



Rapport sur la titrisation et le financement des ETI et larges PME

Remis le 27 avril 2015 à la Commission européenne¹

17 propositions

Auteurs : Yann Coatanlem, Brigitte Gambini, Daphné Héant, Sophie Vermeille

New York, le 24 avril 2015

www.clubpraxis.com

@ClubPraxis 

¹ à Jonathan Faull, *Directeur Général de la Commission européenne pour la Stabilité financière, les Services financiers et l'Union des marchés de capitaux* ; Nathalie de Basaldua, *Directrice adjointe du cabinet de Jonathan Hill, Commissaire aux Services financiers* ; Miguel Gil Tetre, *cabinet de Jyrki Katainen, Commissaire aux Affaires économiques et monétaires*.

Les auteurs

Yann Coatanlem est président du *Club Praxis* et directeur de la recherche dans une banque d'investissement

Brigitte Gambini est partner au cabinet Gambini International Law Office et référente du Barreau de Paris à New York

Daphné Héant est investisseur en crédit titrisé

Sophie Vermeille est présidente du think tank *Droit et Croissance*, avocate au cabinet DLA Piper, chercheur au Laboratoire d'économie du droit de Paris 2 Panthéon – Assas et chargée d'enseignement à Paris II

Remerciements

Nous tenons à remercier sincèrement les personnes suivantes pour leurs conseils ou leurs remarques : Arnaud de Bresson, Henri de Castries, Laurent Clerc, Raphael Douady, Xavier Gabaix, Jean-Claude Gruffat, Augustin Landier, Jacques de Larosière, Antonio de Lecea, Anne Le Lorier, Edouard de Lencquesaing, Emmanuelle Nasse-Bridier, Frank-Adrien Papon, François Rivasseau, Jean-François Serval et Georges Ugeux.

Sommaire

En résumé	4
Introduction	4
1. La titrisation	5
2. Le cas particulier des CLO, moyens de financement des moyennes entreprises	6
3. La régulation après la crise de 2008	7
4. La titrisation des crédits aux PME	11
5. Vers un accroissement de la standardisation et de la transparence du marché de la titrisation.....	12
6. Le traitement de la titrisation dans la régulation Bâle III et Solvency II	14
7. La dimension européenne.....	14

En résumé

Le Club Praxis présente 17 propositions susceptibles d'améliorer le financement des ETI et grosses PME françaises et européennes. Elles s'articulent autour de plusieurs pôles : l'alignement d'intérêt entre émetteurs et investisseurs, l'accroissement nécessaire de la transparence des procédures d'investissement et de l'information disponible aux investisseurs, l'émergence d'un marché pan-européen de la titrisation, et la convergence du droit de la faillite dans l'Union européenne.

Introduction

Le financement des Petites et Moyennes Entreprises (PME) est d'autant plus important que ce sont elles qui majoritairement ont créé des emplois au cours des dernières années. Une étude du National Economic Council de mai 2012 estime ainsi que la contribution nette d'emplois dans les PME et Très Petites Entreprises (TPE) est de 67% aux Etats-Unis sur les 20 dernières années².

Soumises à de nombreuses règles de capital prudentiel et de liquidité, les banques ont moins d'appétit pour prêter aux entreprises, alors qu'elles sont en France en situation de quasi-monopole dans ce domaine – la situation est inversée aux Etats-Unis, où les entreprises font très majoritairement appel aux marchés pour se financer³.

Face à cette situation, la titrisation, essentiellement le transfert de risque de crédit vers les marchés financiers, peut paraître attractive. Notons qu'en France 8,4% du total des prêts accordés au secteur privé provient des crédits titrisés (presque entièrement immobiliers)⁴. Cependant les volumes de titrisation dans l'Union européenne ont chuté à 216 milliards en 2014, alors qu'ils étaient de 594 milliards d'euros en 2007. Cette baisse abrupte est due à l'effondrement de la qualité de nombreux produits de titrisation pendant la crise financière de 2008 qui a entraîné la perte de confiance des investisseurs. Dans le même temps, certains produits ont plutôt bien résisté à la crise, suggérant que la qualité des actifs sous-jacents, la transparence des procédures d'investissement et notamment une bonne appréhension des risques par les investisseurs, ainsi que la standardisation des produits peuvent raisonnablement relancer une industrie susceptible de bénéficier à l'ensemble de l'économie.

Sans être une panacée, la revitalisation de la titrisation, sous une forme qui tire les leçons de la crise, peut représenter un facteur de hausse de l'offre de crédit pour certains secteurs de l'économie européenne, et libérer des ressources pour d'autres formes de financements dans les secteurs où la titrisation s'applique moins.

De la BCE à la Commission européenne en passant par le Comité de Bâle et l'Autorité bancaire européenne, des signaux de plus en plus encourageants sont envoyés pour raviver un marché important. Lord Hill, le Commissaire pour les services financiers, a notamment

² D'après un rapport de la Maison Blanche (National Economic Council, mai 2012)

³ Voir notamment (Europlace, mars 2014)

⁴ Contre 12,7% dans la zone euro, d'après un rapport de la Banque de France (Birouk & Darves, 2013)

déclaré en février 2015⁵ qu'un assouplissement de la réglementation, notamment des règles de rétention (c'est-à-dire l'obligation pour l'émetteur ou le gérant de conserver une partie des titres émis) était envisageable pour les titres de haute qualité. Ces évolutions sont d'autant plus positives que les premières mesures de rétention depuis 2011 ont eu la main particulièrement lourde et sans doute contribué au marasme des marchés, s'ajoutant au climat d'après crise.

Ce rapport sera remis notamment à la Commission européenne, dans le cadre de ses consultations sur la titrisation européenne⁶.

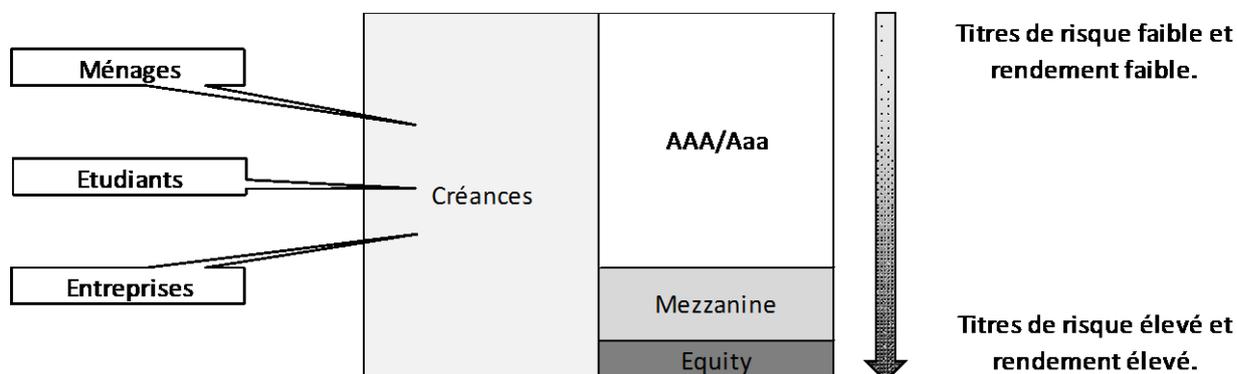
1. La titrisation

La titrisation, à l'épicentre des crises de 2007 et 2008, jouit d'une mauvaise réputation. Pourtant, ce marché de plus de dix mille milliards de dollars⁷, cible des opérations de « *quantitative easing* » de la Federal Reserve et plus récemment de la BCE, mérite un jugement plus nuancé.

La titrisation est une opération financière par laquelle des créances sont rassemblées et financées par l'émission de titres, appelées « tranches ». L'ordre de priorité de paiement et d'absorption des pertes par les tranches est contractuellement déterminé. Leur rendement est d'autant plus important que leur risque est élevé. Ces titres nouvellement émis sont évalués par les agences de notation et peuvent être achetés ou vendus sur les marchés indépendamment des créances initiales, dites sous-jacentes.

La titrisation est donc dans son essence un transfert de risque entre ceux qui octroient des prêts pour le financement des projets de particuliers ou d'entreprises, et ceux qui concentrant l'épargne, peuvent porter ce risque à plus longue échéance.

Schéma de titrisation



Cette technique financière s'applique à de nombreux domaines de crédit : les prêts immobiliers (RMBS), les crédits hypothécaires commerciaux (CMBS), les prêts étudiants ou

⁵ Financial Times, 18 février 2015

⁶ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/index_en.htm

⁷ Pour donner un ordre de grandeur, la taille du marché de titrisation est comparable à la richesse totale des ménages français.

automobiles (ABS), les leasings et financements de flotte et, ce qui nous intéresse plus particulièrement ici, les prêts aux entreprises de taille moyenne (CLO).

La qualité de livres rangés dans une bibliothèque ou en désordre reste la même, ainsi la titrisation ne transforme pas de mauvais prêts en de bons titres et réciproquement, comme l'indique la grande divergence de performance des titrisations pendant la crise.

Les investisseurs sont essentiellement institutionnels : banques, compagnies d'assurance, fonds de pension et autres fonds d'investissement. Il faut noter que depuis la crise la titrisation européenne est surtout utilisée par les banques comme sûreté réelle (« *collateral* ») leur permettant d'accéder aux liquidités des banques centrales et que seuls les titres adossés aux prêts automobiles et aux prêts immobiliers au Royaume-Uni et aux Pays-Bas sont presque entièrement placés sur le marché⁸. L'intérêt en Europe pour la titrisation comme investissement est aujourd'hui assez limité, même si on observe depuis peu un regain d'activité de la part notamment de hedge funds américains à la suite des déclarations de nombreux responsables européens.

2. Le cas particulier des CLO, moyens de financement des moyennes entreprises

Le CLO (« *Collateralized Loan Obligation* ») d'arbitrage se distingue des autres titrisations notamment par la liquidité du prêt sous-jacent, qui peut être traité sur le marché secondaire. Autant la qualité du prêt immobilier ou étudiant n'est connue en détail que de l'entité financière qui l'accorde (ce qui peut engendrer des conflits d'intérêt, voire de la fraude), autant un prêt à une entreprise est généralement souscrit indépendamment par une multitude d'investisseurs. Lorsque le gérant qui sélectionne les actifs de la titrisation ne jouit pas d'une asymétrie d'information en défaveur de l'investisseur et que ce dernier peut contrôler la valeur des actifs acquis, le risque d'aléa moral est maîtrisé. Ainsi la performance des titres immobiliers (RMBS) « *subprimes* » pendant la dernière crise fut abyssale tandis que les CLO d'arbitrage émis en 2006-2007 eurent un rendement moyen de l'ordre de 15%.

La titrisation profite à de nombreuses catégories d'acteurs économiques :

- les banques syndiquent et titrisent les prêts aux entreprises plutôt que de les conserver sur leur bilan ce qui leur laisse la capacité de financer d'autres secteurs d'activité.
- les sociétés sont financées à des taux d'intérêt avantageux par des capitaux stables pendant de longues durées (généralement entre 4 et 8 ans)⁹.
- Les investisseurs CLO accèdent à un fond diversifié, géré selon des règles prudentielles prédéfinies et choisissent une tranche qui correspond précisément à leur appétit pour le risque. Ils peuvent vendre les tranches acquises sans entraîner de

⁸ Basel Committee on Banking Supervision, *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*, December 2014.

⁹ Aujourd'hui, un gérant de CLO typique réinvestit tout remboursement de prêt d'entreprise dans de nouveaux prêts pendant les 4 premières années suivant l'émission. Le moment optimal de liquidation de la structure dépend entre autres éléments de la vitesse de remboursement des entreprises et donc de l'amortissement de la tranche AAA qui a le coût de financement le plus faible. Plus la structure s'amortit plus le coût de financement augmente jusqu'à devenir prohibitif. Avec les hypothèses de marché actuelles le moment optimal de liquidation de la structure se situe entre 0 et 4 ans après l'arrêt des investissements, soit 4-8 ans après son émission. Ces durées évoluent en fonction du marché mais elles sont généralement assez longues.

liquidation des prêts sous jacents. Enfin, ils sont protégés du risque de contrepartie de la société de gestion (les CLO sont dits «*bankruptcy remote*»).

- Les autres acteurs du marché crédit bénéficient d'une stabilité accrue des cours du crédit grâce aux mécanismes contra-cycliques des CLO.

Les éventuels problèmes de la titrisation proviennent essentiellement :

- de l'alignement imparfait d'intérêts entre les gérants de CLO et leurs investisseurs
- des coûts de titrisation
- de la mauvaise appréciation du risque par des investisseurs peu qualifiés qui se reposent sur les agences de notation
- de la liquidité des tranches, pouvant se réduire pendant les périodes de tension des marchés.

Il faut souligner que la titrisation n'est pas en opposition avec le marché obligataire mais le complète utilement : alors qu'en cas de crise les fonds d'investissement peuvent se défaire très rapidement de leurs obligations, les investisseurs en CLO se placent dans une perspective de long terme (les fonds sont «*fermés* » pendant plusieurs années), ce qui a un effet stabilisateur sur le marché obligataire. Par ailleurs les CLO ont besoin d'un marché obligataire performant qui fournit liquidité et transparence des prix sur leur sous-jacent.

On distinguera le CLO d'arbitrage, décrit précédemment dont les prêts sont achetés sur le marché obligataire, du CLO bilanciel dont les prêts sont ceux qu'une banque a octroyés et accumulés sur son bilan et qu'elle peut souhaiter financer grâce à la titrisation. Les CLO bilanciels ont beaucoup de potentiel en tant qu'outil de gestion de la liquidité des banques mais ils pâtissent comme les RMBS/ABS/CMBS de l'asymétrie d'information entre l'originateur et l'investisseur. Cette asymétrie et le manque d'homogénéité des mesures de la qualité de crédit entre banques sont des problèmes qu'il convient de reconnaître et de régler afin de ne pas se priver du moteur économique que peut représenter la titrisation.

3. La régulation après la crise de 2008

Avant 2008, au delà de frais de gestion conditionnels à la performance, les investisseurs réclamaient souvent des gérants qu'ils fassent un investissement significatif (quelques millions de dollars) dans la tranche la plus risquée de leurs CLO d'arbitrage. Cet investissement était suffisant pour garantir l'alignement d'intérêt mais assez raisonnable pour que de petits fonds de gestion soient économiquement viables.

Suite à la crise, le régulateur a souhaité corriger sur toutes les opérations de titrisation le défaut d'alignement d'intérêt entre les créateurs des structures et l'investisseur final. L'Europe a pris les devants en janvier 2011 avec l'article CRD122A de la Directive Européenne sur les Fonds Propres Réglementaires (Committee of European Banking Supervisors, décembre 2010), puis CRD4¹⁰ (mai 2013), suivie aux Etats-Unis, par la section 941¹¹ du Dodd-Frank Act (octobre 2014) en prescrivant la règle «*skin in the game rule* », c'est-à-dire un alignement d'intérêts. Les modalités d'application diffèrent mais ces lois

¹⁰ Cf. http://ec.europa.eu/finance/bank/regcapital/legislation-in-force/index_en.htm#maincontentSec1

¹¹ https://www.fdic.gov/regulations/reform/dfa_selections.html#941

contraignent les gérants ou originateurs à conserver sur leur bilan 5% du capital de la structure titrisée souscrite par des entités réglementées.

Le Comité de Bâle vient de publier un livre blanc (Basel Committee on Banking Supervision, décembre 2014) qui confirme la volonté de l'ensemble des régulateurs mondiaux d'exiger une certaine rétention de titres par les émetteurs, d'une certaine manière en contradiction avec la régulation Volcker qui prétend éliminer des banques les investissements spéculatifs sur fonds propres. A minima, nous considérons que les règles de rétention devraient être calibrées différemment pour différentes classes d'actifs sous-jacents, en veillant à ne pas décourager les acteurs de titrisations. En effet un règlement unique en matière de niveau de rétention, conduit à pénaliser excessivement les petites institutions et aurait au final pour effet de concentrer les risques dans un faible nombre de larges institutions telles que Blackstone, Babson, Prudential, etc.

La titrisation de crédit de qualité est un outil efficace de financement de l'économie. Il existe évidemment d'autres voies de financement des sociétés de taille moyenne mais si l'offre de crédit bancaire est encore restreinte en Europe, il est contreproductif de se priver d'une source alternative si performante. Formulons plutôt une régulation claire, précise et adaptée aux CLO qui ne donne pas lieu à des interprétations légales ambiguës.

Trop générale, la régulation de rétention de risque s'avère peu adaptée aux CLO et son application textuelle étoufferait considérablement ce marché aux Etats-Unis comme c'est déjà le cas en Europe. La calibration du niveau de rétention qui aligne suffisamment les émetteurs avec les investisseurs tout en leur permettant d'être économiquement viables est particulièrement sensible. Imposer une règle claire, difficilement contournable mais avec un niveau de rétention faible serait mieux que l'amas légal inextricable pour les petites entités mais vérolé de trous pour les institutions puissantes. Ensuite en fonction de la réaction du marché le régulateur pourrait moduler progressivement le taux de rétention sans changer le cadre légal pour freiner ou relancer efficacement la titrisation.

Proposition 1 : Se donner des règles de rétention propres à chaque classe d'actifs, à la fois prudentielles et compétitives. En particulier pour les CLO d'arbitrage, nous recommandons une rétention réduite à 1 ou 2%.

Pourquoi avons-nous choisi un niveau de rétention sensiblement inférieur au niveau actuellement proposé par les régulateurs ? Il n'existe évidemment pas de formule scientifique, mais nous avons considéré que les gérants de CLO d'arbitrage, typiquement de petites sociétés de gestion, émettant en moyenne entre deux et quatre CLO par an, ne pourraient survivre avec un taux de rétention de 5% (Ce taux correspond à déployer autour de 25 millions de capital propre à chaque émission). Ces sociétés de quelques dizaines d'employés, fournissent un service d'analyse de crédit mais sont peu capitalisées. Elles devront donc trouver des solutions innovantes ou être rachetées par de plus grosses plateformes qui pourront se conformer aux nouvelles règles. Le « *too big to fail* », origine de la pression régulatrice, engendre ironiquement un « *too small to survive regulation* ».

Les solutions de survie disponibles des petites sociétés de gestion se résument à s'endetter pour financer l'investissement de 5% (avec tous les risques d'un endettement de court terme soumis aux appels de marge) ou créer des fonds affiliés capitalisés par des investisseurs externes (ce qui les soumet au risque de contrepartie du gérant, les empêche de vendre leurs titres et ne satisfait pas en outre l'esprit de la loi). Ces solutions augmentent le risque systémique que le régulateur souhaite réduire et protègent mal les investisseurs. En

revanche dans le cas du CLO bilanciel la plus grande asymétrie d'information entre les banques et les investisseurs ainsi que les capitaux plus importants des banques rendent le niveau actuel de rétention tout à fait viable et légitime. Une connaissance fine du secteur de titrisation considérée est nécessaire pour choisir le format et le niveau de rétention de risque pertinent.

Que d'autres classes d'actifs aient bénéficié de traitements particulièrement cléments est troublant. Ainsi les titres portant sur certains prêts immobiliers¹², certains prêts automobiles ou les prêts entre particuliers sont exemptés de la règle de rétention. Le sénateur Barney Frank, l'un des architectes de la législation américaine n'hésite pas à dire que ces anomalies sont dues notamment à la puissance du lobby automobile.¹³ Il a aussi sans doute raison de dire qu'accumuler les règlements ne peut être aussi efficace que d'inciter les émetteurs de titrisation à comprendre leurs risques en les forçant à garder une partie significative de titres dans leurs fonds propres.

Au-delà de l'alignement entre émetteurs de CLO et investisseurs, certains ont relevé le conflit entre investisseurs des tranches « *seniors* » et des tranches « *subordonnées* ». En effet les tranches « *seniors* » bénéficient d'une diversité accrue du sous-jacent alors que les tranches « *subordonnées* » en pâtissent. Pour les CLO ce conflit est régulé par l'obligation de maintenir une diversification minimale afin de pouvoir obtenir un rating des agences de notation (nous considérons cependant qu'une dépendance excessive aux agences de notation doit être évitée et que tout doit être fait, comme nous l'indiquons dans les propositions suivantes, pour fournir aux investisseurs des informations à la fois plus détaillées et plus actuelles). Cette diversification minimale requise est bien plus faible en Europe qu'aux Etats-Unis en raison du développement moins important du marché obligataire européen, mais on peut espérer une convergence à terme.

Proposition 2 : Assurer un alignement réel des intérêts en garantissant que la rétention s'applique au fond gérant ou à la société émettrice de la titrisation et non à des tiers. Dans le cas d'un gérant de CLO d'arbitrage, il est d'autre part souhaitable (davantage comme « *best practice* » que comme règle) que les personnes responsables des décisions d'investissement investissent à titre personnel.

Il faut s'assurer que l'entité que l'on astreint à la rétention de risque soit bien celle qui prend les décisions de sélection du sous-jacent. Pour les CLO il s'agit du gérant, mais pour d'autres classes d'actifs (RMBS, CMBS, ABS) ce sont les sociétés qui font les prêts et celles qui les titrisent. La Banque d'Angleterre et la BCE considèrent notamment que des échappatoires sont permises dans la définition de l'émetteur dans CRR/CRD IV (*Directive et Règlement sur les exigences de fonds propres*) lorsque les investisseurs portent la rétention de risque à la place du gérant (notamment dans CRR – article 4 (13) (b)).

Proposition 3 : La vérification de la rétention devrait être de la responsabilité des gérants, émetteurs et intermédiaires divers, pas des investisseurs in fine.

L'Autorité bancaire européenne a raison de soulever des problèmes d'asymétrie de l'information : il est souvent difficile pour les investisseurs de s'assurer de la conformité des

¹² « *qualified mortgages* » : émis par les agences Fannie et Freddie, ou les prêts immobiliers répondant à certains critères de risque.

¹³ <http://www.globalcapital.com/article/q77tcy6bg69s/risk-retention-exemption-riles-barney-frank>

parties concernées (Autorité bancaire européenne, décembre 2014). Nous proposons de suivre sur cette question l'exemple des Etats-Unis.

Proposition 4 : Harmoniser la rétention de risque au niveau de l'Union européenne et des Etats-Unis.

L'impact de la régulation en termes de coût de financement des entreprises et de taux de faillites de celles-ci, difficilement quantifiable, est sans doute significatif en Europe. Les emprunts des entreprises financés par l'émission de CLOs européens en 2014 représentent 30% de ceux de 2007 alors qu'aux Etats-Unis ils sont de 110% (les lois n'ayant pas encore pris effet). L'harmonisation des réglementations américaines et européennes aurait l'avantage de favoriser les investissements croisés mais la complexité légale offre une fenêtre d'exécution assez étroite pour qui veut se conformer aux deux régimes. Le tableau suivant donnera une idée des divergences entre l'Union européenne et les Etats-Unis :

	US	Europe
Relevant Articles	Dodd Frank Section 941(b), Securities Exchange Act of 1934 Section 15G	CRR Articles 404 to 410, Solvency II Article 135, AIFMD Article 17
Regulatory Bodies	OCC, Federal Reserve, FDIC, FHFA, SEC, HUD	European Parliament, European Commission, EBA, EIOPA, ESMA
Effective Date	December 24, 2016	Effective for banks and AIFMs, January 2016 for insurance companies
Form	Horizontal, vertical, combination or cash reserve	Horizontal, vertical (and first loss of every exposure, random exposures for granular deals or originator's interest for revolving exposures, less likely for CLOs)
Amount	5% fair value (horizontal) or 5% notional (vertical)	5% notional of exposures (horizontal), 5% notional of tranches (vertical)
Responsible Party	Sponsor, majority-owned affiliate, or originator	Sponsor, originator, or original lender
Sponsor Option		Credit institution or MIFID Investment Firm
Originator Option	Defined as an entity that "creates" a securitized financial asset and sells to securitizer. Must contribute at least 20% of the assets.	Involved in original agreement or purchases exposures for its own account and securitizes them.
Compliance	Sponsor, majority-owned affiliate, originator	Investor
When	Once at time of offering	Ongoing
Non-compliance	SEC administrative or civil proceedings	Penalty capital charges for banks and insurers, potential forced sale for AIFMs

Source: BofA Merrill Lynch Global Research

Pour favoriser la convergence, plusieurs concepts devront être redéfinis :

(i) Le « *notional* » sur lequel porte la règle de rétention dans le cas d'une rétention horizontale : il s'agit de la valeur de marché de la somme du passif initial (tranches) aux Etats-Unis, et en Europe de la somme du « *notional* » des actifs (c'est à dire les crédit titrisés) à tout moment. La formulation américaine est ici préférable pour que la rétention soit établie à l'origine et qu'il n'y ait pas d'incertitude ou de besoin de vérification par la suite. Par exemple, si pendant une crise un gérant fait de bons achats à des prix faibles et que la valeur de l'actif augmente ensuite, entraînant l'obligation du détenteur de risque d'accroître le capital réglementaire détenu alors même que la structure est moins risquée et qu'il ne sera peut-être pas en mesure de faire face à cette charge.

(ii) La durée de la rétention de risque: Dans l'Union européenne, elle s'établit jusqu'à maturité du CLO, aux Etats-Unis elle est d'au moins deux ans et jusqu'à ce que plus des deux tiers des créances aient été remboursées ou vendues. Dans la pratique, ces deux définitions

impliquent que la rétention s'établisse jusqu'à la maturité dans la majorité des cas.

(iii) Un « *originateur* » européen peut acheter des actifs à titriser sur le marché secondaire alors qu'aux Etats-Unis cela est interdit.

(iv) Dans le cas d'une rétention de type « *sponsor* », l'Europe réclame au gérant une certification « *MIFID* »¹⁴. Les gérants américains ne peuvent obtenir cette certification sans avoir une filiale européenne. Ce protectionnisme n'a pas lieu d'être.

4. La titrisation des crédits aux PME

Le brouillard réglementaire inextricable une fois dissipé, le développement en Europe de la titrisation sur un périmètre élargi aux grosses PME pourrait s'envisager. Il existe cependant une contrainte de taille d'entreprise qui puisse bénéficier de la titrisation. En effet, au-delà du risque important des plus petites entreprises, si la dette d'une ETI peut être souscrite par de multiples investisseurs indépendants et être cotée quotidiennement, ce n'est certainement pas le cas pour une petite PME. Cette absence de transparence et de liquidité implique une titrisation plus encadrée à cause des conflits d'intérêt possibles qui sont de même nature que ceux mentionnés sur le CLO bilanciel.

Où placer la barre en termes de taille des entreprises ? Aux Etats-Unis, le marché des CLO BSL (« *Broadly Syndicated Loans* ») concerne les ETI de plus de 50 millions de dollars d'excédent brut d'exploitation (EBE) et de plus de 200 millions de dollars de dette. Le marché des CLO MML (« *Middle Market Loans* ») porte sur les entreprises avec un EBE compris entre 20 et 50 millions de dollars.

Dans tous les cas, la progression du marché de la titrisation dans certains secteurs d'entreprises donne plus d'oxygène aux autres formes de financement des entreprises dans les secteurs où la titrisation est moins recommandable. En raison des évolutions rapides des marchés, de l'appétit des investisseurs et des banques, il convient de se donner des outils de régulation les plus adaptables possibles.

Sous la double contrainte des nouvelles régulations, notamment Bâle III, et des difficultés apparues sur le marché interbancaire de la zone euro, des initiatives ont pris place : ainsi en France, cinq grandes banques (BNP Paribas, BPCE, le Crédit Agricole, HSBC France et la Société Générale) ont émis en avril 2014 pour 2,65 milliards d'euros de titres sur leurs crédits aux entreprises.¹⁵

Pour prendre tout son envol, la titrisation devra bénéficier d'une concertation des acteurs bancaires sur les définitions des mesures de la qualité du crédit des prêts (« *Loan to Value* », prêt délinquant, etc.) afin de faciliter la standardisation des structures. Cela simplifiera le travail des investisseurs et donc l'attractivité du produit financier.

¹⁴ *Markets in Financial Instruments Directive*

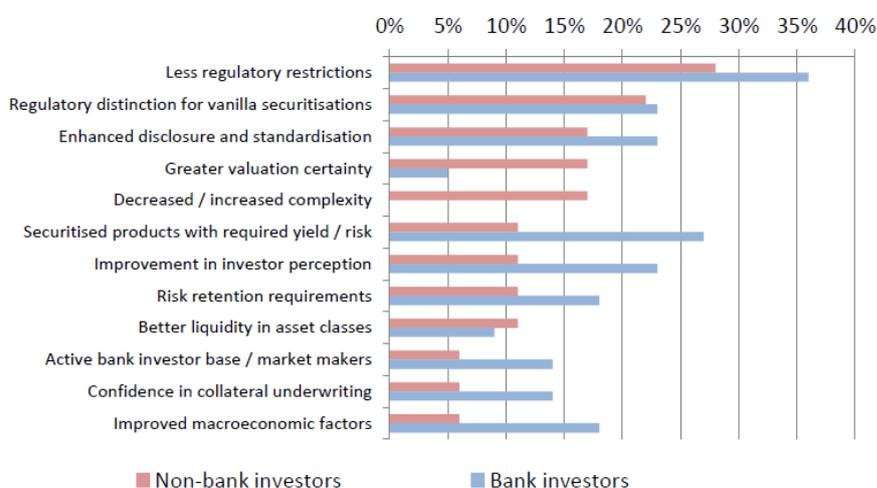
¹⁵ Source AGEFI : <http://www.agefi.fr/fiche-actualite-eclairages/le-discret-retour-de-la-titrisation-192.html#xtor%3DEPR-135>

5. Vers un accroissement de la standardisation et de la transparence du marché de la titrisation

Comme le confirme le sondage ci-dessous, effectué auprès des investisseurs, plusieurs facteurs importants pourraient contribuer à une reprise du marché de la titrisation :

- le poids des restrictions réglementaires
- la différenciation entre titrisation simple « *vanille* » et entre titrisation complexe / « *exotique* »
- la transparence de la documentation
- la standardisation des structures et des mesures de la qualité du crédit
- la standardisation des rapports aux investisseurs
- la transparence de l'évaluation

Facteurs susceptibles d'augmenter l'investissement dans la titrisation



Source : sondage effectué par le Comité de Bâle

Les propositions faites ci-dessous s'appliquent à la titrisation dans son ensemble, et non seulement aux CLO ou à la titrisation des grosses PME.

Proposition 5 : Les régulateurs devraient encourager la simplification des titres et clairement différencier la réglementation des titres « *vanille* » et des titres « *exotics* ». Il convient cependant d'établir une régulation efficace pour l'ensemble de la titrisation, notamment pour éviter le « *shadowbanking* ».

Une titrisation « *vanille* » est typiquement appliquée à des sous-jacents homogènes en termes de classe d'actif, de juridiction, même si elle peut être émise dans des devises différentes. La Commission européenne (European Commission, février 2015), le Comité de Bâle (Basel Committee on Banking Supervision, décembre 2014), l'Autorité bancaire européenne et la Banque d'Angleterre en collaboration avec la BCE (Bank of England, European Central Bank, mars 2015) ont tous insisté sur la promotion d'une titrisation « *simple* », « *transparente* », « *standardisée* » ou encore « *comparable* ». Il faut espérer

qu'une telle démarche conduite de facto à une définition harmonisée de la titrisation au niveau international.

Proposition 6 : Les investisseurs doivent pouvoir accéder à des données sur les défauts de paiement observées historiquement sur les actifs sous-jacents ou des actifs suffisamment proches en termes de caractéristiques de risque. Cette information devra être disponible sur une fenêtre d'au moins cinq ans et inclure une période de crise, telle que la crise de 2008-2009. Elle devra aussi être vérifiable et certifiée par une institution indépendante, qui pourra être un cabinet d'expertise comptable indépendant ou une agence de notation.

Dans la mesure du possible, les données devront être stratifiées pour permettre leur analyse granulaire, en fournissant, par exemple, la performance d'un prêt ou d'un « *segment* » (i.e. un ensemble de prêts de caractéristiques de risques proches) en fonction des facteurs de risque des emprunteurs, comme le FICO Score aux Etats-Unis.

Proposition 7 : Les émetteurs de titrisation qui portent sur des prêts sous-jacents faits à un individu (prêt immobilier, prêt à la consommation, prêt automobile, etc.) devront obligatoirement collecter des justificatifs de revenus des emprunteurs et s'assurer que l'endettement est raisonnable. Il sera impossible de croire l'emprunteur sur parole (« *stated income* »).

Proposition 8 : Les investisseurs doivent pouvoir obtenir des informations claires sur l'expérience des différents responsables fiduciaires d'une titrisation.

Proposition 9 : Lorsqu'une société libère son bilan d'actifs qu'elle a elle-même constitués, on veillera à ce que cette société garde une portion du risque subordonné plus importante que dans les titrisations classiques.

On a vu dans le cas particulier du CLO bilanciel que l'asymétrie d'information significative justifie un niveau de rétention plus important que pour le CLO d'arbitrage. Contrairement aux CLO d'arbitrage où il y a peu d'incitation pour les gérants à charger leurs structures de prêts de mauvaise qualité, car leur rémunération dépend directement de la performance des titres, une banque pourrait choisir de se libérer sélectivement de prêts qu'elle sait être de moindre qualité. Lorsque la banque retient 5% de la structure sous le format d'une tranche soit verticale soit horizontale et subordonnée, on pallie considérablement le risque des investisseurs. Cette considération sur CLO bilanciel peut être élargie à d'autres classes de titrisation où le sous-jacent est titrisé par l'originateur.

Proposition 10 : Tous les rapports destinés aux investisseurs actuels ou potentiels devront être disponibles au moins à une fréquence mensuelle, et sans délai après que les informations sont disponibles.

On notera que la fréquence des rapports est déjà mensuelle pour les CLO d'arbitrage et la titrisation sur emprunts immobiliers (marché RMBS aux Etats-Unis). Cependant de gros efforts restent à faire sur les titrisations bilancielles.

Proposition 11 : Afin de pouvoir modéliser correctement la structure de la titrisation (« *cashflow waterfall* »), les investisseurs devront être notifiés immédiatement de tout changement intervenant dans cette structure, tels qu'une détérioration de la qualité des actifs, l'impossibilité d'acquérir de nouveaux actifs de qualité similaire, ou l'insolvabilité de l'émetteur ou de l'administrateur, selon des critères à déterminer.

C'est déjà le cas pour les titrisations « *vanilla* », notamment à travers des plateformes comme Intex et les rapports mensuels, moins le cas pour des structures plus complexes ou bilancielleres.

Proposition 12 : Une institution indépendante, telle que la plateforme Intex, devrait être chargée de fournir aux investisseurs une modélisation indépendante au moment de l'émission, de la même manière qu'elle fournit déjà le détail de tous les paiements intervenant après la titrisation, notamment le remboursement du principal, intérêts, diverses charges, montants en défaut, etc.

Il faut noter que nombre des dispositions proposées ci-dessus devrait aussi permettre l'établissement d'un marché secondaire plus liquide.

6. Le traitement de la titrisation dans la régulation Bâle III et Solvency II

La Commission européenne s'est récemment exprimée sur le besoin d'assouplir les règles de Solvency II dans le cadre d'une *Union des marchés de capitaux* qui prolongerait l'Union bancaire.¹⁶ Certaines tranches de titrisation sont en effet aujourd'hui pénalisées par des exigences de fonds propres extrêmement importantes.

Pour le secteur bancaire, les difficultés proviennent plutôt de la complexité de l'évaluation du capital prudentiel de Bâle III et des scénarios de risque du « *Comprehensive Capital Analysis and Review* » (CCAR) de la Réserve fédérale.

Proposition 13 : Pour faciliter la rétention par les banques, les régulateurs les assisteront dans le calcul du capital de Bâle III (Risk-Weighted-Assets dérivés des méthodes « *Supervisory Formula Approach* » (SFA) et « *Simplified Supervisory Approach* » (SSFA)¹⁷, notamment par la mise en place d'une base de données centrale.

Dans tous les aspects de Bâle III - qualité des fonds propres, ratio de levier (« *leverage ratio* ») et ratios de liquidité (« *liquidity leverage ratio* » et « *net stable funding ratio* ») -, la convergence des réglementations régionales nous paraît particulièrement importante.

7. La dimension européenne

Les perspectives de besoins de financement des PME et des TPE sont très faibles dans la période de croissance atone que nous traversons aujourd'hui, et d'après un rapport du Conseil d'analyse économique, les besoins sont évalués en France à 10-15 milliards d'euros par point de croissance supplémentaire (Cailloux, Landier, & Plantin, décembre 2014). Sachant que seule une petite fraction peut intéresser la titrisation, la faiblesse des volumes ne rend pas optimiste sur le développement du marché. D'où l'intérêt de créer des structures sur une échelle européenne, non seulement plus grande, mais aussi plus diversifiée.

Le lancement du chantier de l'Union des marchés financiers par la Commission

¹⁶ <http://www.solvencyinews.com/europe/anything-is-possible-in-sii-securitisation-charges-revamp>

¹⁷ Cf. (Basel Committee on Banking Supervision, décembre 2012)

européenne nous rend optimiste sur l'émergence d'une véritable titrisation européenne. Il serait cependant naïf de croire qu'elle atteindra rapidement sa vitesse de croisière. Il existe d'importants obstacles, à la fois structurels (le marché européen est très largement dominé par les banques) et opérationnels (le coût des mesures de transparence proposées ci-dessus pour de petites banques régionales).

Proposition 14 : Promouvoir une plateforme européenne de titrisation de créances bancaires, au-delà de la seule zone euro, sur le modèle élaboré depuis 2013 par les banques françaises et la Banque de France et auxquels banques, compagnies d'assurance et fonds pourraient souscrire. Un véhicule de titrisation doit pouvoir acheter des sous-jacents de tout autre pays de l'Union européenne.

La possibilité d'acquérir des sous-jacents dans plusieurs pays existe déjà pour les CLO. Ce n'est pas le cas des types de titrisation non-activement gérés, notamment des prêts immobiliers (RMBS), des prêts sur d'autres classes d'actifs (ABS : prêts étudiants, automobiles, cartes de crédit, etc), et aussi en général des crédits hypothécaires commerciaux (CMBS). Il faut néanmoins souligner que les investisseurs auront sans doute peu d'intérêt pour des sous-jacents trop hétérogènes d'un pays à l'autre, **d'où l'importance d'une standardisation de l'ensemble des produits financiers à travers l'Union européenne.** Comme nous l'a confié un professionnel du secteur, « *la titrisation fonctionne bien quand on mélange des pommes de couleurs variées, mais pas des pommes et des oranges !* ». La titrisation implique une analyse de crédit rigoureuse qui peut devenir problématique sans économies d'échelle. Mais, bien réalisée, la titrisation européenne pourra procurer une réelle diversification.

Proposition 15 : Proposer l'équivalent européen de la possibilité pour les compagnies d'assurances vies d'investir dans des « fonds de prêt à l'économie » adossés à des prêts aux PME et ETI (Entreprises de taille intermédiaire)¹⁸.

Proposition 16 : Etendre au niveau européen la disposition de l'article 41 bis de la loi Macron pour permettre l'accès à une partie des données FIBEN de la Banque de France à l'ensemble des acteurs de la titrisation, et développer un fichier du crédit similaire aux « FICO scores » américains.

Comme l'avait notamment suggéré le Conseil d'analyse économique, le projet de loi *pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques* prévoit en effet d'élargir le champ d'application de l'article L144-1 du Code monétaire et financier en permettant à la Banque de France de « *communiquer tout ou partie des renseignements qu'elle détient sur la situation financière des entreprises* » « *aux entreprises d'assurance, aux mutuelles et aux institutions de prévoyance qui investissent dans des prêts et titres assimilés dans les conditions prévues, respectivement, par le code des assurances, le code de la mutualité et le code de la sécurité sociale, à certaines sociétés de gestion* ».

L'accroissement de prédictibilité résultant d'un fichier central permettra d'élargir le marché. Cette proposition répond au souhait de la Banque d'Angleterre et de la BCE, qui se sont prononcées récemment pour une plus grande transparence sur les données de crédit portant sur les petites et moyennes entreprises (Bank of England, European Central Bank, mars 2015).

Sur le terrain légal, la prédictibilité pourrait être accrue par une simplification et une

¹⁸ Décret n° 2013-717 du 2 août 2013 modifiant le Code des assurances.

convergence du droit de faillite européen. Actuellement les investisseurs européens doivent se doter de spécialistes régionaux en plus de spécialistes sectoriels. En pratique ce n'est guère possible, ce qui pousse les investisseurs à fixer des limites de risque par pays et par secteur.

Proposition 17 : Nous recommandons la convergence du droit de faillite européen vers un modèle de type « Chapitre 11 », permettant :

1) d'**unifier** dans l'Union européenne les conditions dans lesquelles la perte en cas de défaut des entreprises sous-jacentes peut être calculée dans la perspective d'instaurer des règles uniformisées (« *level playing field* ») au niveau européen.

2) de garantir aux investisseurs un certain degré de **prédictibilité** du niveau de perte encouru en cas de défaut. La règle américaine permet aux investisseurs d'avoir la certitude que leur niveau de perte dépendra quasi exclusivement de l'état des difficultés de l'emprunteur et de leur rang de priorité. En France mais aussi plus généralement en Europe, les investisseurs font face à des aléas liés à un droit inefficace et des tribunaux insuffisamment formés.

3) de **rétablir l'équilibre** des droits des **créanciers** par rapport à ceux des **actionnaires**. En effet, le droit français des faillites confère parfois tous les pouvoirs aux actionnaires, alors même que ceux-ci ne sont pas en situation de subir les conséquences négatives de leurs actes, dans la mesure où ils ont déjà perdu la totalité de leur investissement dans la société débitrice. Ces situations que les économistes qualifient « **d'aléa moral** » aboutissent à une **aggravation** de la situation des entreprises, et de leurs créanciers, parmi lesquels leurs salariés. Il n'est pas étonnant, dans ces conditions, que les investisseurs en capital comme les prêteurs hésitent à s'engager lorsque des entreprises françaises qui demeurent viables rencontrent des difficultés financières. Cette situation explique pourquoi le marché français du financement des entreprises en difficulté **est sous-développé** par rapport aux grands partenaires de la France, ce qui se traduit par un renchérissement accru du coût du crédit pour les entreprises en difficultés (il n'est pas inhabituel d'observer des taux dépassant pouvant aller de 15% à 30%) et des situations « *d'overcollateralization* », c'est à dire des situations dans lesquelles, la valeur des actifs grevés servant de sûreté réelle aux prêteurs peut être quatre à cinq fois égale au montant des fonds prêtés.

4) plus spécifiquement de **réformer** le droit des faillites français pour lui permettre de donner les meilleures chances aux entreprises **viables** de se redresser et de réussir, et à celles qui ne le sont pas, de causer **le moins de dégâts possibles** à toutes les parties prenantes, c'est à dire les clients, salariés, fournisseurs, créanciers, actionnaires, mais aussi à la collectivité, y compris les finances publiques.

Il convient ainsi :

a) pour les **entreprises de taille significative** (et dont les créances peuvent faire l'objet d'une opération de titrisation) en difficultés mais cependant **viables**, **d'empêcher** de laisser des **actionnaires**, qui refusent de prendre leurs responsabilités, de **retarder** le règlement du problème, et parallèlement **d'empêcher les créanciers** non titulaires de sûretés ou juniors de **bloquer** toute cession, restructuration du bilan et réduction de la dette qui permettront la survie de l'entreprise.

La **méthode** privilégiée est de créer une forte **incitation** conduisant les actionnaires et les créanciers à négocier une **issue conventionnelle** dès que possible, dans des conditions conformes à leurs droits et intérêts respectifs. Pour cela, les **règles** de la procédure collective

doivent s'inscrire, le plus fidèlement possible, dans le **prolongement** des accords existant entre les différentes catégories d'investisseurs. Elles doivent veiller à ne pas conduire à une **rupture d'égalité** en provoquant des **transferts de richesse indus** à travers une modification substantielle de l'ordre de priorité des paiements et d'absorption des pertes.

En cas d'échec des négociations, **le transfert du contrôle** doit alors s'opérer au profit des **créanciers** dits "**pivots**" identifiés après avoir cristallisé la **valeur de l'entreprise** et réordonné les droits des créanciers dans le respect de leurs droits de priorité.

A cet égard, les créanciers seront classés en **trois** grandes classes pour distinguer une classe particulière. En **haut** du bilan, ceux qui sont fondés à récupérer l'intégralité de leur créance. En **bas**, ceux qui devront abandonner l'intégralité de leur créance. Au **milieu**, les créanciers dits « pivots », ceux qui ne pourront recouvrer qu'une partie de leur créance et qui devront procéder à un **arbitrage** en évaluant la viabilité de l'entreprise.

C'est à **eux et à eux seuls**, qu'il convient de choisir la meilleure issue car, du point de vue économique, ils sont les seuls à subir les conséquences économiques de leur décision (la situation des autres catégories de créanciers étant déjà établie contractuellement, ils ne sont pas appelés à prendre de risque supplémentaire). Les créanciers pivots doivent ainsi avoir la possibilité de convertir leurs créances en actions pour se substituer à l'actionnaire initial qui disparaît.

Dans ce modèle, le juge n'intervient **qu'après la bataille**, soit pour valider et faire respecter les accords entre les parties soit pour y suppléer, en cas d'échec des négociations. La certitude de sa décision d'éviction doit être telle qu'elle constitue une véritable épée de Damoclès pour des actionnaires récalcitrants à la négociation avec les créanciers. Eviter le recours au juge offre de multiples avantages. Il permet aux parties de réduire les coûts de procédure, à l'entreprise de diminuer la destruction de valeur induite par une procédure collective longue et incertaine, à la collectivité de supporter les coûts de cette procédure. C'est cette **épée de Damoclès** vertueuse, et non celle qui pèse actuellement sur les créanciers (et notamment les créanciers pivots) qui produit un effet pervers inverse, qui assurera la pertinence des solutions négociées.

Ce type de procédure est au cœur du **Chapter 11** américain dont le modèle mérite d'être diffusé dans toute l'Europe. Aux Etats-Unis, il a permis aux entreprises de trouver rapidement de nouvelles ressources pour rebondir sur des bases saines.

b) pour les **petites et moyennes entreprises** (celles dont la taille de bilan est trop faible pour absorber les coûts inhérents à une procédure collective), il convient de prévoir une procédure plus **simple** et plus **rapide**. Le **transfert du contrôle** doit ainsi s'opérer encore au profit du **créancier financier titulaire de sûretés** sur les actifs par une procédure qui permet de leur éviter des coûts de procédure trop élevés. Les banques jouent un rôle central dans ce type de procédure. C'est l'expérience anglaise et suédoise en la matière qui est ici probante.

On pourra se reporter à un rapport de Praxis sur l'aide aux entreprises (Club Praxis, novembre 2013), à un rapport du think tank Droit & Croissance avec le soutien du Labex Louis Bachelier (Droit & Croissance, novembre 2014) et aux propositions du Conseil d'analyse économique (Plantin, Thesmar, & Tirole, 2013).

Sources

- Autorité bancaire européenne. (décembre 2014). *EBA report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure*.
- Bank of England, European Central Bank. (mars 2015). *Joint response from the Bank of England and the European Central Bank to the Consultation Document of the European Commission : "an EU framework for Simple, transparent and standardized securitisation"*.
- Basel Committee on Banking Supervision. (décembre 2012). *Revisions to the Basel Securitisation Framework*.
- Basel Committee on Banking Supervision. (décembre 2014). *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*.
- Birouk, O., & Darves, F. (2013). *La titrisation en France : évolutions récentes*. Banque de France.
- Cailloux, J., Landier, A., & Plantin, G. (décembre 2014). *Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées*. Conseil d'analyse économique.
- Club Praxis. (novembre 2013). *Cent milliards d'économies en faveur des entreprises*.
- Committee of European Banking Supervisors. (décembre 2010). *Guidelines to Article 122a of the Capital Requirements Directive*.
- Droit & Croissance. (novembre 2014). *Un droit européen du crédit pour les sociétés non financières dans l'intérêt de l'Union bancaire*. Labex Louis Bachelier.
- European Commission. (février 2015). *An EU framework for simple, transparent and standardized securitisation*.
- National Economic Council. (mai 2012). *Moving America's small businesses & entrepreneurs forward*. The White House.
- Paris Europlace. (mars 2014). *Financement en dette des PME/ETI, nouvelles recommandations*.
- Plantin, G., Thesmar, D., & Tirole, J. (2013). *Les Enjeux Economiques Du Droit Des*. Conseil d'Analyse Economique.