

LA TITRISATION : L'INNOVATION FINANCIERE ENTRE OPPORTUNITES ET RISQUES

Dr . Benlakehal Nawel
Centre universitaire de Tipasa .Algérie
nawel.benlakehal@yahoo.fr

Résumé

La mise en œuvre de l'Accord d'association constituait pour l'Algérie une étape très importante dans le processus du développement socio-économique et politique. Cette étape devait permettre non seulement d'accroître et de diversifier les échanges commerciaux entre l'Algérie et l'Union européenne, mais aussi d'augmenter en volume et en valeur la production nationale exportable, en dehors des hydrocarbures. En effet, l'Algérie, doit mettre un terme à la dépendance de l'économie des hydrocarbures (pétrole, gaz) car ceci est l'un des objectifs majeurs de ce partenariat avec l'UE. Cependant, la diversification de la production locale ne peut se faire sans l'implication forte des investissements directs étrangers productifs et sans la « mise à niveau » des entreprises algériennes, afin qu'elles deviennent compétitives, notamment les petites et moyennes entreprises créatrices d'emploi pour les individus et de ressources financières (taxes et impôts) pour l'État. Aujourd'hui, l'objectif de diversification de la production semble hors d'atteinte après dix ans (2005-2015) de la mise en œuvre de l'accord d'association. Plusieurs obstacles, intérieurs et extérieurs, empêchent la réalisation de cet objectif primordiale pour l'édification d'une économie de marché.

Mots clés : Commerce extérieur, Accord d'association, Investissement, développement, Echange.

Résumé

L'innovation financière peut être perçue comme un procédé par lequel chaque organisme financier cherche à mettre en attraction son produit financier afin d'augmenter profits, réduire les risques, assurer une meilleure liquidité, répondre aisément aux contraintes prudentielles : l'innovation financière sous-tend la croissance des services financiers.

La titrisation est une technique qui est un des phénomènes les plus marquants de ces vingt dernières années dans le domaine de la finance et qui est désormais coupable de la crise financière de 2007, où « la crise des subprimes ou prêts immobiliers à risques ».

Ce papier a pour objectif d'étudier dans quelle mesure la titrisation d'actifs permet de financer l'investissement et d'approvisionner l'épargne résultant de ces investissements et de diminuer les risques et quelles sont les effets possibles sur la fragilité du système financier et de mettre en exergue l'originalité de cette technique et les dépassements de son utilisation.

Mots clés : innovation financière, titrisation, crise des subprimes

Abstract

Financial innovation can be seen as a process by which the financial organization seeks to attract a financial product by seeking to increase profits, reduce risk, ensure better liquidity, easily meet the prudential requirements: financial innovation underpins the growth of financial services.

Securitisation is a technique that is one of the most striking phenomena of the past twenty years in the field of finance and is now guilty of the financial crisis (2007) "The subprime loans or mortgage loans at risk."

This paper aims to explore to what extent the securitization of assets used to finance investment and supply of savings resulting from these investments and reduce the risks and what are the possible effects on the fragile financial system and highlight the uniqueness of this technique and the over-use.

Keywords : financial innovation, securitisation, subprime

Introduction

Trop souvent, on a tendance à n'entendre par innovation que le développement de nouvelles technologies. Or les innovations issues de la recherche et du développement ne représentent qu'une partie seulement de ce qu'englobe le terme « innovation ».

Une **innovation** se distingue d'une invention ou d'une découverte dans la mesure où elle s'inscrit dans une perspective applicative. Le manuel d'Oslo de l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) propose les définitions suivantes « On entend par innovation, la mise au point/commercialisation d'un produit plus performant dans le but de fournir au consommateur des services objectivement nouveaux ou améliorés. Par innovation technologique de procédé, on entend la mise au point/adoption de méthodes de production ou de distribution nouvelles ou notablement améliorées. Elle peut faire intervenir des changements affectant – séparément ou simultanément – les matériels, les ressources humaines ou les méthodes de travail ».

L'innovation est l'introduction d'une nouveauté commercialisable sur un marché. Par extension l'innovation désigne le résultat de cette action, la chose nouvelle. Les spécialistes de l'innovation distinguent souvent quatre types d'innovations (en référence à la définition internationale du manuel d'Oslo) :

l'innovation de produit = fabrication d'un produit nouveau

l'innovation de procédé = introduction d'une nouvelle méthode de production

l'innovation organisationnelle = forme nouvelle d'organisation de travail.

l'innovation de marketing = ouverture d'un nouveau débouché.

Pour Schumpeter, l'innovation entraîne l'évolution du capitalisme, mais celle-ci ne se fait pas de manière linéaire mais de manière heurtée et discontinue.

Les innovations surviennent par « grappes » ou « essaims » et se généralisent par diffusion, entraînant le circuit dans une évolution cyclique.

Pour Schumpeter, c'est l'irrégularité du progrès technique qui explique les irrégularités de la croissance. Des périodes à fort progrès technique succèdent à des périodes à faible progrès technique. En effet, les grappes d'innovations suscitent des anticipations de profit élevé dans les branches innovatrices, ce qui attire de nouveaux entrepreneurs sur ces marchés. Mais la généralisation de l'innovation et l'accroissement de la production dans ces branches innovantes entraînent la baisse de profit ; l'impulsion finit par s'épuiser ; les entreprises les moins solides disparaissent ; c'est la dépression.

Les innovations étant différentes (Schumpeter explique que l'on ne peut pas mettre sur le même plan l'amélioration d'une diligence et l'invention de la locomotive), elles ont des périodes d'introduction variées et leur résorption par le système ne sera pas de durée égale.

L'innovation peut se définir comme « l'introduction d'un nouveau produit sur le marché ou la production d'un produit existant, mais d'une nouvelle manière ». Cette définition peut s'appliquer aux établissements financiers comme aux entreprises industrielles. Mais la grande différence entre ces deux types d'entreprises réside dans la manière dont l'économie industrielle appréhende le rôle de la technologie. Dans les entreprises industrielles, l'introduction d'une nouvelle technologie est clairement perçue comme une innovation. Dans les établissements financiers, au contraire, le rôle de la technologie n'est pas vraiment clair, car les changements que l'on doit apporter à « la méthode de production » pour introduire un nouveau produit ne sont pas énormes : les prêts sont, globalement, toujours les mêmes avant et après l'innovation.

1- L'innovation financière :

Depuis le début des années 1970-1980, la sphère financière connaît un flot intense et continu d'innovations. Celles-ci sont la conséquence de trois changements structurels majeurs

1-1- La montée des risques

Les nouveaux risques liés à la globalisation sont de trois ordres :

- risque d'insolvabilité d'un débiteur ;
- les cours des titres, les taux de change et d'intérêt instables et très difficiles à anticiper
- risque d'illiquidité

1-2- L'essor des nouvelles technologies de l'information et des communications

Les notions de technologies de l'information et de la communication (TIC) et de nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) regroupent les

techniques utilisées dans le traitement et la transmission des informations, principalement de l'informatique, de l'internet et des télécommunications.

1-3- La libéralisation (ou déréglementation) de l'économie (de Boissieu [2009]).

En économie, la libéralisation consiste à rendre libre l'accès à une activité économique pour différents agents économiques, privés ou publics. Elle signifie la fin du monopole d'une administration ou d'une entreprise (publique ou privée) sur une activité définie par l'autorité publique.

L'innovation financière a eu comme principal objectif de faciliter le développement du crédit et réduire les risques (l'allocation des risques entre les agents économiques, et que le partage des risques améliorerait le fonctionnement du système financier). Cette gestion des risques permettraient le financement de projets à haut rendement, qui sont également des projets risqués, et en permettant aux investisseurs de mieux gérer leur portefeuille d'actifs.

Outre le partage des risques qui s'opèrent plus facilement les innovations financières contribueraient, théoriquement, à l'efficacité des marchés. Cela passe par une diminution des coûts de transaction une meilleure liquidité des marchés, des incitations à la collecte et à la diffusion d'informations.

Il existe un certain consensus aujourd'hui pour affirmer que l'innovation financière a globalement une incidence positive sur le système financier. Malgré tout, à chaque crise financière, le débat sur l'innovation financière est relancé. Et ce débat se focalise très souvent sur les bienfaits et les dangers des produits dérivés. Ce fut le cas, par exemple, en 1987 (Kleidon et Whaley [1992]) ou pour la crise asiatique (Dodd [2002] ; Ghysels et seon [2005]). Bien sûr, la crise des subprimes n'échappe pas à la règle : en cause, cette fois, les dérivés de crédit

L'innovation financière peut être perçue comme un procédé par lequel les banques ou les intermédiaires financiers, de manière régulière, cherchent à :

- Augmenter leurs profits
- réduire les risques liés à l'intermédiation financière
- contourner les contraintes imposées par les autorités financières en matière de prêts.
- Affronter la concurrence des autres intermédiaires financiers.

A ce jour, l'innovation financière peut amener un apport plus important de capitaux pour permettre de réaliser les dépenses d'investissement et peut aider à ouvrir les canaux par lesquels l'épargne peut financer les dettes souscrites pour financer les investissements.

L'un des points importants de l'innovation en matière de finance est, comme le souligne Gowland (ibid., p.98), que de telles innovations font rarement l'objet de brevets, contrairement à ce qui se passe dans l'industrie. D'après cet auteur, il existe trois raisons pouvant expliquer ce nombre relativement faible de dépôts de brevets dans le milieu de la finance :

- c'est juridiquement impossible.
- ce qui importe, c'est d'être le premier ou, du moins, d'être perçu comme étant le premier,

- ce n'est pas souhaitable pour des raisons de « réseaux ». La stratégie optimale consiste à mettre sur le marché des produits qui doivent être bientôt offerts par d'autres établissements.

L'innovation financière ne suit pas un profil d'évolution régulier, certaines périodes étant plus actives que d'autres, notamment les périodes de libéralisation financière et d'utilisation accrue des technologies de l'information dans les activités à caractère financier. C'est ce que l'on a clairement observé au cours des dernières années avec le développement rapide des **dérivés de crédit**, de la **titrisation**, des **hedge funds** et du **private banking**, qui a abouti à une situation dans laquelle la plus grande part du risque de crédit ne se présente plus sous la forme de prêts détenus jusqu'à l'échéance au bilan des banques, mais a été transféré vers des institutions financières non bancaires qui peuvent recourir à un fort effet de levier.

2 - Titrisation

On pourra présenter la titrisation comme une technique financière qui a pour objectif en particulier de transformer des crédits ,généralement à moyen ou à long terme, en produits de marché, le marché devant fournir la liquidité à ce produit c'est-à-dire la transformation des actifs peu liquides pour lesquels il n'y a pas véritablement de marché(par exemple des factures émises non soldées, ou des prêts en cours..), en transformant ces créances, par le passage à travers une société ad hoc) , en valeurs mobilières facilement négociables comme des obligations émises sur le marché des capitaux.

Chaque investisseur acquiert en quelque sorte une fraction du portefeuille d'actifs titrisés, sur la base des flux financiers futurs des actifs, qui garantissent le remboursement des obligations.

La titrisation fait partie des techniques de gestion de bilan dans la catégorie des techniques de gestion d'actif. Elle a pour objet et pour conséquence de transférer le risque du détenteur des créances aux marchés financiers. Il ne s'agit plus seulement d'une circulation des créances, mais d'une diffusion des créances. Les marchés doivent rendre liquide les actifs titrisés.

Les risques de crédit qui étaient réservés aux banques avant la déréglementation peuvent ainsi être transférés à des investisseurs qui choisissent d'être exposés à ce risque.

Une telle technique s'opère en regroupant un portefeuille (c'est-à-dire un lot) de créances de nature similaire (prêts immobiliers, prêts à la consommation, factures monothématiques, ...) que l'on cède alors à une structure ad hoc (société, fonds ou trust) qui en finance le prix d'achat en plaçant des titres auprès d'investisseurs. Les titres représentent chacun une fraction du portefeuille de créances titrisées et donnent le droit aux investisseurs de recevoir les paiements des créances sous forme d'intérêts et de remboursement de principal.

Le risque ou partie du risque transféré grâce à une titrisation synthétique.

2-1- Historique de la titrisation

Dans la seconde moitié des années 70 s'était développée l'euphorie des pétrodollars et les experts financiers considéraient qu'il y avait un problème de surliquidité.

La politique de prêt a été particulièrement ouverte et il en est résulté en fait un surendettement des pays en voie de développement. Les défauts de paiement constatés ont posé le problème de la comptabilisation des créances dans les bilans des banques américaines. C'est alors que se sont développés des techniques de transfert des actifs et d'amélioration de ces actifs dans le cadre en particulier de titrisation.

Cette technique a d'abord été utilisée par les banques pour consentir davantage de crédits. Plus tard, elle a permis aux banques de se débarrasser partiellement des mauvais risques. Elle s'est développée pour relancer le financement de l'immobilier résidentiel. Les premiers acteurs furent l'agence fédérale "Governmental National Mort-gage Association" ou "Ginnie Mae", la Federal National Mortgage Association (FNMA) ou "Fannie Mae" et la "Home Loan " ou "Freddie Mac". Ces agences fédérales (government sponsored agencies) étaient chargées de l'acquisition de créances hypothécaires auprès d'établissements ayant octroyé des crédits hypothécaires.

La titrisation a connu une expansion importante également en Europe à partir de 2000, tandis que les produits et les structures devenaient de plus en plus complexes.

L'essor qu'a connu la titrisation est du essentiellement à la confiance accordée à l'évaluation des risques faites par les agences de notation financière qui accordaient des notes très solides aux titres issus des montages, en particulier sur la base des notes qu'elles accordaient aux rehausseurs de crédit.

En effet, aux USA comme en Europe, les banques ne peuvent accorder de crédits que dans une certaine proportion de leurs propres ressources. Pour distribuer plus de crédits, les banques américaines ont donc commencé à céder des créances, pas toujours les meilleures, à les « sortir de leur bilan », ce qui mécaniquement leur redonnait des possibilités de consentir de nouvelles lignes de crédit. Au fil du temps, la technique s'est sophistiquée ; entre la banque et l'investisseur qui achète ces créances, s'est interposée une société ad hoc, qu'on appelle des termes anglais « Special Purpose Vehicle ou Company » (SPV ou SPC), et les différentes créances ont été « mélangées » à des titres de meilleure qualité servant de réserve en cas de défaillance.

Mais tout est « titrisable » : les crédits classiques, les créances commerciales, les loyers d'actifs mobiliers ou immobiliers, les royalties, à peu près tout actif ou droit dont on peut raisonnablement prévoir les flux financiers futurs.

La crise des subprimes d'août 2007 a mis en lumière certaines dérives dans l'utilisation de la titrisation des créances immobilières aux États-Unis. On a mis en cause la mauvaise qualité des créances titrisées, la mauvaise liquidité de ces titres, le travail des agences de notation ainsi que le principe même de la

titrisation qui ne permet pas toujours d'avoir une vision claire de la situation des débiteurs (eux-mêmes mal identifiés) et des risques réellement pris.

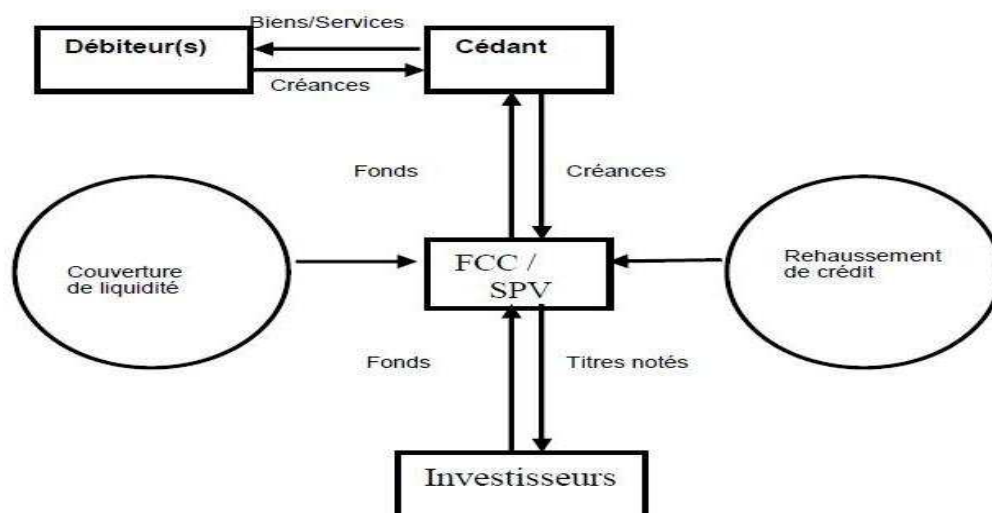
2-2 Les organismes de titrisation

Acteurs	Rôles
Cédant	Bénéficie de la création de liquidité
Servicer	Assure la gestion des créances cédées
Sponsor de l'opération	Couvre les frais de montage de l'opération
Banquier du cédant et du FCT	Teneur de comptes
Dépositaire des titres du FCT	Dépositaire des titres du FCT
Gestionnaire du FCT	Contrôle le FCT pour le compte des investisseurs
Agent payeur	Procède au paiement des coupons
Agences de notation	Délivrent le rating du montage

2-

3- Le mécanisme de la titrisation

Des actifs illiquides sont transformés en actifs liquides.



Source : R.Sobreira, Innovation financière et investissement, Revue innovations n°19, 2004,p119

La titrisation est un montage financier qui permet à une société d'améliorer la liquidité de son bilan. Techniquement, une société (le cédant ou l'initiateur) qui détient des créances ou des actifs générateurs de revenu sélectionne les titres qu'elle veut enlever de son bilan en fonction de la qualité de leurs garanties et les regroupe dans ce qu'on appelle un portefeuille de référence. Elle les vend ensuite à un véhicule ad hoc

(en France : créances à un fonds commun de créances (FCC) et en droit anglo-saxon, un special purpose vehicle (SPV)) qui en fait l'acquisition et qui assumera les risques liés, cette vente sort ces titres du bilan du cédant.

L'émetteur finance l'acquisition des actifs regroupés en mettant sur le marché des parts ayant le statut de valeurs mobilières (ABS) dont la valeur et le rendement sont adéquats aux risques qui sont vendues à des investisseurs sur le marché de capitaux.

Ceux-ci perçoivent des paiements à taux fixe ou flottant depuis un compte fiduciaire financé par le produit du portefeuille de référence.

Dans la plupart des cas l'initiateur assure le service « servicer » des prêts du portefeuille, collecte les paiements des emprunteurs initiaux et les transmet au « trustee » qui agit pour le compte des investisseurs et joue le rôle du surveillant des performances des autres parties impliquées dans la transaction y compris le « servicer ».

Selon une formule récente, le portefeuille de référence est divisé en plusieurs tranches, dont chacune comporte un niveau de risque différent et est vendue séparément. Le retour sur investissement (remboursement du principal et des intérêts) et les pertes sont répartis entre les diverses tranches selon leur rang. Par exemple, la tranche la moins risquée a la première créance sur le revenu produit par les actifs sous-jacents, et la plus risquée a la dernière créance. La structure classique de titrisation a trois paliers : junior, mezzanine et senior.

Initialement cette technique a été utilisée par les établissements de crédit dans le but de refinancer une partie de leurs encours c'est-à-dire transformé en titres négociables des prêts à la clientèle. Actuellement, les spécialistes proposent à certains grands groupes industriels de titriser des créances commerciales de façon récurrente, de titriser des immeubles d'exploitation, stocks... en bref de rendre liquide presque tout le bilan.

Cette opération est accompagnée du recours à diverses techniques destinées à assurer la valorisation sur le marché secondaire, avec un recours massif à des techniques qualifiées de rehaussement de crédit, assurance monoligne ou CDS en particulier, et l'utilisation de la notation.

3 - Les opportunités de la titrisation

Economie	Outil stratégique	Outil de gestion de bilan
- Coût de financement inférieur à ceux sous sa propre signature - Diversifie les sources de financement par le recours à un nouveau marché	- Participation à la communication institutionnelle et à l'image du groupe - Visibilité sur les marchés de capitaux - Démonstration aux agences de notation de la capacité à accéder à une source alternative de liquidité - Eligibilité BCE	- Rendre liquide des actifs illiquides - Libère du capital réglementaire et permet donc une meilleure allocation des ressources - Extension de la maturité des financements - Réduction de l'endettement du groupe donc amélioration des ratios de solvabilité et de liquidité - Dilution des risques financiers dans le marché en les dispersant sur une base plus large d'investisseurs

On pourra donc aborder la titrisation en résumé son concept selon les points suivants :

- ✓ Source de financement capables d'identifier aux bilan des actifs de quantité suffisante.
- ✓ appel à des agences de notation pour une meilleure valorisation des risques
- ✓ possibilité d'émettre différentes tranches de titres selon le niveau de risque
- ✓ L'émission d'une tranche d'equity permet notamment d'absorber l'essentiel du risque associé au sous jacent et donc d'améliorer significativement la note des autres tranches.
- ✓ permet de réduire la consommation de fonds propres et d'améliorer la structure du bilan.
- ✓ permet Pour les banques, d'alléger les obligations en terme de ratio de solvabilité.

4- LES ENJEUX ET RISQUES DE LA TITRISATION

Comme on a montré dans les opportunités de la titrisation qui a une fonction de financement de l'économie à qui elle permet d'assurer la fluidité nécessaire pour associer besoins de fonds et disponibilités, elle revient à prendre une matière première et à la transformer en instrument librement et facilement cessible mais cela ne s'arrête pas là car rien n'empêche de prendre pour matière première des crédits de mauvaise qualité ou la partie la plus risquée de certains ensembles de prêts. Rien n'empêche de prendre les actifs titrisés et de les titriser une autre fois et rien n'empêche de mettre ces titrisations risquées ou ces titrisations de titrisation dans des fonds qui cherchent sans cesse une marge accrue même s'il faut détourner le regard pour ne pas appréhender le risque encouru.

Les investisseurs peuvent donc investir dans ces fonds (qui sont des fonds de fonds) sans pour autant se soucier d'examiner les actifs sous jacents, ils sont plus ravis d'obtenir un peu plus que la rémunération sans risque.

Autre chose qui marque une défaillance d'utilisation de la titrisation est la notation qui en réalité n'est pas un critère suffisant. Une notation n'est qu'une opinion et c'est une « opinion statique » : s'il y'a une probabilité de défaillance de 1 sur mille cela veut dire qu'un titre parmi mille perdra sa valeur et non pas que chaque titre perdra un millième de sa valeur.

Conclusion

L'innovation financière à l'instar des autres formes d'innovations s'intéresse généralement à l'augmentation des profits et la réduction des risques et des coûts.

La titrisation est une création relevant de l'innovation financière et de la gestion de bilan. Elle a pour but de sortir du bilan des actifs de son patrimoine comportant un risque en les cédants sous forme de valeurs mobilières dans un but de financement et/ou transfert de risque.

Elle représente une source de financement: accès facile au crédit, des taux d'intérêt plus bas, une meilleure gestion des risques, une meilleure gestion des actifs et des passifs, un accès facilité au marché financier.

Mais elle a beaucoup changé pendant la dernière décennie et même pris d'autres dimensions car elle n'est plus liée à des actifs traditionnels assortis de conditions spécifiques comme les hypothèques, les prêts bancaires ou les prêts à la consommation.

Les progrès de la modélisation et de la quantification du risque, ainsi que la multiplication des données disponibles, ont encouragé les émetteurs à utiliser une gamme plus large de types d'actifs, y compris les prêts gagés sur biens immobiliers, les créances sur baux financiers et les prêts aux PME.

Bibliographie

- AGLIETTA.M, La globalisation financière, La découverte ,1999
 AMF, La notation en matière de titrisation, publication 2006
 DEGUERRY.C, La fiche thématique du capital investissement, AFFI ? 2007
Finance et Stratégies : Le crédit bureau: premier bilan , juin 2010
 GUNTHER.C, Les marchés dérivés sont ils dangereux ?, Revue économique, 2009, p 157-171
 JOBST.A, Qu'est ce que la titrisation ?, finance et développement, 2008
 LANDAU.J-P, Réflexions sur la titrisation et les turbulences financières, Forum financier USA,2007
 Le Renouveau , Finances crédit bureau : N.BOKRI, 15/01/2011
 MATTHEUS.J, La crise financière expliquée par l'innovation financière, Pôle Services Financiers, Sia Conseil, 2009
 MISTRAL.J, La fuite en avant dans l'endettement sous l'administration BUSH, Revue d'histoire, 2008, p 75-88
 NOYER.C, Innovation financière, politique monétaire et stabilité financière, Conférence de printemps (Banque de France / Deutsche Bundesbank), 27-28 avril 2007
 SABAH Gregory, La titrisation, AFIC 2007
 SEVERINO.J-M, L'innovation financière: mieux aider les pays en développement, Les Echos, 2/3/2010 p-13
 SOBREIRA.R, Innovation financière et investissement, Revue innovations n°19, 2004, p 115-129
 WEISS.R, Le nécessaire retour du bon sens, de la clarté et du discernement, Communiqué GTI