

# La titrisation en France : évolutions récentes

---

**Omar BIROUK et Françoise DARVES**

*Direction des Statistiques monétaires et financières*

*Service des Analyses et Statistiques des investisseurs institutionnels*

*La titrisation contribue au bon fonctionnement des circuits de financement de l'économie en rendant des actifs non liquides, tels que les crédits bancaires ou les créances commerciales, négociables sur un marché.*

*À fin juin 2013, les crédits titrisés représentent en France 8,4% du total des concours accordés au secteur privé, proportion inférieure à la moyenne de la zone euro (12,7%), le marché français étant plus favorable aux obligations sécurisées. Le développement de la titrisation reste mesuré en France avec un bilan global de 215,4 milliards d'euros au 30 juin 2013, qui la place au cinquième rang des pays de la zone euro.*

*Les véhicules de titrisation de droit français détiennent principalement à leur actif des crédits sur des contreparties résidentes cédés pour l'essentiel par des établissements de crédit français ou du reste de la zone euro.*

*Depuis les premières manifestations de la crise en 2007, les institutions bancaires ont eu recours à la titrisation pour se refinancer auprès du Système européen de banques centrales. Grâce à des montages d'un genre nouveau dits de « titrisation retenue », elles ont pu souscrire des titres adossés à des actifs de grande qualité qu'elles ont utilisés comme garanties éligibles au refinancement.*

Mots clés : titrisation, titrisation synthétique, titrisation retenue, créances, crédits, cession, affacturage, escompte, risque de crédit, risque d'assurance, structuration du passif, financement, placement, véhicule de titrisation, organisme de titrisation, fonds de prêts à l'économie, directive AIFM, conduits, refinancement bancaire, FCC, FCT, société de titrisation, ABS, RMBS, CMBS, ABBT, ABCP, CLO, Bâle 2, Bâle 2.5

Codes JEL : E44, G21, G22, G23, G24, G32, F65

Technique financière de réorganisation de l'actif d'une entité économique, la titrisation vise à transformer des actifs peu liquides (créances, prêts, etc.) en titres. Pour ce faire, les actifs titrisés sont cédés à un véhicule *ad hoc* (véhicule de titrisation) qui émet en contrepartie des titres (souvent désignés par le terme « titres adossés à des actifs » ou *asset backed securities* – ABS – en anglais) pour en financer l'acquisition. Le paiement des intérêts et du principal des titres émis est assuré par les flux de trésorerie produits par les actifs cédés.

La titrisation, introduite en France par la loi 88-1201 du 23 décembre 1988 portant création des fonds communs de créances<sup>1</sup>, a vu son cadre juridique modernisé, notamment par l'ordonnance du 13 juin 2008<sup>2</sup> qui en a étendu l'objet et les formes juridiques, et son contexte de mise en œuvre modifié par la transcription des accords de Bâle 2.5 au travers des directives CRD2 et CRD3. La récente réforme du *Code des assurances*<sup>3</sup> du 2 août 2013, visant à favoriser le financement des petites et moyennes entreprises (PME-ETI), introduit un nouveau type de fonds de titrisation, les fonds de prêts directs à l'économie dans lesquels les assureurs peuvent investir jusqu'à 5 % de leur encours total de placements.

## I | Les caractéristiques de la titrisation en France

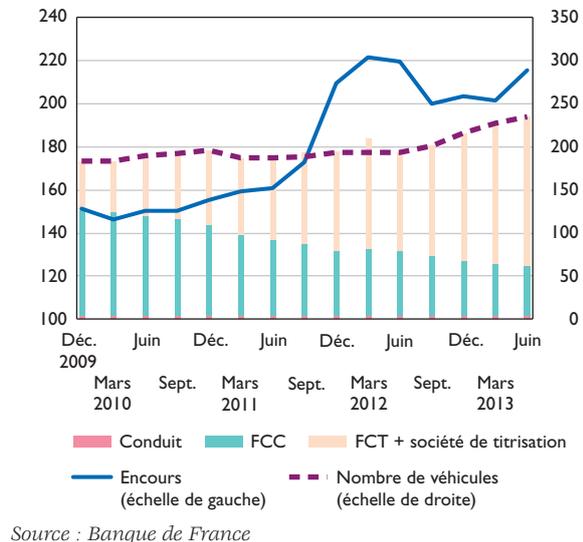
### I | I | Le nouveau cadre de la titrisation

Le développement de la titrisation observé au cours de ces dernières années en France est allé de pair avec la modernisation de son cadre juridique.

Au 30 juin 2013, on dénombre 234 véhicules de titrisation contre 194 un an plutôt. Les nouveaux véhicules créés sont essentiellement des fonds communs de titrisation (FCT). Depuis le début de la collecte statistique en décembre 2009, le statut

Graphique I Encours et nombre de véhicules de titrisation

(encours en milliards d'euros et nombre en unités)



juridique des véhicules de titrisation a changé en profondeur, les FCT, complétés par les conduits d'ABBT<sup>4</sup>, remplaçant progressivement les fonds communs de créances (FCC).

### Les organismes de titrisation

Créés par l'ordonnance du 13 juin 2008 et le décret d'application du 17 juillet 2008 qui ont réformé le cadre juridique antérieur, les organismes de titrisation<sup>5</sup> peuvent se présenter sous deux formes : ils sont soit constitués en société de titrisation dotée de la personnalité morale, soit gérés en copropriété au sein d'un FCT. Ce dernier statut, très majoritaire en France, succède au FCC, lequel est appelé à se transformer en FCT d'ici le 22 juillet 2014 depuis la transposition en droit interne de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (en anglais – *alternative investment fund manager* – AIFM) (cf. encadré 1).

1 Jusqu'à cette date, aux termes de la loi bancaire du 24 janvier 1984, l'achat à titre de profession habituelle de créances non échues était considéré comme une activité de crédit, ce qui réservait la titrisation aux seuls établissements de crédit.

2 Le nouveau dispositif réglementaire a en effet organisé la diversification des actifs pouvant être titrisés (des crédits bancaires aux créances commerciales, risques d'assurance, titres de créances, etc.), des techniques de titrisation (rechargement des véhicules, extension des modalités de rehaussement de crédit, gestion active des portefeuilles et revente des actifs achetés) ainsi que des types de titres émis par les véhicules de titrisation (outre les parts de fonds communs de créances – appelés à disparaître progressivement en application de la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs (en anglais – *alternative investment fund manager* – AIFM), les parts de fonds communs de titrisation, des titres de créance à maturité courte de type commercial paper ou autre, etc.).

3 Décret n° 2013-717 du 2 août 2013 modifiant certaines règles d'investissement des entreprises d'assurance.

4 Les conduits d'« asset backed billets de trésorerie – ABBT » sont des véhicules de titrisation qui se refinancent principalement par l'émission de billets de trésorerie à court terme (moins d'un an) adossés aux actifs titrisés.

5 Ils sont régis par les articles L214-167 à L214-190 et R214-217 à D214-240 du Code monétaire et financier (CMF).

Dans l'un et l'autre cas, les organismes de titrisation sont gérés par une société de gestion de portefeuille agréée à cet effet. Les titres émis par ces organismes peuvent faire l'objet d'une offre publique ou d'une admission aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé.

### Les autres véhicules de titrisation

Les véhicules de titrisation comprennent également les conduits d'ABBT qui sont constitués sous forme de société anonyme de droit commun dont l'objet est d'investir dans des opérations de titrisation. Les conduits bénéficient le plus souvent du soutien d'une grande institution bancaire sous la forme d'une ligne de liquidité pouvant être utilisée en cas de besoin de trésorerie, celle-ci étant supposée couvrir le risque de liquidité et non le risque de crédit.

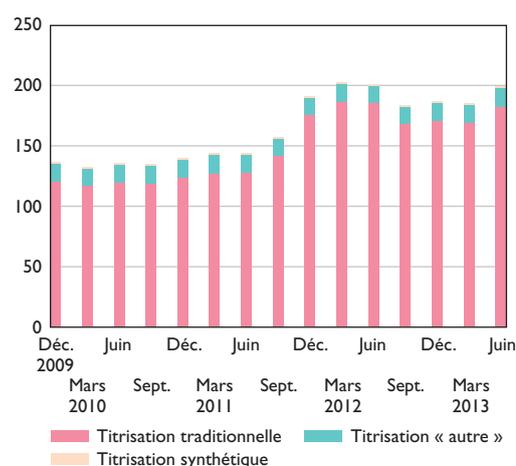
## I | 2 Une suprématie de la titrisation « cash »

Au 30 juin 2013, l'encours des titres émis par les véhicules de titrisation de droit français s'établit

à 198,7 milliards d'euros, soit une progression de près de 45 % depuis le 31 décembre 2009 (136,7 milliards d'euros), date de mise en place d'un suivi statistique

**Graphique 2 Encours des titres émis par type de titrisation**

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

### ENCADRÉ I

#### Directive AIFM et organismes de titrisation

Depuis le 22 juillet 2013 et la transposition en droit français de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (directive AIFM), les organismes de titrisation deviennent des fonds d'investissement alternatifs (FIA) sauf exceptions prévues par la directive.

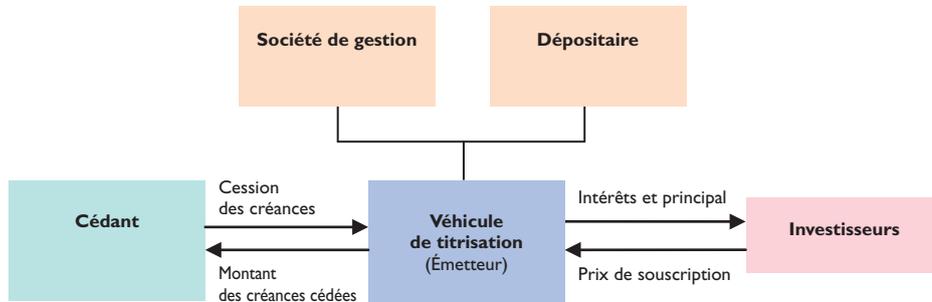
Les FIA relevant de la directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sont ceux qui respectent les deux conditions cumulatives suivantes :

- lever des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs ;
- ne pas être des OPCVM conformes à la directive 2009/65/CE (directive OPCVM IV).

Les sociétés de gestion gérant des organismes de titrisation dont les actifs sont supérieurs à 0,1 milliard d'euros (avec effet de levier) ou des actifs supérieurs à 0,5 milliard d'euros devront se conformer aux obligations suivantes, en plus de celles édictées par la directive AIFM :

- exigences en matière d'intérêt retenu par l'initiateur, le prêteur initial ou le sponsor (5 %) ;
- exigences qualitatives relatives aux sponsors ou initiateurs (accès aux informations, suivi des risques, diversification des portefeuilles, existence d'une politique de gestion du risque de crédit fixant des limites) ;
- obligation pour la société de gestion d'avoir l'expertise crédit et d'effectuer des stress tests réguliers sur les positions de crédit.

Schéma simplifié d'une opération de titrisation avec cession parfaite des actifs sous-jacents



Source : Banque de France

spécifique de ces organismes par la Banque de France. Il a atteint un point haut à 202 milliards à fin mars 2012 avant de connaître un léger repli sur la deuxième partie de 2012 du fait principalement du remboursement de certains montages mis en place par les établissements de crédit résidents pour se refinancer auprès de l'Eurosystème.

Les opérations de titrisation traditionnelle sont très largement prédominantes (90 % de l'encours fin juin 2013) et expliquent à elles seules l'essentiel des variations de l'encours de la titrisation en France, le montant des autres opérations de titrisation, synthétique et « autres », ayant peu varié au cours de la période considérée.

Dans la titrisation traditionnelle, dite aussi titrisation « cash », les actifs sous-jacents font l'objet d'une cession parfaite<sup>6</sup> au véhicule de titrisation. Pour la titrisation

« synthétique », la cession au véhicule de titrisation porte seulement sur le risque de crédit<sup>7</sup> associé aux actifs (via des dérivés de crédit), et non sur les actifs mêmes. Les « autres titrisations »<sup>8</sup> correspondent aux opérations de transfert de risques autres que le risque de crédit (risque d'assurance ou risque d'activité d'une entreprise). À fin juin 2013, l'encours de la titrisation synthétique via les véhicules de droit français reste marginal, ne représentant que 0,5 % du bilan total alors que celui des « autres titrisations » atteint 9,5 %.

### I | 3 Les crédits constituent l'essentiel des actifs cédés

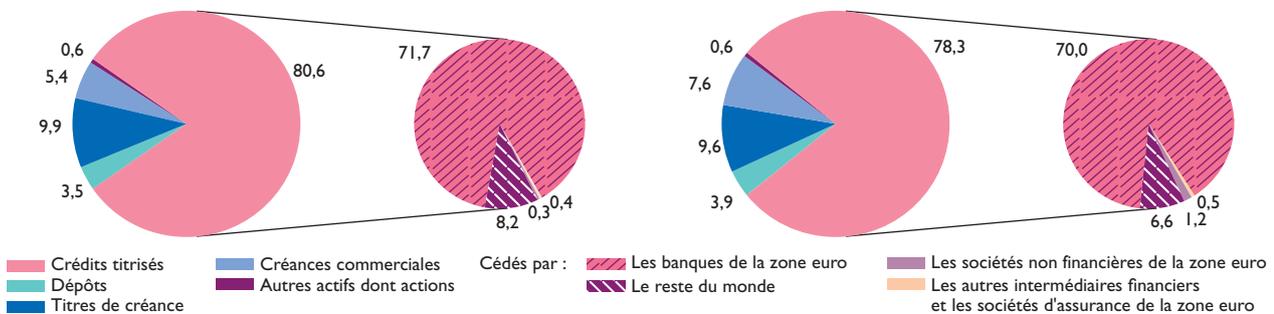
À fin juin 2013, les crédits titrisés représentent 78,3 % du total de l'actif des véhicules de titrisation français, contre 80,6 % à la fin juin 2012. Ces crédits sont, pour

Graphiques 3 Structure de l'actif des véhicules de titrisation

(en %)

a) Au 30 juin 2012 (encours total : 219,8 milliards d'euros)

b) Au 30 juin 2013 (encours total : 213 milliards d'euros)



Source : Banque de France

6 La cession parfaite est définie comme étant une cession opposable aux tiers et dont les actifs cédés se trouvent hors de portée du cédant et de ses créanciers, y compris en cas d'insolvabilité du cédant.  
 7 Ce type d'opération nécessite de calculer le risque de défaut sur les actifs sous-jacents, le plus souvent estimé à l'aide de modèles mathématiques reproduisant leur dynamique.  
 8 Y figurent de façon prépondérante les encours des véhicules de type « conduit » qui opèrent une titrisation secondaire, caractérisée par des achats de titres émis par d'autres organismes de titrisation, financés par l'émission de billets de trésorerie adossés à ces actifs (« asset backed billets de trésorerie » – ABBT –, ou « asset backed commercial paper » – ABCP –).

l'essentiel, cédés par des établissements de crédit de la zone euro (70 % de l'actif à fin juin 2013), la part provenant d'établissements de crédit du reste du monde étant proche de 7 % et les cessions d'autres secteurs de la zone euro marginales (1,7 % au total pour les sociétés non financières, les autres intermédiaires financiers et les sociétés d'assurance). Cette prépondérance des crédits bancaires renvoie aux conditions historiques de mise en place de la titrisation en France : en 1988, seuls les crédits bancaires d'échéance supérieure à deux ans pouvaient faire l'objet d'une titrisation.

L'évolution de la réglementation relative à la nature et à la durée des créances cessibles s'est traduite par l'extension des opérations de titrisation aux crédits bancaires de plus courte durée (crédits à la consommation, créances interbancaires) ainsi qu'aux créances matérialisées par des titres émis par les véhicules de titrisation (« retitrisation ») qui représentent environ la moitié de l'encours à fin juin 2013 du total des titres de créance détenus (9,6 %), aux effets de commerce (7,6 %), ou à tout type de créance, même future, produisant des flux de trésorerie<sup>9</sup>.

Les dépôts, qui constituent 3,9 % de l'actif, servent de réserve de liquidité aux véhicules de titrisation mais

aussi de contrepartie aux opérations de titrisation synthétique (versement de dépôts de garantie).

## 2| La titrisation française finance principalement l'immobilier résidentiel national

À fin juin 2013, les crédits aux résidents titrisés (144,7 milliards d'euros) concernent à 77,9 % le marché hypothécaire, essentiellement pour le financement de l'habitat (*residential mortgage backed securities* – RMBS – pour 76,4 %) et de façon résiduelle l'immobilier commercial (*commercial mortgage backed securities* – CMBS)<sup>10</sup>.

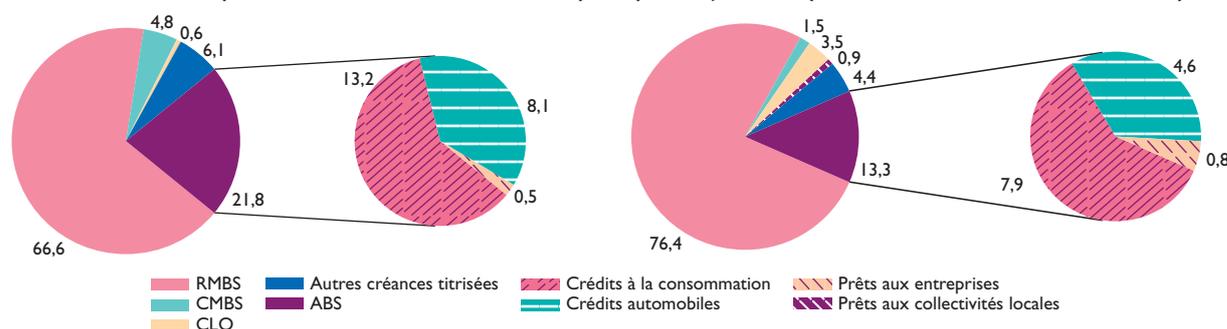
Les *asset backed securities*, qui constituent 13,3 % du total (19,1 milliards d'euros), refinancent différents types de créances : crédits à la consommation, crédits automobiles et prêts aux entreprises (hors créances commerciales). Les autres crédits titrisés bénéficiant à des contreparties résidentes comprennent les prêts aux collectivités locales (0,9 % soit 1,3 milliards d'euros) ou encore aux PME (*collateralized loan obligations* – CLO<sup>11</sup>).

Graphiques 4 Crédits cédés par des IFM sur les contreparties résidentes

(en %)

a) Au 31 décembre 2009 (encours total : 83,2 milliards d'euros)

b) Au 30 juin 2013 (encours total : 144,7 milliards d'euros)



Source : Banque de France

9 Depuis l'ordonnance du 13 juin 2008, l'actif des organismes de titrisation peut être constitué :

- de créances de droit français ou étranger existantes ou futures, saines ou douteuses de montant déterminé ou indéterminé (articles R214-218 et R214-219 du Code monétaire et financier, ci-après dénommé CMF) ;
- de liquidités dans les conditions définies à l'article R214-220 du CMF ;
- d'actifs transférés au titre de la réalisation ou de la constitution de sûreté, ou de garantie conformément à l'article L211-38 du CMF ;
- d'instruments financiers à terme, la perte maximum ne pouvant être supérieure à la valeur de l'actif (article R214-224 du CMF).

10 D'autres structures dédiées ont été mises en place pour le financement du marché immobilier, dont les opérations s'apparentent au mécanisme de la titrisation par l'émission d'obligations sécurisées, mais qui ne rentrent pas dans le champ de la collecte titrisation de la Banque de France. Il s'agit notamment des sociétés de crédit foncier, des caisses de refinancement de l'habitat (CRH) ou encore, depuis la loi du 22 octobre 2010, des sociétés de financement de l'habitat (SFH).

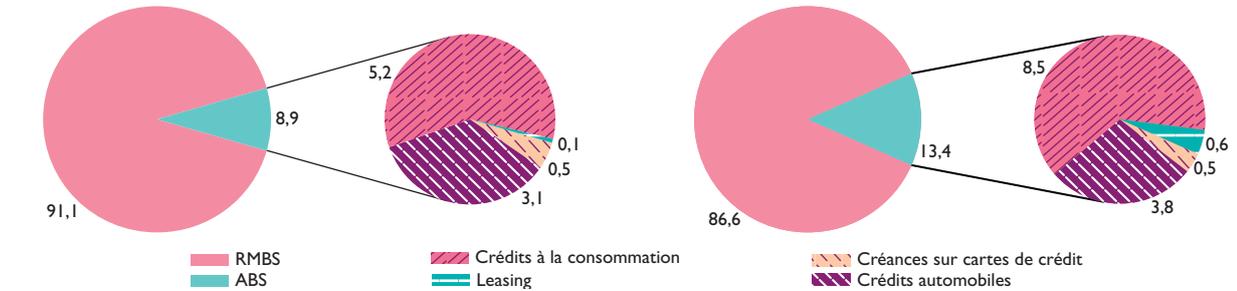
11 Voir le glossaire ci-après pour une définition plus précise de ces produits.

**Graphiques 5 Répartition des crédits aux ménages résidents titrisés**

(en %)

**a) Au 30 juin 2012 (encours total : 134,4 milliards d'euros)**

**b) Au 30 juin 2013 (encours total : 127,6 milliards d'euros)**



Source : Banque de France

Les titrisations réalisées en France contribuent ainsi principalement au refinancement de créances sur les ménages et les sociétés non financières résidents.

l'escompte et à l'affacturage en cédant leurs créances commerciales à des véhicules de titrisation.

**2 | 1 Les ménages premiers bénéficiaires des crédits titrisés**

L'encours des créances commerciales ainsi cédées par les SNF est passé de 11,2 milliards d'euros au 30 juin 2012 à 12,3 milliards d'euros fin 2012, avant de revenir à 10,9 milliards d'euros au 30 juin 2013.

Les crédits accordés à des ménages résidents représentent, au 30 juin 2013, 59,2 % du total de l'actif des véhicules de titrisation de droit français et 75,4 % des crédits cédés par les IFM.

Pour se refinancer, les PME ont de plus en plus recours à des montages de type « *collateralized debt obligations* – CLO » qui regroupent en pools la titrisation de créances de plusieurs entreprises et permettent ainsi à celles-ci de bénéficier d'économies d'échelle <sup>12</sup>. Les montages CLO sont passés de 0,5 milliard d'euros à fin 2009 à 5 milliards d'euros au 30 juin 2013.

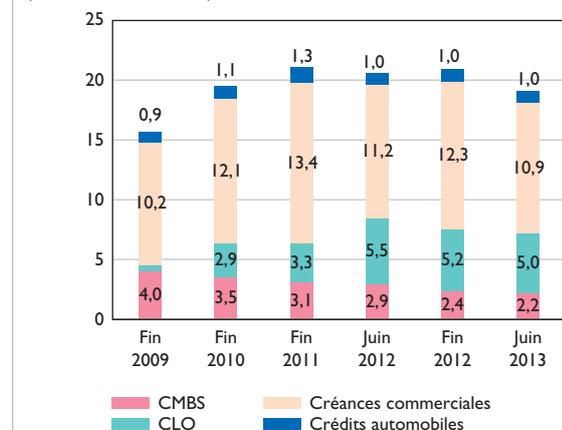
L'encours des crédits aux ménages titrisés a légèrement baissé entre juin 2012 et juin 2013, passant de 134,4 milliards d'euros à 127,6 milliards d'euros. Cette baisse reflète principalement le remboursement de certains montages créés au second semestre 2011 à des fins de refinancement bancaire dans le contexte du resserrement des conditions de liquidité du marché constaté à cette période.

En revanche, on observe une hausse des crédits à la consommation titrisés, passés de 7,1 milliards d'euros fin juin 2012 à 10,8 milliards d'euros fin juin 2013, soit 8,5 % du total des crédits aux ménages titrisés.

**2 | 2 Les SNF résidentes refinancent également leurs créances via la titrisation**

**Graphique 6 Financement des SNF résidentes par classe d'actifs titrisés**

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Les sociétés non financières (SNF) utilisent la titrisation comme source de refinancement complémentaire à

<sup>12</sup> Le montant des créances à titriser doit être relativement important pour amortir les coûts liés à la titrisation. Les petites et moyennes entreprises (PME) utilisent de ce fait davantage l'escompte ou l'affacturage par rapport à la titrisation.

## ENCADRÉ 2

## Les fonds de prêts directs à l'économie

La réforme du Code des assurances du 2 août 2013 a élargi la liste des actifs dans lesquels les entreprises d'assurance peuvent investir en représentation de leurs provisions techniques en introduisant un nouveau type de fonds de titrisation : les fonds de prêts à l'économie. Ils remplacent les fonds communs de titrisation partenariat public-privé (FCT-PPP) introduits par le décret n° 2011-1418 du 31 octobre 2011 modifiant les règles de représentation des engagements réglementés des organismes d'assurance.

Les actifs dans lesquels ces fonds de titrisation peuvent investir sont précisés à l'article R332-14-2 du Code des assurances. Ils incluent les titres de créance sur le secteur public ou privé des États membres de l'union européenne avec une échéance d'au moins deux ans.

Le passif des fonds de prêts à l'économie peut être composé d'obligations, de parts ou d'actions, émises en euros dès lors que, le risque de crédit associé à la détention de ces titres n'est pas subdivisé en tranches.

Les premiers fonds de prêts à l'économie (Fonds Novo) ont un actif global de 1,015 milliard d'euros composé d'obligations à taux fixe (4 % à 6 % aux conditions de marché d'aujourd'hui), sur des durées de 5 à 7 ans, remboursables in fine. Des critères de diversification imposent que le portefeuille ne peut être investi à plus de 10 % dans une même entreprise et à plus de 20 % dans un même secteur d'activité. La durée d'investissement doit s'étaler sur deux ans avec une durée de vie pour les fonds fixée à dix ans.

## 2 | 3 Refinancement bancaire et portefeuille de prêts titrisés

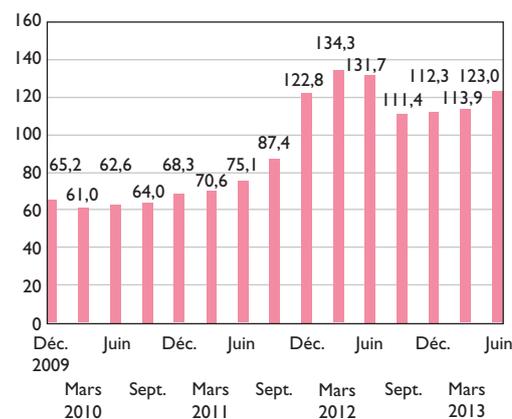
L'objectif poursuivi par le secteur bancaire à travers la réalisation d'opérations de titrisation a évolué au cours du temps. Dans le cadre prudentiel de Bâle I, l'arbitrage réglementaire constituait la principale motivation des banques : les exigences du ratio Cooke ont alors conduit un certain nombre d'établissements de crédit à s'efforcer d'alléger leur bilan en se défaisant d'une partie de leurs crédits. Avec le cadre prudentiel de Bâle II, la mise en place du ratio McDonough<sup>13</sup> a durci les règles prudentielles encadrant la titrisation des prêts bancaires.

La titrisation a, dès lors, été davantage utilisée par les établissements de crédit comme une source de refinancement. À cet égard, suite aux dernières crises financières, de nouveaux montages ont vu le jour, privilégiant la cession d'actifs de grande qualité en contrepartie de l'émission de titres éligibles pouvant servir de garantie dans le cadre d'opérations de refinancement auprès de l'Eurosysteme. Les titres

éligibles émis par le véhicule de titrisation sont souvent souscrits par la banque cédante (« titrisation retenue ») à cette fin de refinancement. De fait, l'enveloppe des titres éligibles émis par les véhicules de titrisation de droit français a quasiment doublé,

Graphique 7 Encours des titres éligibles émis par les véhicules de titrisation

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

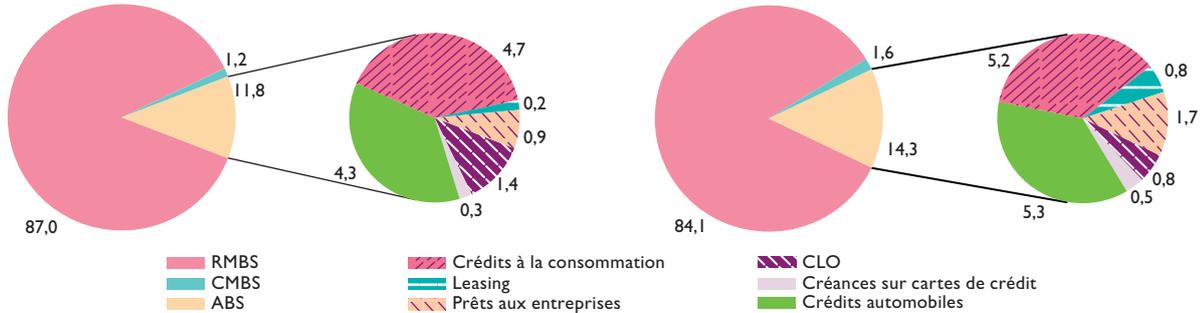
<sup>13</sup> Le ratio McDonough est défini dans la directive 2006/48/CE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice et dans la directive 2006/49/CE sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (l'ensemble formant la directive adéquation des fonds propres transposés dans le droit européen les recommandations du second accord de Bâle). La transposition en droit national a été réalisée par l'ordonnance du 19 avril 2007.

**Graphiques 8 Répartition par type d'émission des titres éligibles**

(en %)

**a) Au 30 juin 2012 (encours total : 131,7 milliards d'euros)**

**b) Au 30 juin 2013 (encours total : 126,4 milliards d'euros)**



Source : Banque de France

passant de 65 milliards d'euros en décembre 2009 à 123 milliards d'euros à fin juin 2013.

La baisse des titres éligibles entre juin 2012 et septembre 2012 résulte des remboursements d'opérations de refinancement bénéficiant toutes d'une notation AAA<sup>14</sup>, garanties par des RMBS. La part

de ces derniers a ainsi diminué, passant de 87 % du total des titres éligibles fin juin 2012 (131,7 milliards d'euros) à 84,1 % en juin 2013 (126,4 milliards d'euros). En contrepartie, les ABS éligibles ont vu leur part augmenter dans l'enveloppe des titres éligibles de 11,8 % (15,5 milliards d'euros) à 14,3 % (18 milliards d'euros).

**ENCADRÉ 3**

**La titrisation sous le régime actuel de Bâle 2.5**

La crise des subprimes déclenchée en 2007 a amené à réviser en profondeur le cadre des opérations de titrisation de Bâle II. Le comité de Bâle a ainsi adopté en juillet 2009 une série de mesures spécifiques, contenues dans le document « Enhancements to the Basel II framework » formant avec « Revisions to the Basel II market risk framework<sup>1</sup> » le cadre Bâle 2.5 entré en vigueur le 31 décembre 2011.

Les nouvelles mesures imposent notamment :

- un taux de rétention de 5% des actifs titrisés par les banques originatrices pour les titrisations ayant lieu après le 1<sup>er</sup> janvier 2011 et pour toutes les titrisations, y compris celles lancées avant 2011, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2015;
- une pondération à hauteur de 1 250% (déduction totale des fonds propres) sur les titrisations garanties (rehaussement de crédit) et sur les lignes de liquidité;
- des coefficients de pondération plus élevés sur les produits « retitrisés<sup>2</sup> ».

<sup>1</sup> Ce nouveau cadre réglementaire a été transposé dans le droit européen à travers les directives CRD 2 et CRD 3 avec certains ajouts par rapport aux préconisations du comité de Bâle comme le taux de rétention de 5% pour les titrisations.  
<sup>2</sup> On dénomme retitrisation une opération de titrisation dans laquelle l'actif titrisé est composé, au moins en partie, du produit d'une titrisation. Cela correspond en pratique à la titrisation par un véhicule de titrisation de titres émis par un autre véhicule de titrisation.

<sup>14</sup> Depuis le 1<sup>er</sup> mars 2009, la notation minimale exigée à l'émission pour qu'un titre soit éligible au refinancement de la BCE est passée d'un niveau « simple A » à un niveau AAA. De plus pour rester éligible, la notation du titre doit être maintenue au dessus de la note A. Par ailleurs, les titres éligibles émis par un véhicule de titrisation subissent une décote automatique de 16%.

### 3| La titrisation : un instrument de diversification pour les investisseurs

#### 3|1 Les titres émis par les véhicules de titrisation et leur placement

Au 30 juin 2013, le passif des véhicules de titrisation est principalement constitué de titres de créances (92 %) tandis que le solde (8 %) se compose de dépôts et divers autres produits financiers, répartition qui a peu changé depuis fin 2009. Les émissions effectuées sont principalement à long terme (79,5 %) contre 12,5 % de titres à court terme (moins d'un an).

Les titres émis par les véhicules de titrisation peuvent intéresser différentes catégories d'investisseurs ayant des objectifs de placements variés, qu'il s'agisse d'investisseurs professionnels (placements privés) ou non professionnels (offres publiques<sup>15</sup>). Le placement privé s'adresse aux fournisseurs de service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ou à des investisseurs qualifiés, parfois regroupés dans des cercles restreints

d'investisseurs, sous réserve qu'ils agissent pour leur compte propre.

L'encours des placements privés est demeuré à peu près constant, s'établissant en moyenne à 45 milliards d'euros jusqu'en septembre 2012, puis s'est progressivement élevé jusqu'à 53 milliards d'euros à la fin juin 2013. Les placements publics ont crû jusqu'à toucher un plus haut au mois de mars 2012 avec 159 milliards d'euros pour revenir ensuite à 146 milliards d'euros au 30 juin 2013.

Le secteur bancaire résident détient une part prépondérante des titres publics émis par les véhicules de titrisation (83,5 % à fin juin 2013, contre 86,5 % un an plutôt), la part des autres secteurs résidents s'amenuisant (1,3 %, contre 4,3 % un an plutôt). La part du secteur non résident a en revanche augmenté s'élevant à 15,1 % fin juin 2013 contre 9,2 % en juin 2012.

#### 3|2 L'accès des investisseurs à de nouvelles classes de risques

La technique de la titrisation a aujourd'hui acquis une grande souplesse et offre aux investisseurs des expositions à des classes d'actifs très variées allant bien au-delà de la titrisation traditionnelle des crédits bancaires. Ces possibilités demeurent toutefois peu utilisées en France, notamment la titrisation synthétique qui permet une exposition au risque de crédit sans transfert des créances. L'élargissement de la titrisation à d'autres secteurs que le secteur bancaire ou celui des sociétés non financières permet également d'obtenir une exposition à des risques tels que le risque d'assurance qui présente l'intérêt, pour les investisseurs, d'être décorrélié des risques associés aux instruments traditionnels de placement.

En France, l'ordonnance du 13 juin 2008 a ouvert la possibilité pour les véhicules de titrisation d'émettre des titres donnant accès à une exposition au risque d'assurance. Au 30 juin 2013, la titrisation du risque d'assurance représentait un encours de 1 milliard d'euros.

Graphique 9 Encours émis par les véhicules de titrisation par type de placement

(en milliards d'euros)

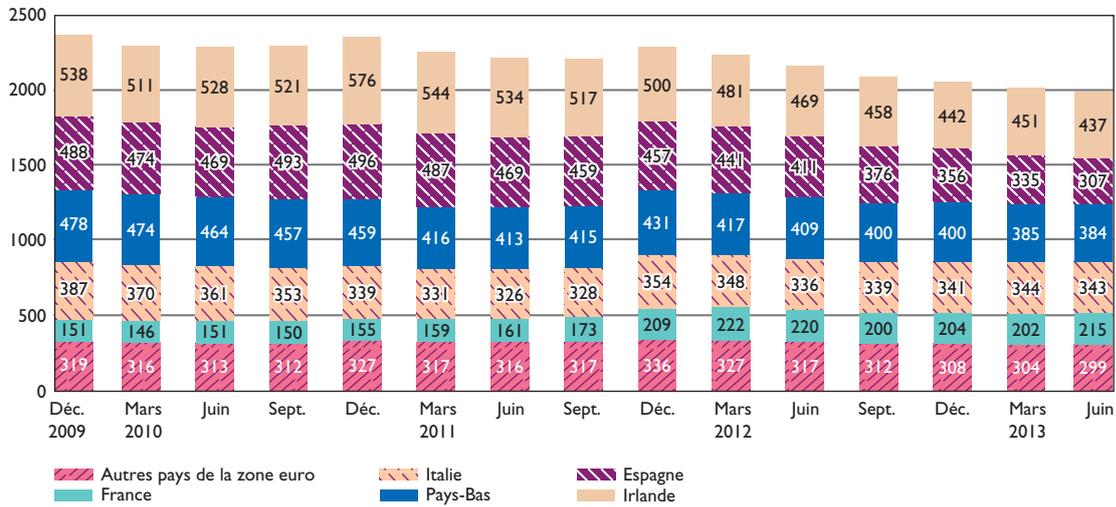


Source : Banque de France

15 L'offre publique est définie dans le Code monétaire et financier (article L.411-1) comme « une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ».

Graphique 10 Total de bilan des véhicules de titrisation au sein de la zone euro

(en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne

#### 4| La France : une part modeste du marché européen de la titrisation

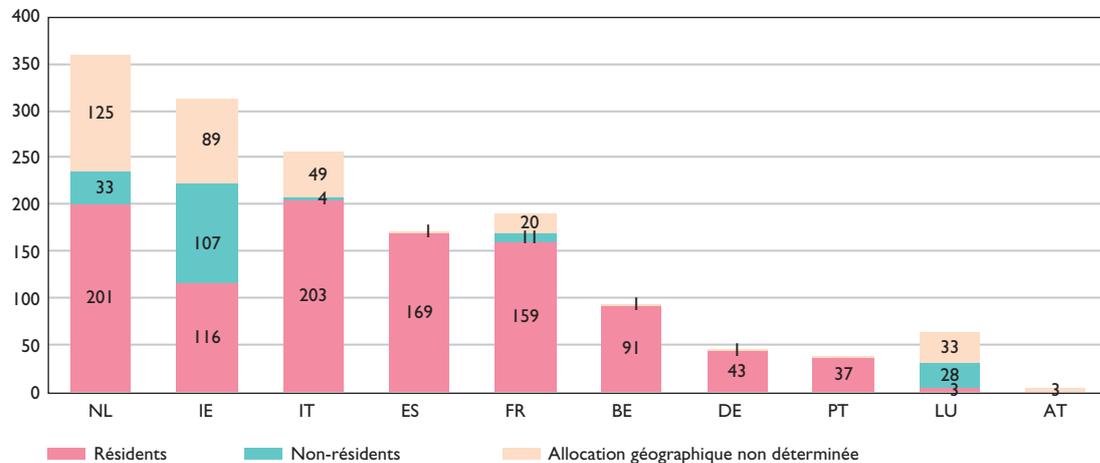
Au 30 juin 2013, la France se classe au cinquième rang parmi les pays de la zone euro pour le total de bilan des véhicules de titrisation. La première place revient à l'Irlande (avec 22 %), suivie des Pays-Bas (19,3 %) et de l'Espagne (15,4 %). La part des véhicules de titrisation français s'établit mi 2013 à 10,8 %

du total de l'encours de la zone euro, en nette augmentation par rapport à fin 2009 (6,4 %). Le bilan des véhicules de titrisation a en effet crû en France alors qu'il diminuait dans les autres principaux pays ayant recours à ces instruments.

L'analyse de l'origine géographique des titres des crédits et titres de créances acquis par les véhicules de titrisation révèle que la part des opérations avec des non-résidents est beaucoup moins élevée en France (5,3 %) qu'au Luxembourg (44 %), en Irlande (34,3 %) et aux Pays-Bas (9,2 %).

Graphique 11 Contrepartie géographique des actifs (crédits et titres de créance) cédés aux véhicules de titrisation (juin 2012)

(en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne  
Calculs : Banque de France

## Glossaire

### *Assets backed securities (ABS)*

Les ABS (*assets backed securities*) (littéralement : titres adossés à des actifs) désignent tous les titres issus de la titrisation en dehors de ceux adossés à des prêts immobiliers. On dénombre, parmi les actifs sous-jacents, les prêts et le crédit-bail automobile, les créances relatives aux cartes de crédit, les prêts étudiants, les prêts aux petites entreprises, les prêts relatifs aux franchises, etc.

### *Commercial mortgage backed security (CMBS)*

Un *commercial mortgage backed security* (CMBS) désigne les titres adossés à des prêts immobiliers commerciaux (bureaux, centres commerciaux, etc.)

### *Collateralized debt obligation (CDO)*

Un *collateralized debt obligation* (CDO) est une sous-catégorie de titres adossés à des actifs ABS, correspondant à des créances sur un nombre limité d'emprunteurs, de type institutionnels (de 20 à 500) par opposition aux portefeuilles traditionnels d'ABS où le nombre de débiteurs est compris entre 500 et 100 000 (prêts hypothécaires et créances commerciales). La majorité des actifs des CDO sont générés par le système bancaire et prennent la forme d'un portefeuille d'obligations (*collateralized bond obligation*, CBO) ou de prêts commerciaux (CLO).

### **Cédant**

Le cédant d'une opération de titrisation peut être une banque ou une entreprise. Il peut, en outre, jouer le rôle d'agent pour les créances cédées. Il surveille alors l'exécution des cessions de créances, gère les fonds de trésorerie du véhicule de titrisation et vérifie que les titres cédés sont suffisants dans le cas d'une structure rechargeable. Il surveille que les procédures sont suivies pour l'obtention de la notation et fournit les informations requises par les autorités de surveillance.

### **Dépositaire**

Le dépositaire doit être un établissement de crédit établi dans un État faisant partie de l'accord sur l'Espace économique européen ou dans un État figurant sur une liste fixée par arrêté du ministre chargé de l'économie ou tout autre établissement agréé par ce ministre (art. L214-178 du *Code monétaire et financier* – CMF), chargé de la conservation de la trésorerie et des créances acquises ainsi que du contrôle de la régularité des décisions prises par la société de gestion (art. D214-229 du CMF).

### **Fonds commun de créances (FCC)**

Le Fonds commun de créances (FCC) a été institué par la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 qui a posé les premières bases juridiques des opérations de titrisation en France. En application de la directive AIFM, tous les FCC doivent être transformés en FCT d'ici le 22 juillet 2014.

### **Fonds commun de titrisation (FCT)**

Le Fonds commun de titrisation (FCT) remplace le Fonds commun de créances (FCC) (depuis l'ordonnance du 13 juin 2008). Le FCT est constitué à l'initiative de la société chargée de sa gestion et du dépositaire (article L214-181 du CMF). Le passif du fonds comporte à tout moment au moins deux parts (R214-233 CMF), le montant minimum d'une part à l'émission, défini à l'article D214-234, est fixé à 150 euros.

## Société de titrisation

La société de titrisation est constituée sous forme de société anonyme ou de société par actions simplifiée. Le montant minimum du capital social est égal à 37 000 euros (article L224-2 du *Code de commerce*). La création des sociétés de titrisation répond à la volonté de promouvoir l'utilisation internationale de ce type de véhicule, en remédiant au risque de pénalisation fiscale liée aux transferts de créances étrangères à un véhicule français. En effet, les conventions de non-double imposition ne sont applicables que si le transfert se fait à un résident fiscal disposant de la personnalité juridique.

## Obligation sécurisée

Les obligations sécurisées (*covered bonds*) sont, à l'instar des ABS, des produits financiers qui permettent la titrisation de certaines catégories de créances (essentiellement les prêts immobiliers résidentiels, les expositions sur des personnes publiques, voire les prêts à la construction navale ou aéronautique). Elles peuvent toutefois être distinguées des titres émis par les véhicules de titrisation sur deux plans :

- l'émission des obligations sécurisées est réalisée par un établissement de crédit et non par un véhicule de titrisation ;
- l'investisseur qui acquiert des obligations sécurisées a un double recours, en premier lieu sur l'établissement émetteur puis sur le portefeuille d'actifs sous-jacents, alors que le détenteur d'ABS n'a de droits que sur le portefeuille d'actifs sous-jacents.

## *Residential mortgage backed security (RMBS)*

Il s'agit de prêts immobiliers résidentiels. En France, les prêts immobiliers aux particuliers bénéficient de plus en plus d'une caution et non pas d'une hypothèque (comme le laisserait supposer le terme anglais « mortgage »). L'enquête annuelle sur le financement de l'habitat de l'ACP évalue en 2012 à 52,9 % de l'encours des prêts à l'habitat ayant fait l'objet d'un cautionnement par une banque ou une société d'assurance, contre 33,6 % pour ceux dont la garantie est constituée par une hypothèque ou un privilège de prêteurs de deniers (PPD).

## Société de gestion

La société de gestion intervenant dans un montage de titrisation doit être une société de gestion de portefeuille relevant de l'article L532-9 du CMF. Elle doit en outre être, sauf dérogation prévue à l'article R214-226, habilitée à cet effet par l'AMF (art. L214-177 du CMF).