

La titrisation

La titrisation est un mécanisme qui permet de transformer des actifs peu liquides (difficiles à vendre), le plus souvent des crédits bancaires, en titres financiers négociables. Les remboursements de ces crédits servent ensuite au paiement des titres émis. Elle repose notamment sur le « tranchage » du risque de crédit, qui consiste à créer plusieurs catégories de titres, chacune avec son propre niveau de risque et de rendement. Ainsi, différents profils d'investissement peuvent être proposés aux investisseurs selon leur tolérance au risque. La titrisation implique que le risque de crédit soit effectivement transféré et que les paiements des investisseurs dépendent de la performance des crédits sous-jacents.

POURQUOI EN PARLE-T-ON ?

Apparue dès les années 1970 aux États-Unis, la titrisation est, au départ, peu réglementée. Elle soulève donc des problématiques de transparence, de traçabilité et est ainsi souvent perçue comme un moyen pour les banques de contourner la réglementation ou d'être moins vigilantes lors de l'octroi de crédits.

La titrisation a particulièrement été pointée du doigt lors de la [crise de 2008](#) : dans les années 2000, des banques américaines ont accordé des crédits immobiliers à des personnes financièrement fragiles, c'est-à-dire exposées aux risques de perte de revenus, tout en prenant une hypothèque sur le logement financé. Ces crédits, plus risqués, étaient qualifiés de « *subprimes* » et apparaissaient dans le bilan de ces banques. Celles-ci ont pu céder ces prêts via des opérations de titrisation dont le rendement a attiré des investisseurs institutionnels internationaux. Ces encours risqués se sont retrouvés, via les

mécanismes de titrisation, dilués dans le système financier mondial, ceci concourant à perdre leur trace. C'est à cause de l'opacité concernant le risque réel de ces titres ainsi que le porteur final de celui-ci, que la défiance s'est répandue après l'éclatement de la [bulle spéculative](#) immobilière américaine. Lorsque les emprunteurs de départ ont commencé à se retrouver en situation de défaut de paiement, les détenteurs des titres représentatifs de ces dettes n'ont pu être remboursés, mettant ainsi en difficulté de nombreuses institutions financières qui les avaient achetés. Pourtant, à condition d'être correctement réglementée, la titrisation a des avantages pour l'économie dans son ensemble : en vendant des encours de crédit qui sortent de leur bilan, les banques retrouvent des marges de manœuvre pour consentir de nouveaux crédits aux entreprises ou aux ménages en allégeant leurs besoins en fonds propres. En effet, les règles de solvabilité qui s'appliquent aux banques imposent à celles-ci de disposer des fonds propres proportionnels à leurs encours de crédit. La titrisation permet ainsi indirectement de soutenir la croissance économique.

Ces dernières années, l'encadrement du marché de la titrisation s'est développé, comme, par exemple, en Europe avec une nouvelle réglementation introduisant, entre autres, le label STS, qui identifie les titrisations « Simples, Transparentes et Standardisées ». Plus récemment, le règlement européen « Quick Fix Covid » est venu élargir le cadre STS aux titrisations synthétiques. Dans ce type d'opération, il n'y a pas de transfert d'actifs : seul le risque de crédit est cédé, généralement via des dérivés, et les actifs sous-jacents restent inscrits au bilan de l'organisme qui les a émis (l'initiateur). Cette évolution réglementaire est particulièrement importante pour le marché

européen, car les titrisations synthétiques représentent un segment non négligeable de la titrisation en UE.

COMMENT CELA FONCTIONNE ?

La titrisation classique (parfois nommée *cash*, ou *true-sale*) est une opération complexe qui fait intervenir différents acteurs, parmi lesquels :

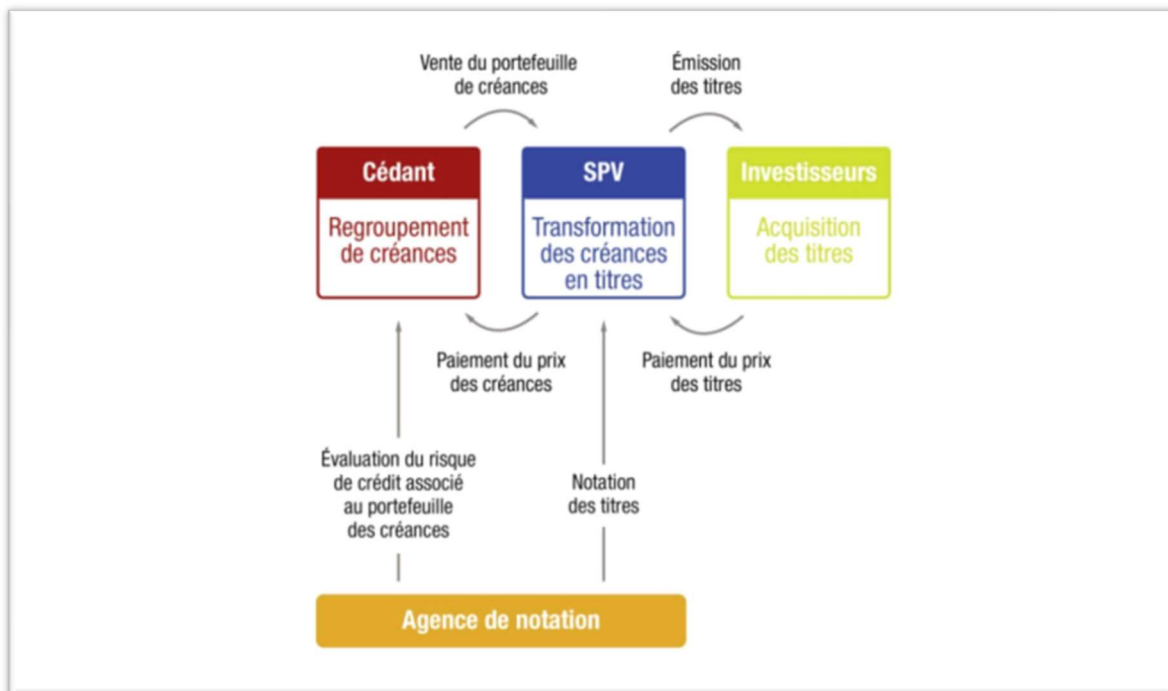
- Le **cédant** (ou originateur) : c'est l'organisme, typiquement une banque, qui est à l'origine des créances cédées.
- Le **Special Purpose Vehicle (SPV)**, ou « véhicule ad hoc », est une structure dédiée (organisme de titrisation) qui achète les actifs peu liquides (créances) pour les transformer en actifs liquides (titres). Grâce à cette transformation, les titres peuvent ensuite être négociés sur un marché et placés auprès d'investisseurs. Le SPV regroupe les créances et peut « découper » les titres en différentes tranches plus ou moins risquées, permettant ainsi de proposer aux investisseurs divers profils de risque et de rendement.
- Les **investisseurs** peuvent être des banques, des sociétés d'assurance ou des organismes de placement ([hedge funds](#), fonds de pension etc.).
- Une **agence de notation** externe évalue le risque lié aux créances cédées, et attribue une note aux différentes tranches émises.

Si les créances sont des prêts immobiliers résidentiels, les titres émis sont des titres adossés à des créances hypothécaires, ou *residential mortgage backed securities* (RMBS). S'il s'agit d'autres types de créances (crédits automobiles, à la consommation ou aux entreprises, crédits-bails...), les titres sont regroupés sous l'appellation titres adossés à des actifs, ou *asset backed securities* (ABS).

LE RECOURS CONTRASTÉ À LA TITRISATION ENTRE EUROPE, ÉTATS-UNIS ET ASIE

Le recours à la titrisation présente des dynamiques contrastées selon les régions du monde. Aux États-Unis et en Asie, ce mécanisme est largement utilisé, notamment pour financer les marchés immobiliers et automobiles. Aux États-Unis, la titrisation bénéficie d'un écosystème mature et dynamique. Ce processus est soutenu par des acteurs institutionnels tels que Fannie Mae et Freddie Mac, deux agences gouvernementales américaines qui soutiennent le marché immobilier en achetant des prêts hypothécaires aux banques (actifs peu liquides) pour les transformer en titres négociables (actifs liquides), ainsi que par un cadre réglementaire visant à rétablir la confiance après [la crise de 2008](#). En Asie, des économies comme la Chine exploitent la titrisation pour diversifier les financements et soutenir une croissance rapide. En revanche, en zone euro, la titrisation reste moins développée, freinée notamment par l'existence de canaux de financement alternatifs (obligations garanties), une réglementation globalement complexe, une fragmentation des marchés financiers et une prédominance du financement bancaire direct.

LES PRINCIPAUX ACTEURS D'UNE OPERATION DE TITRISATION



Source : Titrisation | Banque de France.

LA TITRISATION EN TUNISIE : CADRE JURIDIQUE ET FONCTIONNEMENT

En Tunisie, la titrisation est régie par les articles 35 à 48 du **Code des organismes de placement collectif** promulgué par la loi n°2001-83 du 24 juillet 2001. Elle permet aux banques et institutions financières de céder des créances à un **Fonds Commun de Créances (FCC)**, en contrepartie de l'émission de parts représentatives de ces créances. Ces parts, désignent les titres émis par le FCC en contrepartie des créances qui lui ont été cédées. Elles constituent des valeurs mobilières destinées aux investisseurs.

Les créances pouvant être acquises par un FCC doivent résulter d'opérations de crédit dont la durée restante est supérieure à trois ans. Ces créances ne doivent être **ni immobilisées, ni douteuses, ni litigieuses** au sens de la réglementation bancaire en vigueur.

Le FCC est une copropriété sans personnalité morale, constituée à l'initiative conjointe d'un **gestionnaire** agréé (société anonyme spécialisée) et d'un **dépositaire** (une banque). La constitution d'un FCC est soumise à l'**agrément du Conseil du Marché Financier (CMF)**.

La couverture contre le **risque de non-recouvrement** est obligatoire et se fait par l'un des moyens suivants :

- La cession de créances en excès ;
- L'émission de parts à risque non accessibles aux particuliers ;
- Des garanties bancaires ou d'assurance irrévocables ;
- Des sûretés attachées aux créances (e.g. hypothèque, nantissement, caution bancaire ou caution personnelle apportée par un tiers).

Le **prospectus d'émission**, visé par le CMF, doit être accompagné d'une **notation indépendante** des créances à acquérir et des parts émises, assurée par un organisme spécialisé inscrit sur une liste fixée par

arrêté du Ministre des finances après avis du CMF. Cet organisme assure aussi un suivi régulier de la qualité du portefeuille et ses conclusions doivent être régulièrement rendues publiques.

Le FCC ne peut ni emprunter, ni acquérir de nouvelles créances après émission, ni faire de démarchage commercial. Les créances ne peuvent être revendues sauf dans le cadre d'une liquidation, lorsque l'actif résiduel est inférieur à 10% du montant initial de l'émission. De même, le FCC ne peut pas nantir les créances qu'il détient.

Le recouvrement des créances est généralement assuré par l'établissement cédant, sauf délégation explicite à une autre banque.

Le gestionnaire du FCC établit un inventaire semestriel sous contrôle du dépositaire et d'un commissaire aux comptes, garant de la transparence.

Enfin, des règles strictes encadrent la gouvernance des entités impliquées : toute condamnation judiciaire d'un dirigeant du gestionnaire ou du dépositaire d'un FCC entraîne sa révocation automatique, avec possibilité de désignation judiciaire d'un administrateur provisoire.

UN RECOURS LIMITÉ À LA TITRISATION EN TUNISIE

L'expérience de la titrisation en Tunisie demeure limitée et n'a pas connu un développement significatif. Le marché des créances titrisées s'est réduit à deux FCC, à savoir « FCC BIAT CREDIMMO 1 » et « FCC BIAT CREDIMMO 2 », constitués respectivement en 2006 et 2007 pour un montant de 50 millions de dinars chacun.

En 2017, la société de gestion de ces fonds a opté pour le passage de l'amortissement normal à l'amortissement accéléré des parts, à la suite du dépassement du seuil réglementaire de 7% du ratio de perte nette. Depuis lors, les parts prioritaires ont été totalement amorties, le remboursement des parts

subordonnées a été finalisé en 2019 et seules subsistent des parts résiduelles.

À la suite de l'extinction des dernières créances inscrites à l'actif des deux fonds, le conseil d'administration de la société de gestion a décidé d'entamer la liquidation par anticipation desdits fonds. Le Conseil du Marché financier a ainsi accordé son agrément à ladite liquidation le 12 novembre 2024.

POUR ALLER PLUS LOIN

- [La titrisation](#), La finance pour tous 2024
- [La stabilité financière](#), fiche et vidéo ABC de l'économie, Banque de France
- [Propagation de la crise de 2008](#), La finance pour tous
- [D'une Union des marchés de capitaux à une véritable](#) Union pour le financement de la transition, Banque de France