaut ? Si ce dernier fait défaut, alors à ce moment la banque saura quel montant du prêt elle perdra grâce à la LGD. Avec cela, la banque calcule une « expected loss » (EL) qui est simplement égale au montant du crédit x PD x LGD. Cela représente le montant total que la banque pourrait perdre en moyenne sur son portefeuille sur un cycle régulier. Une manière de diminuer la LGD peut être de demander plus de sûretés. L'« expected loss » est couverte dans le pricing que l'on demande au client, tandis que l'« unexpected loss » (UL) est la perte que l'on s'attend à avoir en cas de crise. Cette perte n'arrive pas souvent, mais lorsqu'elle arrive, elle est plus élevée. L'UL est couverte par le capital que les banques mettent de côté.

<sup>224</sup> Sans rentrer dans les détails, au plus les tranches de titrisation sont longues, au plus elles seront considérées comme risquées car il faut également prendre en compte une perte potentielle de valeur. Par exemple, si une tranche triple A (à 10 points de base) est downgradée à double A+ (15 points de base) seulement trois jours après son émission, au lieu de recevoir 15 points de base, j'en recevrai 10. Donc je vais avoir une perte de valeur économique qui sera d'autant plus longue en fonction de la maturité restante. En effet, si ce downgrade intervient l'avant dernier jour avant la maturité (à 4,99 ans par exemple), ce n'est pas grave parce que pendant 4,99 ans j'ai eu 10 points de base pour un triple A, par contre j'aurai une perte économique étant donné que j'assume un risque qui est plus important pour un même pricing.

<sup>225</sup> Article 254 de la CRR.

Sur la base de la méthode externe et des pondérations de risque qui en résultent, on constate une augmentation des exigences de fonds propres pour les positions de titrisation senior ayant une notation de crédit élevée et à une diminution des exigences de fonds propres pour les positions de titrisation ayant une notation de crédit plus faible<sup>226</sup>.

Ceci paraît paradoxal en ce que les transactions les plus risquées exigent finalement moins de fonds propres que les transactions les mieux notées par rapport aux anciennes pondérations. Globalement, nous constatons une augmentation des fonds propres.

### 3.1.2 Traitement préférentiel des titrisations de STS

Les trois approches ont été réajustées pour toutes les tranches afin de réduire les exigences de fonds propres pour les positions dans les transactions considérées comme des titrisations STS. En outre, le plancher de pondération des risques pour les titrisations STS a également été réduit<sup>227</sup>.

En effet, le plancher de pondération des risques pour les tranches seniors STS est de 10%, le plancher pour les tranches de titrisation non seniors STS est de 15 % dans toutes les approches. Nous remarquons dès lors que les tranches seniors qui bénéficient du label STS affichent une performance nettement supérieure à celle des tranches non seniors.

---

<sup>226</sup> Cf. **Annexe n°7**.

<sup>227</sup> Lors d'une opération de titrisation, le transfert d'un risque significatif est requis pour pouvoir bénéficier d'un allègement de capital en vertu des exigences de l'UE en matière d'allègement de capital. C'est ce qu'on appelle les exigences de transfert de risque significatif (SRT pour « *Significant Risk Transfer* »). L'idée est que l'initiateur doit obtenir un SRT afin de justifier l'allègement de capital qu'il réclame.

Nous soulignons que même ce traitement privilégié des titrisations STS entraîne des charges de capital plus élevées par rapport aux exigences de capital de la réglementation CRR précédente en ce qui concerne les échelons de qualité de crédit les plus élevés. Les positions de titrisation ayant une notation de crédit plus faible sont soumises à une réduction significative des fonds propres, avec des réductions allant jusqu'à 1025 et 1000 points de pourcentage respectivement pour une notation B+ dans les segments STS et non STS<sup>228</sup>.

Finalement, en quoi ce label STS impacte-t-il les banques ? Comme nous l'avons annoncé, la rentabilité bancaire est mise à mal ces dernières années. Cela ne va pas en s'arrangeant avec la crise sanitaire actuelle et le maintien de taux bas. C'est la raison pour laquelle chaque point de base<sup>229</sup> gagné est important.

Ce label STS va permettre aux banques d'améliorer leur ratio de CET1<sup>230</sup>. Le CET1 est considéré comme étant un capital de grande qualité. Le minimum réglementaire s'appliquant à l'ensemble des banques se situe à 10,5% mais il peut arriver d'exiger plus en fonction du profil de risque des banques.

Pour mieux comprendre l'impact sur le ratio CET1 d'une banque, prenons un exemple<sup>231</sup> : une banque titrise un portefeuille de 10 milliards avec un RW moyen de 45% à but de capital. Son but est d'optimiser sa transaction pour que ce soit intéressant en termes de RW. Pour ce portefeuille, la banque devra garder 4,5 milliards de RWA<sup>232</sup>. Après titrisation et en fonction des caractéristiques

---

<sup>228</sup> Cf. **Annexe n°7**.

<sup>229</sup> Un point de base est une unité de mesure utilisée pour quantifier la variation entre deux pourcentages. Un point de base équivaut à un centième de pourcent, soit 0,01%.

<sup>230</sup> CET1 ratio = CET1/RWA.

<sup>231</sup> Cet exemple a été réalisé à l'aide d'un calculateur simplifié.

<sup>232</sup> RWA = montant du portefeuille x RW. En l'espèce 10 milliards x 45%.

de ma transaction – obtenant le label STS – le RW sera réduit. Partant, la banque économisera plus de 3,5 milliards de RWA qui passeront désormais à 989 millions d’euros<sup>233</sup>.

Imaginons ensuite que ma banque dispose de 70 milliards de CET1. Avant titrisation, la banque possède 600 milliards de RWA en tout et pour tout. Le ratio CET1 de la banque sera donc de 11,67%<sup>234</sup>. Après titrisation, et grâce aux 3,5 milliards de RWA économisés pour le portefeuille titrisé, les RWA globaux de la banque passent désormais de 600 milliards à 596,5 milliards. Son ratio passe désormais à 11,74%, et gagne 7 points de base.

On aura au final une amélioration de son CET1 ratio. Si la transaction n’obtient pas le label STS, le calculateur nous montre une perte de 1 point de base sur les 7 points de base. Cela peut paraître peu, mais en réalité cela représente des millions pour la banque pour qui, épargner du capital à un moment donné, que ce soit 10 millions ou 100 millions, est un enjeu important.

Pour augmenter leur profit, et au vu du contexte de taux bas, les banques octroient alors plus de crédits. Mais lorsque les banques génèrent des revenus, elles génèrent des volumes qui vont à leur tour générer des RWA, qui mettent de la pression sur les CET1 ratio des banques. Le label STS peut contribuer à améliorer ce ratio via l’allègement en RWA. De sorte que, à un moment, la banque est prête à payer pour pouvoir libérer des RWA.

Le label STS n’apporte donc pas une amélioration du ratio de capital, mais avoir cette désignation permet de diminuer l’augmentation requise de capital.

---

<sup>233</sup> Tout dépend toujours du montant de capital de la banque et des caractéristiques de la transaction. Cet exemple ayant pour unique but d’expliquer l’impact sur le ratio CET1 d’une banque.

<sup>234</sup> CET1 ratio = CET1/RWA. En l’espèce, 70 milliards/600 milliards.

### 3.1.3 Pricing

En termes de *pricing*<sup>235</sup>, le département titrisation de la banque ING, et en particulier Mr Litoiu, m'a fait part qu' « en général, plus la différence de RWA (STS vs. non-STS) est importante, plus la différence de prix est importante. Pour les transactions notées par les agences, cette différence est d'autant plus importante que la titrisation est moins bien notée (<A). Pour les transactions non notées, pour lesquelles la méthode standard (SEC-SA) s'applique, elle est également fonction du montant du rehaussement de crédit de la transaction. Lorsqu'un certain niveau (>30%) est atteint, les RWA atteignent un plancher. À ce niveau, la différence entre les transactions STS et non-STS est faible (5 %) ». L'idée est donc que cela dépend, mais en général le prix des STS est légèrement meilleur. Il n'y a pas encore d'évidence d'une différence de prix significative entre les tranches des transactions STS et les tranches des transactions émises avant 2019<sup>236</sup>.

Toutefois, en cas de demande accrue de titrisations contenant le label STS, en toute logique, cela amènera les émetteurs à proposer une rémunération plus faible aux investisseurs.

## 3.2 Impact du label STS sur la liquidité

Étant donné que les critères STS garantissent la qualité élevée de ces transactions, ils sont également utilisés pour déterminer quelles titrisations doivent être prises en compte en tant qu'actifs liquides de haute qualité (*HQLA*<sup>237</sup>) aux fins du calcul de l'exigence de couverture des besoins de liquidité. Comme déjà développé *supra*, depuis le 1<sup>er</sup> avril 2020, pour avoir un ABS MBS considéré comme un *HQLA* d'après ce ratio, il est nécessaire d'avoir le label STS. Ce label sera donc une

---

<sup>235</sup> Le *pricing* représente la marge que la banque va demander au client, en plus du taux de référence. La marge permet de couvrir le risque que l'on retrouve au niveau de l'« expected loss » (voir note subpaginale 223).

<sup>236</sup> S&P GLOBAL RATINGS, *How STS has shaken up European Securitization so far*, 20 novembre 2019.

<sup>237</sup> HQLA : High Quality Liquid Assets (Actifs liquides de haute qualité). Les HQLA constituent le numérateur du ratio de liquidité LCR (Liquidity Coverage Ratio). Ce ratio doit être supérieur à 100%.

condition pour être « *LCR eligible* » et compter dans le buffer liquide qu'une banque doit détenir selon cette réglementation.

À l'heure actuelle, les expositions de titrisation font partie des actifs de niveau 2B si elles remplissent toutes les exigences fixées par le règlement 2017/2402, outre les critères déjà définis dans le règlement délégué 2015/61 qui sont propres à leurs caractéristiques de liquidité<sup>238</sup>.

Dès lors, il est évident que les banques<sup>239</sup>, en tant qu'investisseurs, n'achèteront que des titres comportant ce label STS pour améliorer leur ratio de liquidité. Pour les nouvelles émissions, chaque émetteur qui a la capacité d'obtenir le label va certainement essayer de le faire car, s'il ne l'a pas, il perd immédiatement les investisseurs bancaires.

Cependant, en tant qu'actifs de niveau 2B, ils ne devraient pas constituer plus de 15 % de l'encours total des *HQLA*. Ils doivent, en outre, aussi être inclus dans le plafond de 40 % applicable aux actifs de niveau 2.

Les obligations sécurisées, dénommées « *Covered Bonds* » en anglais, contrairement aux ABS, sont incluses dans les différents niveaux 1, 2A et 2B et sont soumises à des normes de qualité et de liquidité.

La situation sur le marché des ABS est comparable et devrait être traitée de la même manière. Il nous paraît intéressant de compléter les réformes du cadre de titrisation entamées avec la création d'un critère STS et de reclasser les tranches seniors STS au niveau 1, voire 2A dans le contexte de l'éligibilité au buffer liquide des banques.

Une autre critique du LCR peut être avancée car la désignation en tant qu'actifs éligibles des « obligations sécurisées de l'UE de très haute qualité, notées au moins AA- » paraît paradoxale. En

---

<sup>238</sup> Règlement délégué (UE) 2015/61 de la Commission du 10 octobre 2014 complétant le règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne l'exigence de couverture des besoins de liquidité pour les établissements de crédit.

<sup>239</sup> Cela a été confirmé par les départements titrisation de ING et de Belfius.

effet, l'UE a souvent déclaré que le pouvoir des agences de notation doit être limité mais, ici, c'est le contraire qui se produit.

### 3.3 Impact opérationnel du label STS

L'impact opérationnel représente la logistique, la charge de travail, les systèmes informatiques et l'aspect reporting. Autrement dit, quel est le rapport coût-bénéfice du label STS ?

Il est très difficile de quantifier un tel impact. Ce que la banque ING a remarqué est qu'une part beaucoup plus importante de leur temps - structuration, discussion avec les clients, réunions d'équipe, etc. - est consacrée à la réglementation. Mr Litoiu a estimé celle-ci : « *auparavant, nous y consacrons environ 10 % de notre temps, et ce pourcentage atteint aujourd'hui 20 à 30 %* ». Selon lui, le règlement n'a pas eu d'impact sur les volumes du marché de la titrisation. La raison en est que, même avant ce règlement, les émetteurs qui proposaient des émissions saines étaient ceux qui se présentaient sur le marché. Ce faisant, ils étaient en mesure de répondre facilement à ces nouveaux critères une fois leur système informatique et leur système de reporting mis en place.

Selon Mr Verwaest, du département titrisation de la banque Belfius, les critères de reporting sont exagérés car il s'agit d'un travail opérationnel onéreux pour les banques. Il estime que cela représente une charge de travail trop importante d'analyser chaque transaction, prêt par prêt. L'investisseur regarde les caractéristiques du portefeuille, les graphiques, lit le prospectus, le rapport par les agences de notation. Mais l'investisseur ne fait pas une analyse lui-même ligne par ligne, crédit par crédit pour chaque transaction. Selon eux, cela va trop loin dans ce domaine.

Il estime également que, pour certains sous-jacents, il y a un risque d'être trop transparent qui amène à se demander s'ils sont toujours en ligne avec les règlements de *privacy*<sup>240</sup>.

Avec cette nouvelle réglementation, le reporting a été harmonisé mais le sous-jacent n'est, par contre, pas harmonisé<sup>241</sup>.

Selon lui, le label STS a sûrement augmenté le coût pour réaliser une opération de titrisation, mais cela n'a pas augmenté le profit. En effet, il s'agit bien d'un travail additionnel au moment de la création en tant qu'émetteur. Une grande partie des critères à remplir pour obtenir le label STS étaient déjà suivis par Belfius avant l'entrée en vigueur de la réglementation en tant que *good practice*<sup>242</sup>. Désormais, tout est écrit dans la réglementation et, selon Mr Verwaest, cela représente une pratique « *tick the box* » pour tous les critères. C'est devenu extrêmement rigide, sans aucune flexibilité. En outre, il y a un risque que les acteurs du marché aient une confiance aveugle en ce label. Partant, Mr Verwaest et son collègue se demandent : « *les investisseurs auront-ils une connaissance du produit dans lequel ils investissent, si la seule référence au label STS leur semble suffisante et fiable ?* ». Sur ce point, soulignons tout de même que l'investisseur doit montrer au régulateur qu'il a fait son devoir de *due diligence* correctement, c'est-à-dire qu'il a bien regardé la transaction et qu'il la comprend bien avant de l'acheter.

---

<sup>240</sup> En effet, selon Mr Verwaest : « Il faut donner tellement de données d'un crédit (le chiffre d'affaire, le bilan total, le code postal, etc.) que quelqu'un qui fait du *reverse engineering* (ex : prêt aux PME) peut déterminer que telle banque a donné ce montant de crédit à telle entreprise ».

<sup>241</sup> Par exemple, en Belgique, si on veut un crédit hypothécaire, il existe un système qui signifie que tout montant que la banque détient d'un client (que ce soit un compte épargne, un compte à vue, un autre crédit, une autre garantie, etc.) peut être saisi pour un autre crédit. Alors que dans les autres législations, si on a une personne qui a 2 crédits hypothécaires sur 2 maisons (un crédit A pour la maison A et un crédit B sur la maison B), s'il ne paie pas le crédit A, on saisit la maison A, et s'il ne paie pas le crédit B, on saisit la maison B, mais on ne peut pas saisir la maison B pour le crédit A. Ceci ne s'applique pas en Belgique. Donc même en termes de reporting, il existe un manque d'harmonisation. Voilà un exemple typique de ce qui pose problème en termes de reporting.

<sup>242</sup> Par exemple, ils communiquaient déjà des informations aux investisseurs (*reporting*), ils faisaient déjà appel à 2 voire 3 agences de notation pour leurs transactions, etc.

Malheureusement, n'ayant pas encore réalisé de nouvelles titrisations depuis l'entrée en vigueur de ce règlement STS, le département titrisation de Belfius n'a pas pris de mesures spécifiques pour le moment. S'ils souhaitent utiliser la titrisation prochainement, ils vont devoir s'adapter au nouveau règlement et en particulier changer les systèmes de reporting, les systèmes informatiques et devoir faire appel à une tierce partie agréée dans le but de pratiquer une vérification externe de tous ces critères STS. En effet, les banques ne prendront jamais le risque de vérifier tous ces critères elles-mêmes, étant donné les sanctions à la clé et le risque d'atteinte à leur réputation.

Sur ce point, PCS et SVI ont tous deux été approuvés en tant qu'agents de vérification tiers par les régulateurs européens. Cela représente donc un coût supplémentaire, pour l'émetteur, de faire appel à ce tiers vérificateur. Un coût qui devra être renouvelé à chaque émission.

Une critique peut être faite quant à ces tiers vérificateurs : ne jouent-ils pas le même rôle que les agences de notation avant l'épisode de la crise financière ? Ces tiers confirment l'obtention d'un label, tout comme les agences notent les tranches d'une émission. De plus, ils sont également payés par l'émetteur, tout comme les agences de notation dans le « *issuer-pays model*<sup>243</sup> ». La critique doit cependant être nuancée car seulement deux tiers – PCS et SVI – sont agréés et cela évite une forme de concurrence, qui existaient entre les agences de notation. En outre, du moins pour PCS, ils fonctionnent comme une organisation à but non lucratif. Cela signifie que les bénéfices ne sont utilisés que pour maintenir les opérations (salaires, etc.) et non pour amasser du profit.

L'annexe n°6 nous a permis de voir que dans les mois qui ont suivi leur introduction, le cadre du label STS et la réglementation qui l'entoure se sont révélés contre-productifs pour les émissions. Bien que les nouvelles règles étaient déjà en vigueur, plusieurs normes techniques sont restées

---

<sup>243</sup> Les agences de notation n'étaient pas suffisamment indépendantes de l'entité notée qui les sollicitait : l'entité évaluée paie l'évaluateur, ce qui affecta l'objectivité de la notation avant la crise financière. Une agence de notation a un intérêt financier à générer des revenus de la part de l'émetteur qui sollicite la notation, ce qui a conduit à attribuer une notation plus élevée que celle qui est garantie afin d'encourager l'émetteur à contracter à nouveau avec eux à l'avenir et non avec l'agence de notation voisine.

incomplètes, ce qui a alimenté l'incertitude persistante sur certains détails pratiques des critères d'éligibilité du label STS et des exigences de divulgation<sup>244</sup>. La confiance dans le nouveau dispositif s'est améliorée lorsque ces tiers vérificateurs – PCS et SVI – ont reçu l'approbation réglementaire et ont commencé à se prononcer sur la conformité des transactions avec la désignation STS. L'évolution du nombre d'émissions de STS peut également s'expliquer par le fait que les initiateurs ont commencé à appliquer le label rétrospectivement à certaines transactions émises avant 2019.

En bref, pour être mis en œuvre, les émetteurs doivent engager des coûts pour mettre en place des systèmes informatiques et de reporting, mais aussi pour faire appel à ces tiers qui jouent un rôle crucial dans l'approbation du label. Le coût se ressent aussi au niveau de la structuration, qui est désormais contrôlée via différents critères concrets. Les bénéfices se ressentent surtout au niveau de l'allègement de leurs besoins en fonds propres, en particulier pour les investisseurs bancaires et les compagnies d'assurance<sup>245</sup>.

### 3.4 Interaction avec le marché des *Covered Bonds*

Émises uniquement par des institutions financières, les obligations sécurisées – *Covered Bonds* – sont des titres de créances adossés à un portefeuille d'actifs qui garantissent l'obligation en cas d'insolvabilité de l'émetteur. Ce portefeuille d'actifs est composé de prêts hypothécaires et de prêts au secteur public<sup>246</sup>. En Belgique, l'émission de *Covered Bonds* est limitée à 8% du total du bilan. Donc il existe tout de même une limite.

Une banque belge confrontée à un besoin de refinancement de ses portefeuilles de créances hypothécaires et de créances sur les autorités publiques peut choisir entre la titrisation et les

---

<sup>244</sup> S&P GLOBAL RATINGS, *How STS has shaken up European Securitization so far*, *op. cit.*

<sup>245</sup> Soumises à la législation dite « Solvency II ».

<sup>246</sup> COMMISSION EUROPEENNE, « Les obligations garanties dans l'Union Européenne : harmonisation des cadres juridiques et des comportements de marché », Bruxelles, avril 2017.

*Covered Bonds*. Le marché des *Covered Bonds* est donc une sorte de concurrence pour le marché de la titrisation. « *Les banques qui peuvent utiliser des Covered Bonds en tant qu'instrument de financement, le feront* », nous faisait part Mr Verwaest.

L'avis de Mr Godts, travaillant chez Deloitte à Bruxelles, a confirmé qu'il est clairement, dans les circonstances actuelles, plus intéressant de se refinancer avec un *Covered Bonds*.

Il est certain que créer un programme de *Covered Bonds* prend plus de temps, mais une fois créé c'est plus simple. En effet, on peut décider d'émettre 500 millions ou 1 milliard de *Covered Bonds* dans deux jours. Par contre, si nous décidons de faire une nouvelle transaction de titrisation, il faut trois à quatre mois minimum<sup>247</sup>. Pour cette raison, c'est plus simple d'avoir un programme de *Covered Bonds*.

D'ailleurs, toutes les grandes banques ont opté pour les obligations sécurisées lorsqu'elles placent leurs obligations auprès des investisseurs. Belfius, KBC, ING et Fortis ont créé des programmes de *Covered Bonds* belges pour obtenir des financements auprès des investisseurs. Il existe même un programme de « Retained Covered bonds » chez Fortis. Dans ce cas, ils pourront créer des *Covered Bonds* pour générer du collatéral et non pour trouver des financements sur le marché.

De plus, selon Mr Verwaest de la banque Belfius, le taux à payer aux investisseurs pour les obligations sécurisées est plus bas que le taux pour les titres ABS et MBS, même avec des désignations STS.

---

<sup>247</sup> La durée dépend notamment des actifs.

Dès lors, il est légitime de se demander : « le label STS a-t-il été un frein additionnel pour les émetteurs ? ». Ce n'est, en effet, pas impossible. D'autant plus qu'à l'heure actuelle, il ne fait aucun doute que les émissions de RMBS se font principalement via *Covered Bonds*.

Ian Bell<sup>248</sup> affirmait que « *ceux d'entre nous qui ont un peu d'ambition souhaitent que la réglementation décrivant les critères d'obtention du label STS soit alignée sur celle des Covered Bonds* »<sup>249</sup>.

---

<sup>248</sup> Directeur du secrétariat de Prime Collateralised Securities (PCS).

<sup>249</sup> T. BROWN, « STS: the long and winding road | GlobalCapital », décembre 2019, p. 3.

### 3.5 Remarques

À notre avis, l'augmentation globale des exigences de fonds propres justifie le renforcement des devoirs d'analyse, d'interprétation des critères STS et du coût du processus de certification pour les émetteurs, afin de bénéficier du label et de son adéquation préférentielle de fonds propres. Ces fonds propres préférentiels devraient encourager les banques à se conformer aux critères STS, si ce n'est pas déjà le cas. Cependant nous proposons aux régulateurs d'envisager d'appliquer le plancher initial de 7% de RW aux tranches STS de rang senior et de 15 % pour les autres tranches, afin d'inciter réellement le marché à se concentrer sur le régime du label STS.

Le profil de risque des titrisations STS est intrinsèquement plus faible, c'est d'ailleurs la raison pour laquelle ces titrisations bénéficient d'un soutien adéquat avec des exigences de fonds propres moins élevées. Toutefois, le label STS ne confirme pas que la transaction est exempte de tous risques car tout dépend de la qualité des actifs sous-jacents. En réalité, les critères STS doivent être compris comme un indicateur qu'un investisseur prudent, agissant avec diligence, est capable d'analyser de manière adéquate les risques associés à la titrisation.

D'ailleurs, le nouveau régime de diligence raisonnable pourrait décourager les investisseurs institutionnels à investir dans les titrisations. Ce nouveau régime introduit certaines exigences contraignantes pour eux, comme la vérification que l'initiateur, le sponsor ou l'entité de titrisation ont mis à disposition toutes les informations requises par le nouveau régime de transparence. Ce qui pose problème aux investisseurs est qu'ils doivent désormais respecter des critères et plus seulement leur bon sens. C'est une bonne chose d'amener de la clarté dans le marché de la titrisation. Selon nous, cette *due diligence* est essentielle dans un marché sain où la confiance des investisseurs est à regagner.

Pour les émetteurs qui sont capables d'obtenir le label STS, ils ne feront à l'avenir plus de transaction sans le label STS<sup>250</sup>. Ce dernier permet d'ouvrir les transactions à une base d'investisseurs la plus large possible, affirme Rob Ford de chez TwentyFour Asset Management. Les banques, les compagnies d'assurance et tous ceux dont les capitaux sont limités ne peuvent pas acheter des titres sans le label STS, car le coût du capital pour le produit non STS est trop important. Afin d'avoir la plus grande audience possible, et donc le meilleur prix, les principaux émetteurs vont clairement tenter d'obtenir le label STS. Cependant, de plus petits émetteurs, notamment de type *corporate*, ne possèdent pas toujours les moyens d'investir dans des programmes informatiques, de payer des tiers vérificateurs et d'engager plus de juristes pour satisfaire aux différents critères d'obtention du label.

C'est la raison pour laquelle, nous observons une tendance du marché qui consiste en la coexistence des segments STS et non-STS. En effet, les expositions obtenant le label STS sont attrayantes pour les investisseurs bancaires et les compagnies d'assurance, alors que les transactions non-STS peuvent attirer un groupe d'investisseurs différent, qui n'est pas soumis aux restrictions en matière de fonds propres. Nous tenons à rappeler que ce label est devenu un nouveau standard de marché préconisé par les institutions européennes mais il n'a pas modifié le sérieux avec lequel les acteurs du marché réalisent ces transactions.

Ce label est donc un facteur de différenciation positif, mais n'est pas encore le moteur du marché<sup>251</sup>. Nous avançons diverses raisons à cela, en plus des solutions et critiques émises lors de l'analyse de l'aspect sur la liquidité.

---

<sup>250</sup> M.Z. BERMEJO *et al.*, « The new European securitisation regime: the first six months », juin 2019, disponible sur <https://www.globalcapital.com/Media/documents/euroweek/pdfs/2019-documents/ABS%20Barleona%202019%20Day%201%20lowres.pdf>.

<sup>251</sup> C. PEARCE, « How Has The European Securitisation Regulation Impacted The Market? - Finance and Banking - European Union », octobre 2019, disponible sur <https://www.mondaq.com/securitization-structured-finance/851620/how-has-the-european-securitisation-regulation-impacted-the-market> (Consulté le 8 juillet 2020).

Premièrement, les transactions largement normalisées et homogènes, par exemple dans le secteur de la vente au détail et de l'immobilier résidentiel, auront plus de facilité à obtenir le label STS que les transactions plus risquées et plus complexes. Cependant, les émissions de RMBS se font globalement via les *Covered Bonds*<sup>252</sup>.

De plus, la réglementation exclut des produits comme les CLO<sup>253</sup> et les CMBS<sup>254</sup> qui représentent une part importante du marché européen. Ces produits méritent toutefois une certaine attention. D'ailleurs, à ce propos, Mr Ford avançait : « *Ces produits ne devraient pas nécessairement faire partie de la réglementation STS, mais peut-être de la STS 2 ou d'une autre catégorie* »<sup>255</sup>.

Deuxièmement, dans le cas d'une transaction *retained*, il existe un traitement préférentiel en matière de capitaux pour la transaction labellisée STS. Toutefois, l'un des principaux objectifs d'une transaction *retained* est d'être une pension de titres à la BCE<sup>256</sup>. Actuellement, la BCE ne fait pas de place dans ses règles pour la norme STS. Cela est étrange si l'on considère que la norme, outre qu'elle incarne les meilleurs aspects de la titrisation tels que définis par les régulateurs et les décideurs politiques, est un outil essentiel pour aider à la reprise du marché européen.

---

<sup>252</sup> Voir *supra* : interaction avec le marché des Covered Bonds.

<sup>253</sup> Parce qu'il ne peut y avoir de gestion active de portefeuille sur une base discrétionnaire.

<sup>254</sup> Car le remboursement ne doit pas dépendre principalement de la vente des actifs sous-jacents.

<sup>255</sup> M. ADAMS *et al.*, « Barcelona attendance jumps amid renewed reg uncertainties », 12 juin 2019, p. 20.

<sup>256</sup> Cette pension de titres s'intitule le principe de « *repo* » : lorsqu'une banque a besoin de liquidités, elle peut les obtenir en déposant en caution ce même montant en obligations ou en instruments financiers agréés par la BCE, laquelle lui verse l'équivalent en cash. Si la banque emprunteuse fait faillite, la BCE conserve les titres déposés. Cependant, toutes les obligations ne se valent pas. Certaines représenteront un risque plus important et feront l'objet d'une décote ou « *haircut* ». Par exemple, pour obtenir un milliard d'euros en cash, il faudra déposer 1,1 milliard d'obligations.

Une telle adoption ne doit pas être réalisée en excluant les titrisations non-STS mais en prévoyant un traitement différencié pour les titrisations STS et non-STS au sein des différents programmes et cadres de garantie de la BCE<sup>257</sup>.

Troisièmement, les modèles internes nous paraissent essentiels pour les investisseurs bancaires. En effet, ils développeront une base de données concernant les sous-jacents et pourront par la suite calculer les RW en se basant sur ces informations. Cependant, nous devons souligner que ces modèles dits SEC-IRBA devront être surveillés de près. Nous savons que les banques peuvent manipuler les pondérations de risques. Partant, différentes banques peuvent donner des pondérations de risque différentes à des actifs similaires<sup>258</sup>.

Enfin, les régulateurs ont annoncé qu'ils étudiaient les solutions dans le but d'améliorer le cadre en prévision de la révision de la réglementation STS prévue en 2022. Un point crucial que le marché se prépare à approuver porte sur les titrisations STS synthétiques, c'est-à-dire le label STS pour les titrisations de transfert de risque. Une désignation STS pour la titrisation synthétique pourrait donner au marché l'impulsion nécessaire pour atteindre ses objectifs réglementaires<sup>259</sup>.

---

<sup>257</sup> I. BELL *et al.*, « Relaunching securitisation in the EU », *op. cit.*

<sup>258</sup> F. HACHE, « Revision of CRR on STS securitisation », mars 2016.

<sup>259</sup> T. BROWN, « STS: the long and winding road | GlobalCapital », *op. cit.*

# *Conclusion*

À travers ce mémoire, nous avons étudié les concepts sous-tendant le mécanisme de la titrisation ainsi que l'évolution de la législation à ce sujet. Cela nous a permis de répondre à notre question initiale qui visait à déterminer si l'introduction de ce nouveau règlement, instaurant le label STS, pouvait redynamiser le marché de la titrisation au sein de l'Union Européenne.

Cependant, notre étude présente des limites. Premièrement, nous avons simplement évoqué le mécanisme de titrisation synthétique étant donné qu'il n'est pas pris en compte, à l'heure actuelle, par le règlement européen. Deuxièmement, nous avons étudié l'impact de ce règlement européen sur les établissements bancaires. Dès lors, la mention des compagnies d'assurance et d'autres institutions financières n'intervient qu'en cas de comparaison propice.

Tout d'abord, il était crucial d'éclairer le lecteur sur les rouages de la titrisation. Ce mécanisme nécessite l'implication d'un nombre d'acteurs importants et d'intermédiaires, appelés les véhicules de titrisation, jouant un rôle non négligeable dans le processus.

Notre étude s'est poursuivie sur le constat de la forte liaison qui relie le système bancaire traditionnel et la titrisation. Suite à la crise financière de 2008, et au vu du manque manifeste de régulation en la matière, les accords de Bâle III ont vu le jour. Toutefois, ceux-ci n'étaient pas suffisants pour permettre la relance du marché européen de la titrisation, bien qu'apportant des limitations essentielles à ce marché.

Récemment, la Commission européenne a adopté le paquet titrisation. L'objectif de cette refonte était d'asseoir la relance de la titrisation sur des pratiques de marché encadrées. Ce règlement a,

d'une part, assis un cadre général pour toutes les titrisations européennes et, d'autre part, créé un label identifiant les titrisations simples, transparentes et standardisées. Ce label a déstigmatisé le mot "titrisation" et a donné au marché un label de qualité.

Cependant, notre étude nous a permis de constater que l'obtention de ce label de qualité nécessite un effort accru de la part des émetteurs. Effort, qui est également synonyme de coûts supplémentaires. Du point de vue de toutes les parties prenantes (investisseurs, initiateurs, banques, régulateurs locaux, etc.), ces coûts représentent un temps de reporting plus long, des coûts de transaction légèrement plus élevés et une augmentation générale des *RWA*. Sur ce dernier point, le label STS, une fois obtenu, permet de réduire considérablement les exigences de fonds propres pour les positions de titrisation. De la sorte, cela rend le produit économiquement avantageux pour les investisseurs, en particulier pour les banques mais aussi pour les compagnies d'assurance.

Du côté des acquéreurs bancaires, les incitations réglementaires correspondent plus à un durcissement des titrisations non-STIS que d'un véritable bénéfice à STS.

Dès lors, le renforcement des exigences envers les émetteurs des opérations de titrisation rend complexe leur intégration d'un point de vue opérationnel, en particulier pour les émetteurs de petite taille.

Il ressort également de notre analyse qu'à la suite de l'entrée en vigueur du règlement sur la titrisation et du cadre STS, le processus d'émission et d'investissement s'est développé, mais les caractéristiques des transactions n'ont pas connu de changements ou de perturbations importants.

En résumé, le nouveau régime a comblé un vide juridique en termes de normalisation et de transparence en ce qui concerne la déclaration des opérations de titrisation. Certes, il ne fait aucun doute que l'accroissement de la transparence et la création de conditions plus uniformes sont les bienvenus, dans un marché où la confiance des investisseurs doit être reconquise.

Cependant, nous avons émis diverses recommandations afin que le règlement atteigne son objectif initial. En effet, nous estimons que ce règlement doit être complété. Ce n'est que dans ce sens qu'il sera en mesure de représenter une réelle solution dans la stimulation du marché européen de la titrisation.

Pour conclure, notre avis rejoint celui de Mr Bell qui énonça au sujet de ce règlement: "*I would call it a qualified<sup>260</sup> success, with still great potential yet to be realized*" <sup>261</sup>.

---

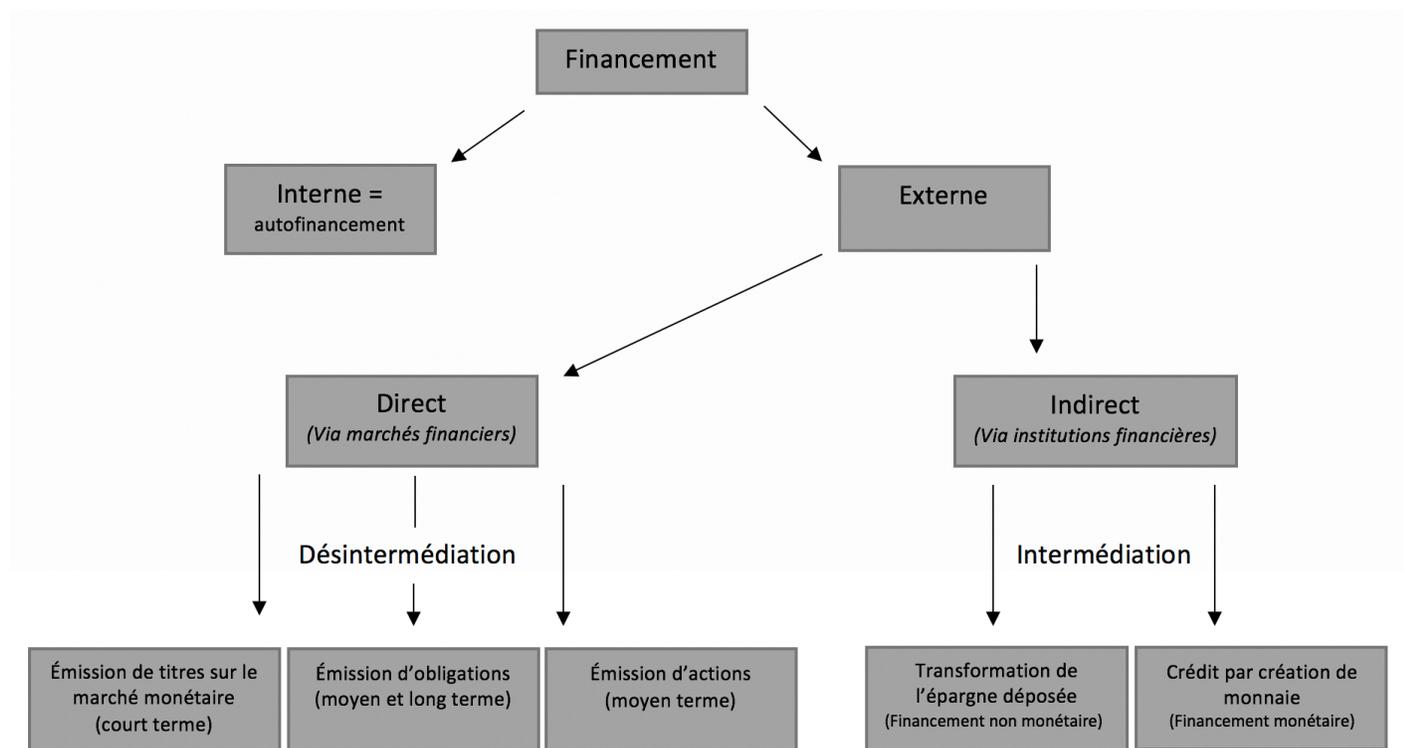
<sup>260</sup> Dans ce contexte "*qualified*" signifie "mitigé".

<sup>261</sup> T. BROWN, « STS: the long and winding road | GlobalCapital », *op. cit.*



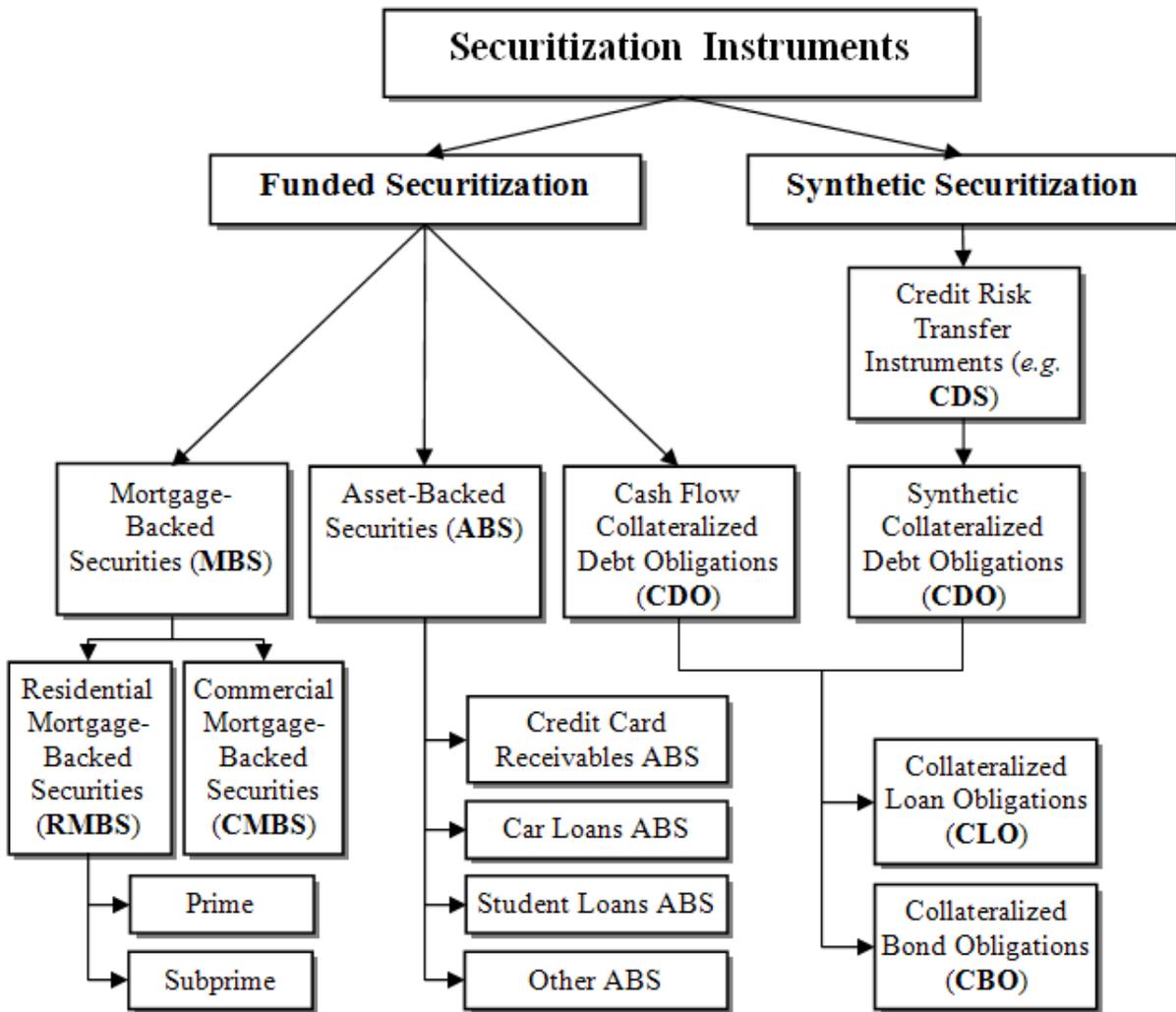
# Annexes

## Annexe 1 : Désintermédiation financière



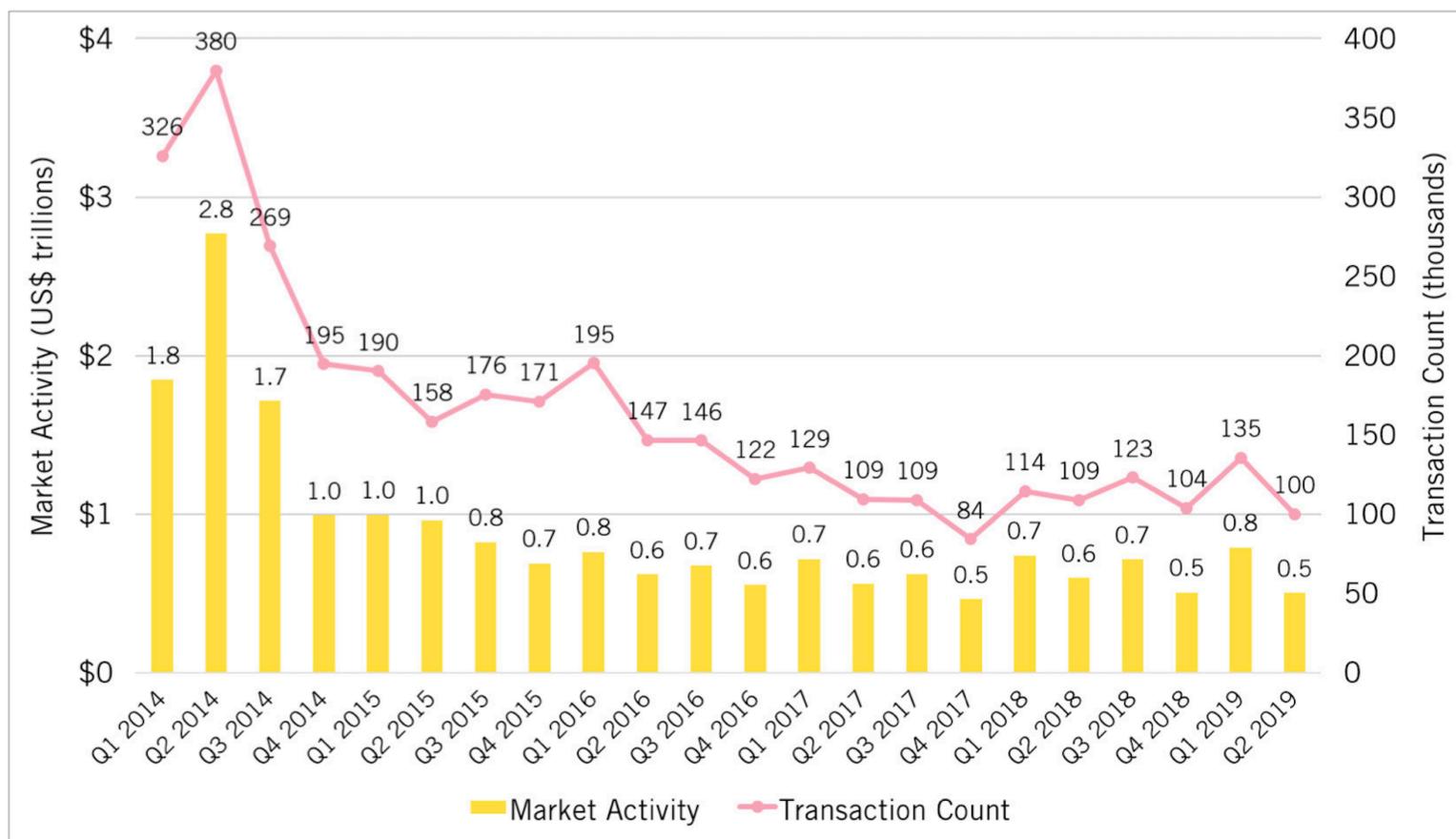


Annexe 3 : Instruments de la titrisation



Source : ALVES P. - The economics of securitization: evidence from the European markets

**Annexe 4** : Activité sur le marché des CDS et nombre de transactions



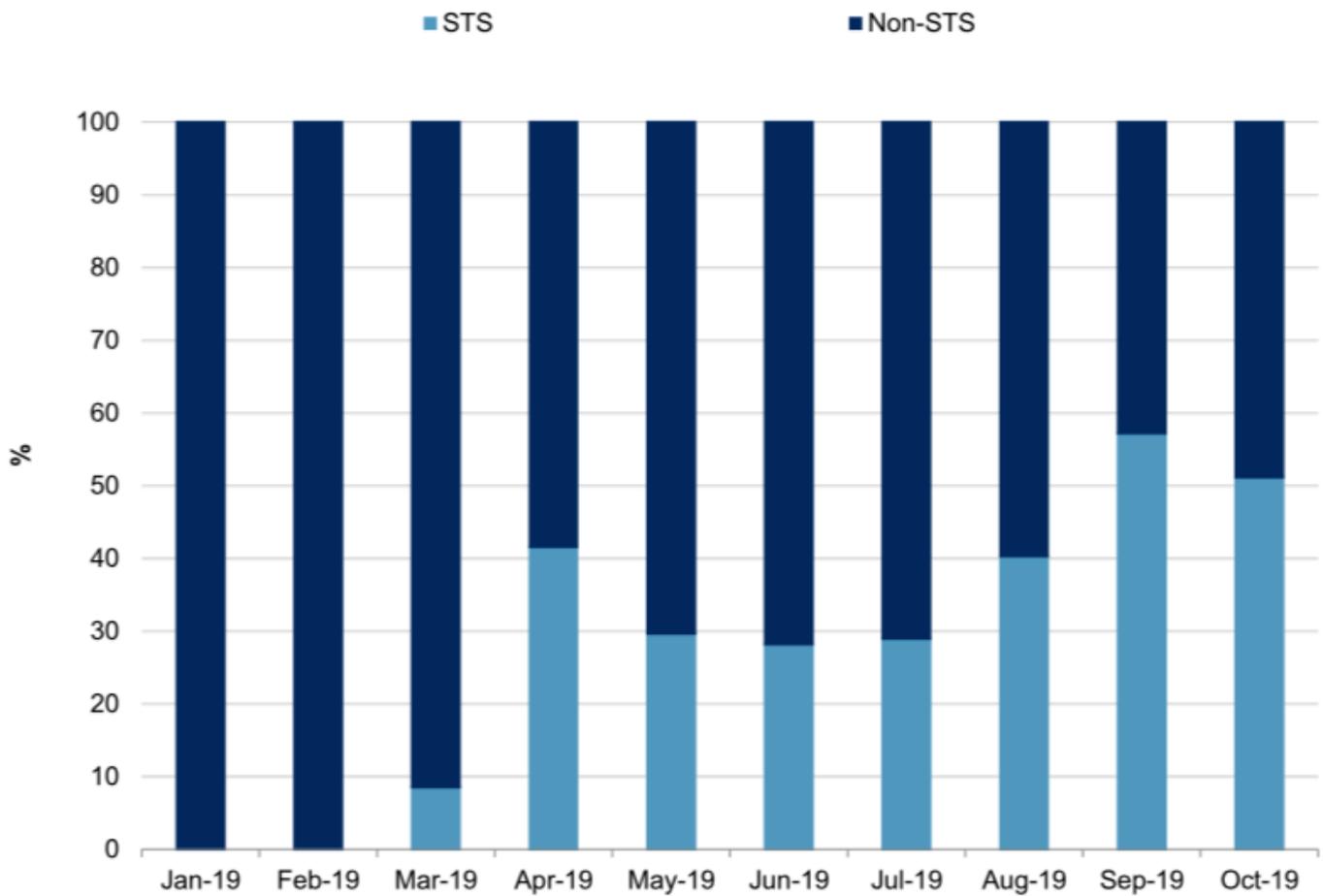
Source : DTCC TIW Data, disponible sur <https://www.isda.org/a/JUPTE/Global-CDS-Market-Study>.

**Annexe 5** : Tableau de concordance des normes proposées (soft law) dans les accords de Bâle et leur intégration en droit communautaire via les Capital Requirements Directive.

<b>Accords de Bâle</b>	<b>Intégration en droit communautaire</b>
<p><b><u>Bâle 2.5</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Taux de rétention de risque minimum de 5% (appelée la règle « <i>skin in the game</i> »).</li> <li>- Renforcement des diligences sur les actifs titrisés sous-jacents.</li> <li>- Retitrisations soumises à des exigences de fonds propres plus élevées (par exemple pour les CDO squared).</li> <li>- Alignement des exigences en fonds propres du trading book sur celles du banking book.</li> </ul>	<p>Intégrées dans la <b>CRD II</b></p> <p>Intégrées dans la <b>CRD III*</b></p> <p>* Désormais, les retitrisations sont, en principe, interdites.</p>
<p><b><u>Bâle 3</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Introduction de ratios de liquidités : LCR &amp; NSFR.</li> </ul>	<p>Les titrisations de « haute qualité » trouvent leur place dans le ratio de liquidité à court terme (LCR) dans le compartiment 2B du buffer* au travers de la <b>CRD IV</b>.</p> <p>* Désormais, pour faire partie de ce ratio en tant que <i>HQLA</i>, les titrisations doivent obtenir le label STS → Durcissement des règles.</p>

**Annexe 6 :**

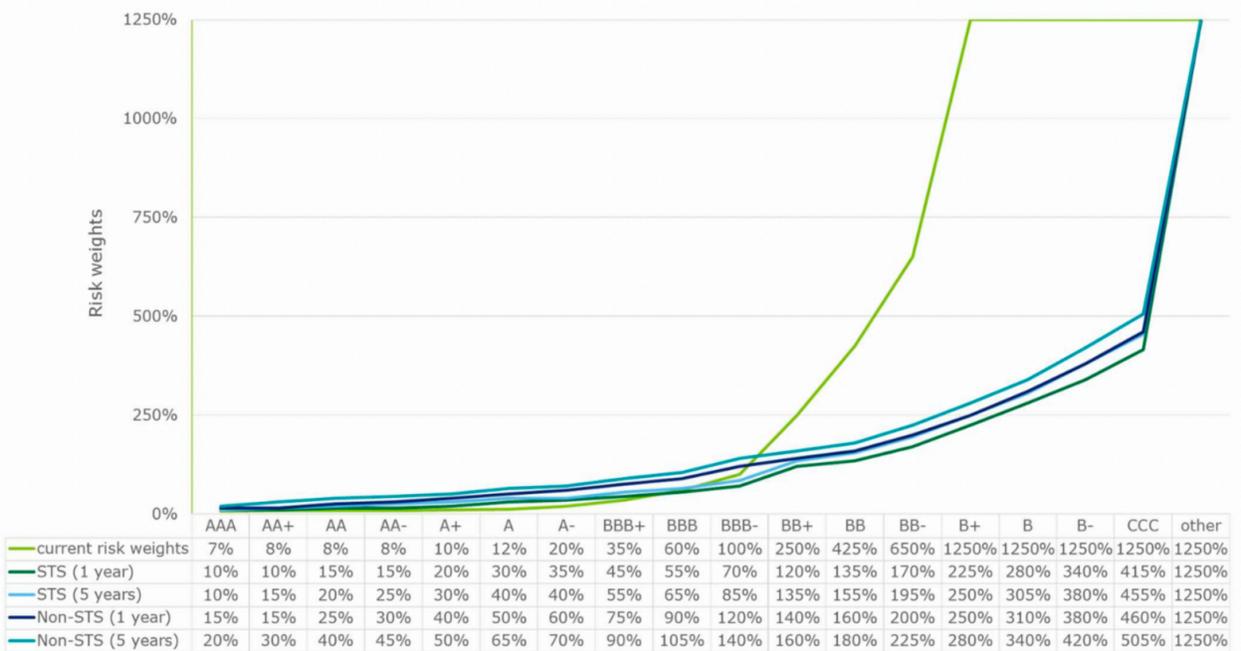
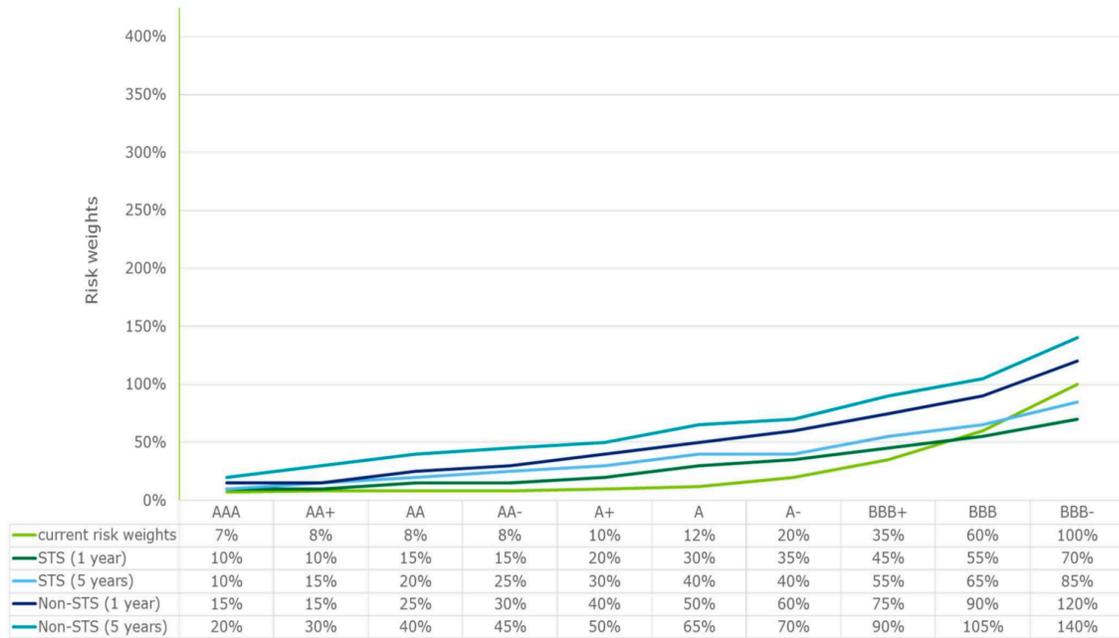
Émissions de titrisation européennes STS vs. NON STS (investor-placed)



Source: S&P Global Ratings

## Annexe 7 :

Comparaison des pondérations de risque dans la méthode externe – SEC-ERBA –



Source : Flunker A., The New European Framework For ABS Transactions, 2018 (Deloitte).



# *Abréviations*

<b>ABS</b>	Asset Backed Securities
<b>ABCP</b>	Asset Backed Commercial Paper
<b>AEMF (ESMA)</b>	Autorité Européenne des Marchés Financiers
<b>AFME</b>	Association for Financial Markets in Europe
<b>AIFMD</b>	Alternative Investment Fund Managers Directive
<b>BCE</b>	Banque Centrale européenne
<b>BNB</b>	Banque Nationale de Belgique
<b>CBCB</b>	Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire
<b>CBO</b>	Collateralized Bond Obligation
<b>CDO</b>	Collateralized Debt Obligation
<b>CDS</b>	Credit Default Swap
<b>CET1</b>	Common Equity Tier 1
<b>CLO</b>	Collateralized Loan Obligation
<b>CMBS</b>	Commercial Mortgage Backed Securities
<b>CRA</b>	Credit Rating Agencies
<b>CRD</b>	Capital Requirements Directive
<b>CRR</b>	Capital Requirements Regulation
<b>EBA</b>	European Banking Authority
<b>EL</b>	Expected Loss
<b>EMIR</b>	European Market Infrastructure Regulation
<b>FED</b>	Federal Reserve
<b>FHLMC</b>	Federal Home Loan Mortgage Corporation
<b>FMI</b>	Fonds Monétaire International
<b>FNMA</b>	Federal National Mortgage Association
<b>GAFI</b>	Groupe d'action financière
<b>GNMA</b>	Government National Mortgage Association
<b>HQLA</b>	High Quality Liquid Assets
<b>LCR</b>	Liquidity Coverage Ratio
<b>LGD</b>	Loss Given Default
<b>MBS</b>	Mortgage Backed Securities
<b>MiFID</b>	Markets in Financial Instruments Directive
<b>MSU</b>	Mécanisme de Surveillance Unique
<b>NSFR</b>	Net Stable Funding Ratio
<b>PCS</b>	Prime Collateralised Securities
<b>Repo</b>	Repurchase agreement
<b>RMBS</b>	Residential Mortgage Backed Securities
<b>ROE</b>	Return on Equity
<b>RTS</b>	Regulatory Technical Standards
<b>RW</b>	Risk Weight
<b>RWA</b>	Risk-Weighted Assets
<b>SEC-ERBA</b>	Securitisation - External Ratings-Based Approach
<b>SEC-IRBA</b>	Securitisation - Internal Ratings-Based Approach

<b>SEC-SA</b>	Securitisaton - Standardised Approach
<b>SPV</b>	Special Purpose Vehicle
<b>STS</b>	Simple, Transparent et Standardisé
<b>SVI</b>	STS Verification International
<b>UL</b>	Unexpected Loss
<b>UMC</b>	Union des Marchés des Capitaux
<b>WBS</b>	Whole Business Securitization

# ***Bibliographie***

## **Doctrine**

### ***Ouvrages et chapitres d'ouvrages***

ARTUS, P. *et al.* (éds.), *La crise des subprimes: rapport*, Les rapports du Conseil d'Analyse Economique, n° 78, Paris, Documentation Française, 2008.

BANDT, O. de, DRUMETZ, F. et PFISTER, C., *Stabilité financière*, s.l., De Boeck Supérieur, 4 novembre 2013.

BOUSTANY, I. et DIAB, N., *La titrisation des actifs*, Bruxelles et Paris, Bruylant, Delta et LGDJ, 2003, p. 330.

DAVID, R. et JAUFFRET-SPINOSI, C., *Les grands systèmes de droit contemporains*, Paris, 19 novembre 2002.

DIEMER, A., *Les enseignements de la crise des supprimés*, s.l., Clément Juglar, janvier 2011, disponible sur [https://www.researchgate.net/publication/303824259\\_Les\\_enseignements\\_de\\_la\\_crise\\_des\\_supprimes](https://www.researchgate.net/publication/303824259_Les_enseignements_de_la_crise_des_supprimes) (Consulté le 4 avril 2020).

DUPUY, P., FONTAINE, P. et HAMET, J., « Chapitre 6. Les marchés dérivés et la gestion du risque », in *Les Essentiels de la Gestion*, s.l., EMS Editions, 2018, pp. 153-204, disponible sur <https://www.cairn.info/les-marches-de-capitaux-francais--9782376870685-page-153.htm> (Consulté le 1 avril 2020).

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (éd.), *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, Frankfurt am Main, 2004.

GENSSE, P. et TOPSACALIAN, P., *Ingénierie financière*, Paris, Economica, 2004.

GIRAUD, G., *Illusion financière (3e édition revue et augmentée)*, s.l., Éditions de l'Atelier, 20 mars 2014.

GRANIER, T., « Le refinancement de crédit par la titrisation », in *Le crédit - Aspects juridiques et économiques*, Thèmes et Commentaires, s.l., Dalloz, mai 2012, disponible sur <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01429874> (Consulté le 27 mars 2020).

GRANIER, T., *Titrisation et organismes de financement: approche juridique.*, Droit (RB édition), Paris, RB édition, 2018.

HAYRE, L. (éd.), *Salomon Smith Barney guide to mortgage-backed and asset-backed securities*, Wiley finance series, New York, John Wiley, 2001.

KOTHARI, V., *Securitization: The Financial Instrument of the Future*, s.l., John Wiley & Sons, 16 juin 2006.

LAPORTE, C., *La titrisation d'actifs en Suisse*, Bruxelles, 2005.

LEVINSON, M., *Guide to financial markets: why they exist and how they work*, London, Profile Books, 2014.

PARTSCH., P.-E., « Chapitre VI. - La surveillance prudentielle dans la zone euro : le Mécanisme de surveillance unique (MSU) » in *Droit bancaire et financier européen*, Bruxelles, Éditions Larcier, 2016, p. 496-557.

QUIQUEREZ, A., *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Bruxelles, 2018.

SHAPIRO, J., *Innovation in Financial Services. Case Study: Asset- Backed Securities*, Cambridge, Mass., MIT Industrial Performance Center, 1999.

SIMON, Y., « Les Hedge Funds, la titrisation et la crise de l'été 2007 », in *Hedge funds , private equity , marchés financiers : les frères ennemis ?*, s.l., Presses Universitaires de France, 2009, p. 99, disponible sur <http://www.cairn.info/hedge-funds-private-equity-marches-financiers-les---9782130576167-page-99.htm> (Consulté le 1 avril 2020).

« Chapitre 4. L'endettement des ménages », *Études économiques de l'OCDE*, 2007, vol. 9, n° 9, pp. 85-110, disponible sur <https://www.cairn.info/revue-etudes-economiques-de-l-ocde->

## *Articles de doctrine*

ADRIAN, T. et SHIN, H.S., « The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09 », 2010, p. 35.

AGLIETTA, M., « Risque systémique et politique macroprudentielle : une nouvelle responsabilité des banques centrales », *Revue d'économie financière*, 2011, vol. 101, n° 1, pp. 193-203.

ALLEN, F., BECK, T. et CARLETTI, E., « Banques en Europe : conséquences des récentes réformes réglementaires », *Revue d'économie financière*, 2013, vol. 112, n° 4, p. 21 à 36.

BEACHY, B., « A Financial Crisis Manual », *A Financial Crisis Manual*, s.d., n° 12, p. 91.

BROWN, T., « STS: the long and winding road | GlobalCapital », décembre 2019, p. 3.

DE BOISSIEU, C., « Innovation financière et contrôle monétaire », *Revue Banque*, 1982, n° 413, p. 32.

DE CORMIS, J.-P. et ROSEAU, I., « L'arrangeur, conseiller du cédant », *Revue d'économie financière*, 2000, vol. 59, n° 4, pp. 99-108.

FERRY, T., « Trust et titrisation aux États-Unis, aspects juridiques », *Revue de droit bancaire*, n°40, 1993, p. 243.

FIGUET, J.-M., « La titrisation : une technique de gestion du risque en débat », *Comprendre les marchés financiers*, 2013, n° 361.

FIMBEL, E. et KARYOTIS, C., « La titrisation: dispositif emblématique de la financiarisation irresponsable et facteur de risques sociétaux inédits », *Management Avenir*, 2011, n° 8, pp. 289-308.

LABBÉ, A., « PRIMER STS securitisations: the opposite of simple », *International Financial Law Review*, juin 2018, p. N.PAG-N.PAG.

LASRY, J.-M. et LAVIT D'HAUTEFORT, C., « Nouvelles techniques financières et risque : le cas de la titrisation », *Revue d'économie financière*, La sécurité des systèmes financiers : II/ Les voies de régulation, 1991, n° 19, pp. 69-75.

LAUTIER, D. et SIMON, Y., « Les rehausseurs de crédit : anatomie d'une crise », *Revue d'économie financière*, 2008, pp. 305-314.

LEVIEUGE, G. et POLLIN (D), J.-P., « Désintermédiaire : pourquoi, comment et que peut-on en attendre ? », *Revue d'économie financière*, décembre 2016, n° 3.

MATHERAT, S. et TROUSSARD, P., « La titrisation et le système financier », *Revue d'économie financière*, 2000, vol. 59, n° 4, pp. 25-39.

MINSKY, H., « Securitization », *Hyman P. Minsky Archive*, octobre 1987, disponible sur [https://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/15](https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/15).

PEARCE, C., « How Has The European Securitisation Regulation Impacted The Market? - Finance and Banking - European Union », octobre 2019, disponible sur <https://www.mondaq.com/securitization-structured-finance/851620/how-has-the-european-securitisation-regulation-impacted-the-market> (Consulté le 8 juillet 2020).

PINTO, E., « Government Housing Policies in the Lead-Up to the Financial Crisis: A Forensic Study », *SSRN Electronic Journal*, 2010, disponible sur <http://www.ssrn.com/abstract=1675959> (Consulté le 15 mars 2020).

PINTO, J. et ALVES, P., « The economics of securitization: evidence from the European markets », *Investment Management and Financial Innovations*, 2016, vol. 13, n° 1, p. 15.

PLIHON, D., SAÏDANE, D. et COUPPEY-SOUBEYRAN, J., « Les banques, acteurs de la globalisation financière », *Alternatives Economiques*, 2007, n° 1, pp. 74-74.

POLIGNAC, J-F., « La notation financière : l'approche du risque de crédit », *Revue Banque*, Paris, 2002.

RAHMOUNI-ROUSSEAU, I. et JASSAUD, N., « Innovation, produits structurés et stabilité financière », *Les nouvelles frontières de la finance*, 2008, pp. 129-146.

SIMON, Y., « Les instruments dérivés », *Que sais-je ?* juillet 2014, n° 3840, pp. 7-42.

SOBREIRA, R., « Innovation financière et investissement. », *Innovations*, 2004, n° 1, pp. 115-129.

TARR, D.G., « The Political, Regulatory and Market Failures That Caused the US Financial Crisis », s.d., p. 34.

TASQUE, S., « La lutte contre l'exclusion bancaire des particuliers. Une perspective franco-américaine », *La Revue de l'Ires*, 2011, n° 3, pp. 61-88.

TERRAY, J., « Les aspects juridiques des opérations sur les marchés organisés », *Banque et droit*, 1995, n° 39, pp. 17 et s.

WALLISON, P., « The True Story of the Financial Crisis », *American Enterprise Institute - AEI*, 2009, p. 4..

## ***Rapports***

AFME, *Securitisation Data Report – Q1 2020*, 2020.

BATE, S., BUSHWELLER, S. et EVERETT, R., *The Fundamentals of Asset-Backed Commercial Paper*, Moody's Investors Service, 3 février 2003.

DELIVORIAS, A., EUROPEAN PARLIAMENT et DIRECTORATE-GENERAL FOR PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICES, *Comprendre la titrisation: historique - avantages - risques : analyse approfondie.*, European Parliament, 2016, disponible sur <http://bookshop.europa.eu/uri?target=EUB:NOTICE:QA0415658:FR:HTML> (Consulté le 29 mars 2020).

DISSAUX, T., *Retour sur la crise des subprimes et de la titrisation | AEF*, Remettre la finance au service de l'homme et de la société, Association d'économie financière, 2010, pp. 135-145, disponible sur <https://www.aef.asso.fr/publications/rapport-moral-sur-l-argent-dans-le-monde/rapport-moral-2010/retour-sur-la-crise-des-subprimes-et-de-la-titrisation> (Consulté le 5 avril 2020).

FLUNKER, A., SCHLÖSSER, D.T. et WEBER, A., *The New European Framework for ABS*

*Transactions*, s.d., p. 40.

S&P GLOBAL RATINGS, *How STS has shaken up European Securitization so far*, 20 novembre 2019.

STEIN, H.J. *et al.*, *Analysis of Mortgage Backed Securities: Before and after the Credit Crisis*, Rochester, NY, Social Science Research Network, 5 janvier 2007, disponible sur <https://papers.ssrn.com/abstract=955358> (Consulté le 31 mars 2020).

## ***Pages internet***

DREME, B., « Titrisation : un cadre comptable et réglementaire en évolution », 29 mai 2012, disponible sur [http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/chronique/titrisation-un-cadre-comptable-reglementaire-#restricted\\_content](http://www.revue-banque.fr/banque-investissement-marches-gestion-actifs/chronique/titrisation-un-cadre-comptable-reglementaire-#restricted_content) (Consulté le 28 juin 2020).

JOHN, C., ROHIT, G. et WILL, K., « Rentabilité des banques européennes : d'autres mesures s'imposent », 30 août 2017, disponible sur <https://www.imf.org/external/french/np/blog/2017/083017f.htm> (Consulté le 5 juillet 2020).

KAGAN, J., « Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) », *Investopedia*, 5 mai 2019, disponible sur <https://www.investopedia.com/terms/g/ginniemae.asp> (Consulté le 23 février 2020).

LACROIX, F., « Titrisation : le diable au service de l'économie réelle ? », 30 juin 2014, disponible sur <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/titrisation-diable-au-service-economie-reelle> (Consulté le 1 avril 2020).

MELLENNEC, O., « Asset Backed Securities : Guide Pratique Pour Investisseurs », s.d., disponible sur <https://fr.scribd.com/document/301136915/FI-Asset-Backed-Securities-Guide-Pratique-Pour-Investisseurs-SG> (Consulté le 15 mars 2020).

TARDI, C., « Collateralized Debt Obligation (CDO) Definition », *Investopedia*, 3 février 2020. J.-C., disponible sur <https://www.investopedia.com/terms/c/cdo.asp> (Consulté le 31 mars 2020).

« Securitisation framework: Ten things you need to know | Global law firm | Norton Rose Fulbright », s.d., disponible sur <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/20c69602/securitisation-framework-ten-things-you-need-to-know> (Consulté le 28 juillet 2020).

« EU Securitisation Regulation Disclosure in Times of COVID-19 | Insight | Baker McKenzie », s.d., disponible sur <https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2020/04/eu-securitisation-regulation-disclosure-covid19> (Consulté le 6 juillet 2020).

## ***Documents***

AMERICAN GOVERNMENT, « Blueprint for the American dream », s.d., disponible sur <https://archives.hud.gov/initiatives/blueprint/blueprint.pdf>.

BELL, I. *et al.*, « Relaunching securitisation in the EU », avril 2020.

COMITE DE BALE, « Bâle III: dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité », décembre 2010, disponible sur [www.bis.org](http://www.bis.org).

HACHE, F., « A missed opportunity to revive “boring” finance? », décembre 2014, disponible sur <https://www.finance-watch.org/wp-content/uploads/2018/08/FW-report-LTF-dec-2014.pdf>.

HACHE, F., « Revision of CRR on STS securitisation », mars 2016.

LEROUX, F., « Note pédagogique n°16 : La titrisation », s.d., disponible sur <http://neumann.hec.ca/>.

LUTTRELL, D., ROSENBLUM, H. et THIES, J., « Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned », novembre 2012, disponible sur <https://www.dallasfed.org/~media/documents/research/staff/staff1203.pdf>.

ROMAIN, « Titrisation STS : après des débuts hésitants, un standard en voie de s’imposer », *Fincley Consulting*, 1 octobre 2019, disponible sur <https://fincley.com/titrisation-sts-apres-des-debuts-hesitants-un-standard-en-voie-de-simposer/> (Consulté le 20 mai 2020).

« The True Story of the Financial Crisis | AEI », *American Enterprise Institute - AEI*, s.d.,

disponible sur <https://www.aei.org/articles/the-true-story-of-the-financial-crisis/> (Consulté le 4 avril 2020).

## ***Documents de travail européens***

ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKET IN EUROPE, « The new European securitisation regime: the first six months – AFME Rountable », Barcelona Edition, 12 juin 2019.

COMMISSION EUROPEENNE, « European Commission - Capital Requirements - CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions », juillet 2013, vol. 13, n° 690.

COMMISSION EUROPEENNE, *Construire l’union des marchés des capitaux*, Livre vert, Bruxelles, 18 février 2015.

COMMISSION EUROPEENNE, « Les obligations garanties dans l’Union Européenne : harmonisation des cadres juridiques et des comportements de marché », Bruxelles, avril 2017.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY, *Report on CRA Market Share Calculation*, 30 novembre 2018.

## ***Thèses***

ADEIMI, J., *Le cadre juridique de supervision bancaire et de régulation prudentielle: Du risque souverain aux politiques budgétaires d’austérité*, Université Côte d’Azur, 2018.

AKIOBE, M.P., *La crise des subprimes: vers un meilleur encadrement des risques financiers et juridiques liés à la titrisation des créances*, Québec, Canada, Université Laval, 2019.

SALERNO, G., *Les opérations de titrisation : développement et perspectives d’avenir sur le marché européen*, Liège, Ecole de Gestion de l’Université de Liège, 2006.

# **Législations**

## ***Législation internationale***

Convention de La Haye du 1<sup>er</sup> juillet 1985 portant sur la loi applicable au trust et à sa reconnaissance, conclue le 1<sup>er</sup> juillet 1985

## ***Législations européennes***

Directive 2009/111/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 modifiant les directives 2006/48/CE, 2006/49/CE et 2007/64/CE en ce qui concerne les banques affiliées à des institutions centrales, certains éléments des fonds propres, les grands risques, les dispositions en matière de surveillance et la gestion des crises, *J.O.U.E.*, L302, 17 novembre 2009.

Directive 2010/76/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération, *J.O.U.E.*, L302, 14 décembre 2010.

Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.U.E.*, L173, 12 juin 2014.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, Draft Regulatory Technical Standards on the Homogeneity of the underlying exposures in securitisations under articles 20(14) AND 24(21) of regulation (EU) 2017/2402, 31 juillet 2018, EBA/RTS/2018/02.

Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, *J.O.U.E.*, L201,

27 juillet 2012.

Règlement délégué (UE) n ° 231/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil, *J.O.U.E.*, L83, 22 mars 2013.

Règlement (UE) n° 462/2013 du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *J.O.U.E.*, L146, 31 mai 2013.

Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, *J.O.U.E.*, L176, 27 juin 2013.

Règlement délégué (UE) 2015/61 de la Commission du 10 octobre 2014 complétant le règlement (UE) n ° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne l'exigence de couverture des besoins de liquidité pour les établissements de crédit, *J.O.U.E.*, L11, 17 janvier 2015.

Règlement délégué (UE) 2015/35 de la Commission du 10 octobre 2014 complétant la Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (solvabilité II), *J.O.U.E.*, L12, 17 janvier 2015.

Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 648/2012, *J.O.U.E.*, L347, 28 décembre 2017.

Règlement délégué (UE) 2019/1851 de la Commission du 28 mai 2019 complétant le règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation sur l'homogénéité des expositions sous-jacentes à des titrisations, *J.O.U.E.*, L285, 6 novembre 2019.



# *Table des matières*

<b>Résumé.....</b>	<b>2</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>3</b>
<b>Remerciements.....</b>	<b>4</b>
<b>Sommaire .....</b>	<b>5</b>
<b>Introduction.....</b>	<b>7</b>
<b>Partie I : Détermination du concept de titrisation .....</b>	<b>10</b>
Chapitre 1 : Analyse conceptuelle et économique de la titrisation .....	10
Section 1. Conceptualisation de la titrisation .....	10
1.1 Définitions et approches d'un mécanisme innovant.....	11
1.2 Contexte de désintermédiation financière.....	12
1.3 Une innovation en matière de produit et de processus.....	13
Section 2. Émergence de la titrisation aux États-Unis .....	14
2.1 La naissance de la titrisation : réponse à un besoin de refinancement des créances immobilières...	15
2.2 L'extension de la titrisation à tous les types de créances .....	17
2.3 Un contexte favorable.....	18
Section 3. Rôle des différents acteurs d'une titrisation.....	20
3.1 Les acteurs de la préparation de la titrisation .....	20
3.1.1 Le cédant.....	20
3.1.2 L'arrangeur.....	22
3.2 Le Véhicule et ses satellites .....	22
3.2.1 Le Véhicule de titrisation .....	22
3.2.2 Les satellites du Véhicule .....	24
3.2.2.1 Le gestionnaire.....	24
3.2.2.2 Le dépositaire .....	24
3.2.2.3 Le recouvreur.....	24
3.2.2.4 Le rôle de l'agence de notation.....	25
3.2.2.5 La société de rehaussement de crédit.....	26

3.2.2.6 Les investisseurs.....	26
3.3 Déroulement d'une opération de titrisation .....	27
Section 4. Différents types de titrisation et leurs actifs sous-jacents.....	28
4.1 ABCP.....	28
4.2 Term Deals.....	29
4.2.1 La titrisation <i>off-balance sheet</i> .....	29
4.2.1.1 Les MBS .....	30
4.2.1.2 Les ABS .....	31
4.2.1.3 Les CDO.....	32
4.2.2 La titrisation synthétique .....	33
4.3 Nouveaux produits de titrisation .....	35
Section 5. Avantages de la titrisation .....	36
5.1 Avantages pour les cédants.....	36
5.1.1 Titriser pour se financer.....	37
5.1.2 Titriser pour transférer des risques .....	38
5.1.3 Titriser pour optimiser ses ratios.....	39
5.2 Avantages pour les investisseurs .....	40
5.3 Avantages pour le financement de l'économie .....	40
Section 6. Risques liés à la titrisation .....	41
6.1 Risque de crédit.....	41
6.2 Risque de remboursement anticipé.....	42
6.3 Risques de taux d'intérêt.....	42
6.4 Risques connexes.....	43
Chapitre 2 : Le rôle de la titrisation dans le déclenchement de la crise financière de 2008.....	45
Section 1. Le développement des crédits hypothécaires à risque aux États-Unis .....	46
1.1 Le relâchement des conditions d'attribution du crédit.....	46
1.2 La commercialisation massive des prêts <i>subprimes</i> .....	48
Section 2. La transmission du risque de crédit par la titrisation .....	50
2.1 Allongement de la chaîne d'intermédiation et dissociation des risques.....	50
2.2 Le placement des risques de crédit sur les marchés financiers .....	53
<b>Partie II : Réactions législatives européennes .....</b>	<b>59</b>
Chapitre 1 : Mesures correctrices européennes depuis 2009 .....	61
Section 1. La première réponse à la crise : la Capital Requirements Directive II et III.....	63

Section 2. La réponse européenne aux accords internationaux de Bâle III : la Capital Requirements Directive IV (CRD IV) et la Capital Requirements Régulation (CRR).....	66
2.1 Ratio de capital.....	67
2.2 Ratio de liquidité.....	67
Section 3. Le Single Supervisory Mechanism .....	70
Section 4. État du marché européen.....	70
Chapitre 2 : L'encadrement du mécanisme de titrisation par le règlement européen .....	73
Section 1. Contexte .....	73
Section 2. Objet du règlement.....	75
2.1 Premier volet : cadre général de la titrisation européenne .....	76
2.1.1 Définition prudentielle.....	77
2.1.2 Commercialisation des titres.....	77
2.1.3 Obligations de « Due diligence » applicables aux investisseurs institutionnels .....	78
2.1.4 Prévention des risques.....	78
2.1.5 Obligation de transparence.....	79
2.2 Deuxième volet : critères d'obtention du label « STS ».....	80
2.2.1 Distinction entre les titrisations « autres que ABCP » et « ABCP ».....	80
2.2.2 Simplicité des titrisations « autres que ABCP ».....	81
2.2.3 Standardisation des titrisations « autres que ABCP ».....	82
2.2.4 Transparence des titrisations « autres que ABCP ».....	83
2.2.5 Simplicité, transparence et standardisation des titrisations « ABCP » .....	83
2.3 La surveillance de l'opération de titrisation européenne.....	84
2.3.1 Enregistrement des opérations dans des référentiels des titrisations .....	84
2.3.2 Notification STS à l'AEMF (ESMA).....	84
2.3.3 Surveillance microprudentielle et sanctions.....	85
Section 3. Impacts de la nouvelle désignation « simple, transparente et standardisée » sur la titrisation...	86
3.1 Capital requirements (RWA) & ratio CET1.....	86
3.1.1 Nouvelle hiérarchie des méthodes de calcul.....	87
3.1.2 Traitement préférentiel des titrisations de STS.....	90
3.1.3 Pricing .....	93
3.2 Impact du label STS sur la liquidité .....	93
3.3 Impact opérationnel du label STS .....	95
3.4 Interaction avec le marché des <i>Covered Bonds</i> .....	98
3.5 Remarques .....	101

<b>Conclusion .....</b>	<b>105</b>
<b>Annexes.....</b>	<b>109</b>
<b>Abréviations .....</b>	<b>117</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>119</b>
<b>Table des matières .....</b>	<b>130</b>

