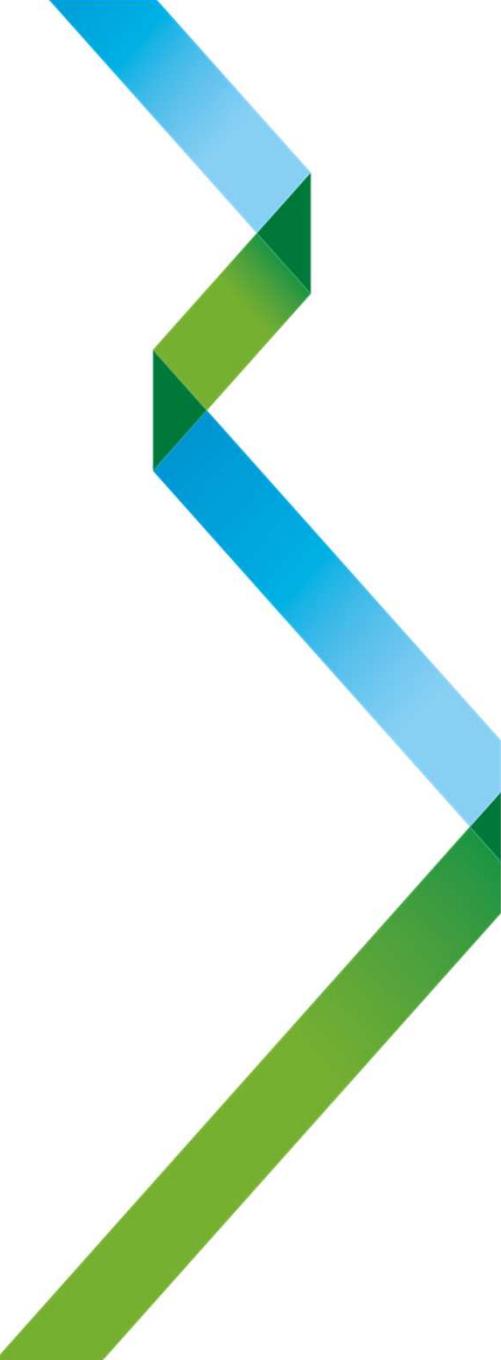




Conférence Titrisation – Revue Banque

Panorama du marché de la titrisation en Europe et aux Etats-Unis

Juin 2014



Sommaire de l'intervention

1. Contexte & objectifs
2. Bref retour historique
3. Présentation comparée des principaux indicateurs financiers
4. Opérations significatives
5. Principaux enseignements

Annexes

Contexte & objectif

La titrisation dans un contexte plus large

- Cette présentation a pour objectif de dresser un panorama comparatif de la titrisation dans la zone Euro, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni pour mieux comprendre les récentes évolutions du financement via la titrisation
- La titrisation s'inscrit dans un contexte plus large de moyens de financement par le crédit auxquels les acteurs du monde économique "réel" peuvent recourir

| | Crédit bancaire « standard » | Emissions obligataires | Leasing | Factoring | Titrisation |
|--|---|---------------------------|---------|-----------|-------------|
| Complexité | * | ** | * | ** | *** |
| Coûts | * | *** | ** | ** | *** |
| Profondeur / Liquidité de marché | <ul style="list-style-type: none"> • Le crédit bancaire, certes moins cher, s'est fortement tari du fait des nouvelles normes BIII (liquidité, solvabilité) • Le marché du financement désintermédié en Europe n'est cependant pas aussi développé qu'aux Etats-Unis: <ul style="list-style-type: none"> - Dans la zone euro, les prêts traditionnels des banques représentent 70% de la dette totale des entreprises non financières - Ce chiffre est de 15% aux Etats-Unis (<i>source SIFMA & Fed</i>) | | | | |

Bref retour historique

Une croissance forte... jusqu'à la crise (1/2)

- ❑ Historiquement, le marché de la titrisation est né aux Etats-Unis dans les années 1970 avec la “première” opération initiée par le département américain au logement et au développement urbain sur des prêts immobiliers résidentiels (RMBS*) afin de faciliter leur refinancement dans un contexte d'accession accrue à la propriété.
 - GNMA (« Ginnie Mae ») est ainsi intervenue sur la marché dès 1970, FNMA (« Fannie Mae ») dès 1971
 - Le volume considérable des fonds drainés par les trois agences gouvernementales (y.c. « Freddie Mac »), dès cette époque, sur le marché obligataire les ont conduit à explorer d'autres sources de financement et à utiliser la qualité de leurs créances dans ce but
 - Ce développement s'inscrivait dans la politique volontariste des autorités publiques américaines visant à faciliter l'accession à la propriété

- ❑ Des innovations financières successives, et notamment celle du Special Purpose Vehicle (« bankruptcy remote ») ont permis l'élargissement des classes d'actif « titrisables » :
 - En 1985, premier portefeuille autre que immobilier : crédits visant à acheter des véhicules (Marine Midland Bank – \$60M - (CARS, 1985-1))
 - En 1986, titrisation d'un portefeuille de crédit de cartes bancaires
 - A partir des années 1990, premières émissions «backées » par des produits issus de l'assurance

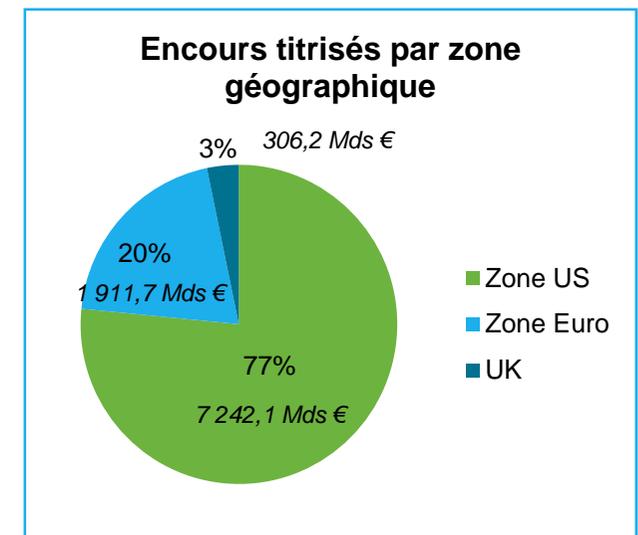
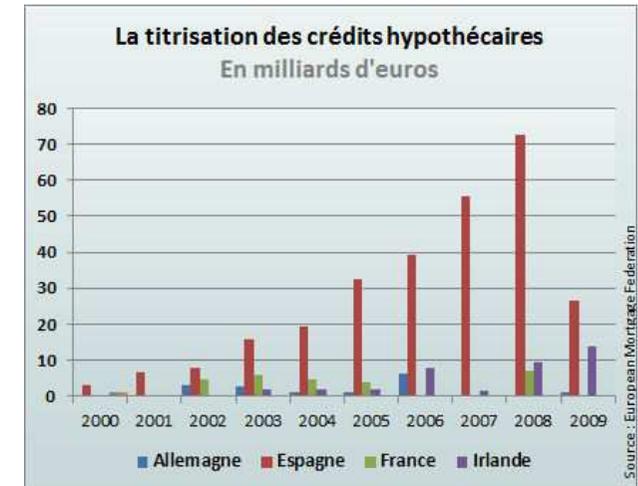
- ❑ En 1988, la réglementation française est adaptée pour permettre la titrisation en utilisant le mécanisme du Fonds Commun de Créances (« FCC ») avec pour volonté de faciliter le développement du crédit immobilier en permettant aux banques de sortir les créances de leurs bilans et d'améliorer leur ratio « Cooke ».

Cf. annexe 4

Bref retour historique

Une croissance forte... jusqu'à la crise (2/2)

- ❑ La titrisation s'est principalement développée
 - dans les juridictions disposant de marchés financiers matures et profonds à la recherche de solutions novatrices pour diversifier les sources de financement et les coûts associés
 - surtout aux Etats-Unis, qui reste encore aujourd'hui le principal marché
- ❑ Les crises intervenues depuis 2007 ont fortement impacté le marché de la titrisation, en mettant en avant certains défauts
 - Complexité trop forte des produits que seule une poignée d'investisseurs peut comprendre
 - Qualité des actifs sous-jacents souvent médiocres, originés par des acteurs intéressés par l'octroi de crédit et non le portage
 - Valorisation des collatéraux très fortement corrélée aux évolutions du marché
- ❑ La titrisation est alors vue comme un instrument à la fois générateur de la crise financière et propagateur de cette crise à l'économie « réelle »
- ❑ Cette technique est depuis victime d'une défiance dont elle peine à se défaire, alors même que dans un contexte de ralentissement économique, les acteurs de l'économie ont du mal à financer leur développement



Présentation comparée des principaux indicateurs financiers

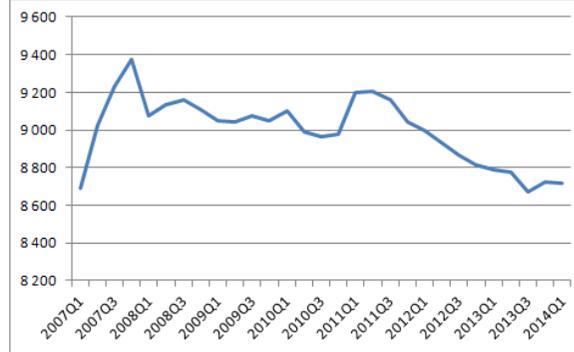
Zone US

❑ Caractéristiques des données présentées

- Des données centralisées depuis fin 2009 auprès des banques centrales en Europe et au Royaume Uni
- Des données trimestrielles suivies depuis 2007 par une association professionnelle aux Etats-Unis (SIFMA)
- Encours en stock fin de période, donc après émission, amortissement et rachat
- Focus sur périmètre comparable en termes de disponibilité de données : Titrisation de prêts

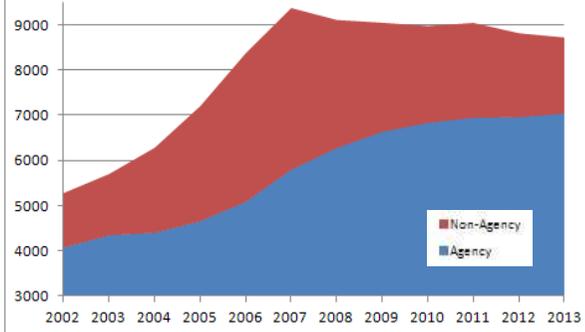
Zone US

Vision globale



- Nature des données : U.S. Mortgage-Related Securities Outstanding (i.e. CMBS & RMBS) de la SIFMA (2007Q1 à 2014Q1)
- Une baisse continue depuis 2007, où l'encours atteignait \$9,6 trillions, contenue par l'effet d'inertie liée à la maturités prêts à l'actif de fonds (-7,02% depuis 2007Q4) pour atteindre \$8,7 trillions.
- Une reprise nette après le "rebond" de l'économie en 2010
- Une accélération de la tendance à la baisse depuis 2011
- Cette baisse peut être en grande partie imputée à la baisse de la valeur des biens immobiliers (jusqu'à récemment)

Focus émissions agency vs non-agency



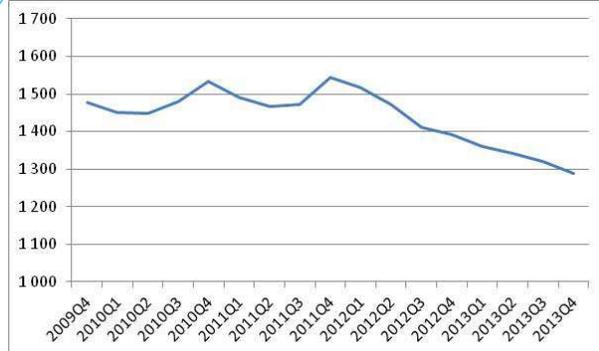
- En analysant plus finement les chiffres, il est possible de discerner une évolution significative entre émetteurs privés et agences fédérales :
- Croissance globale forte des encours jusqu'en 2007 principalement soutenue par une très forte hausse des encours originés par les acteurs du secteur privé (+196% de 2002 à 2007)
- A partir de 2007, hausse sensible des encours originés par les agences fédérales (de 61,9% à 78,9% des encours consolidés entre 2007 et 2014)...
- ... permettant de limiter la baisse globale du marché (-52,9% de 2007 à 2013 pour le seul secteur privé)
- Cette évolution est une nouvelle illustration de la capacité, et de la volonté, voire à l'obligation, des autorités publiques américaines à soutenir le marché hypothécaire américain

Présentation comparée des principaux indicateurs financiers

Zone Euro & Royaume-Uni

Zone Euro

Vision globale

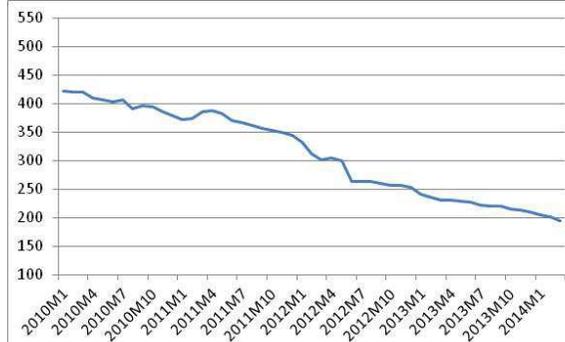


- **Nature des données :** Securitised loans (y.c. prêts aux entreprises) / données issues de la BCE (2009Q4 à 2013Q4)
- Une baisse plus longue à démarrer mais continue depuis 2011, passant d'un maximum 1,5 trillions € à 1,3 trillions € au Q4 2013 (-12,8% depuis Q42009; -16,6% depuis Q42011)
- De manière identique au marché américain :
 - ✓ Une reprise, mais moins prononcée, après le "rebond" de l'économie en 2010
 - ✓ Une accélération, plus forte, de la tendance à la baisse depuis 2011
- Néanmoins, une situation différenciée par pays (cf focus sur la zone euro)

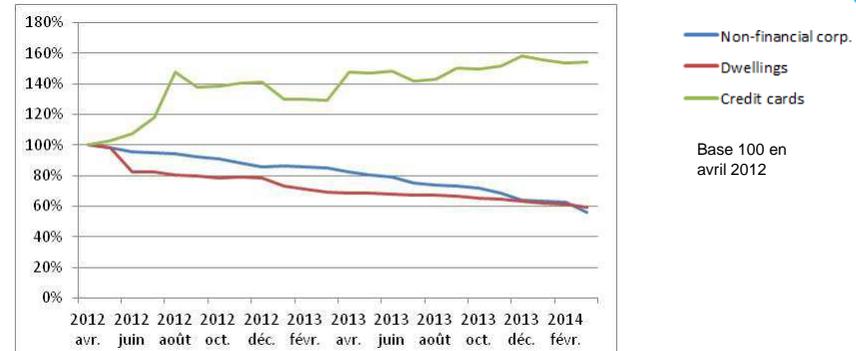
- Depuis Q4 2009, la BCE a mis en place, en collaboration avec les régulateurs nationaux, un reporting très fin sur les "Financial Vehicles Coporations" permettant d'avoir une vision synthétique et exhaustive des enjeux, divergences et encours aux niveaux européen et national.
- Cette surveillance fait suite à la crise de 2007 et a pour but de quantifier un phénomène qui a mis en danger le système financier dans son ensemble.
- Ce suivi permet de mettre en avant le « déclin » de la titrisation et a permis aux autorités de prendre conscience des enjeux plus larges liés au marché de la titrisation.

Royaume-Uni

Vision globale



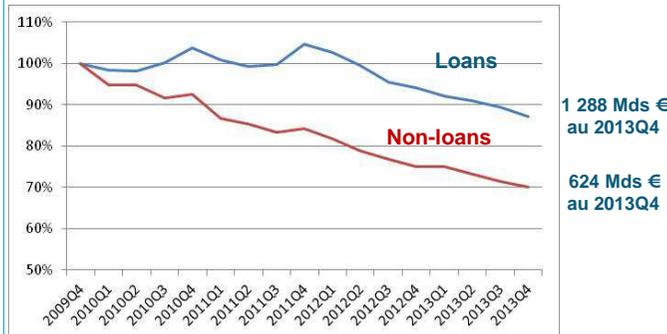
Focus sur actifs sous-jacents



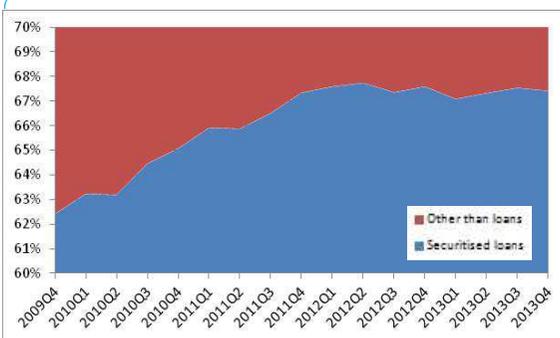
Présentation comparée des principaux indicateurs financiers

Focus sur la zone euro

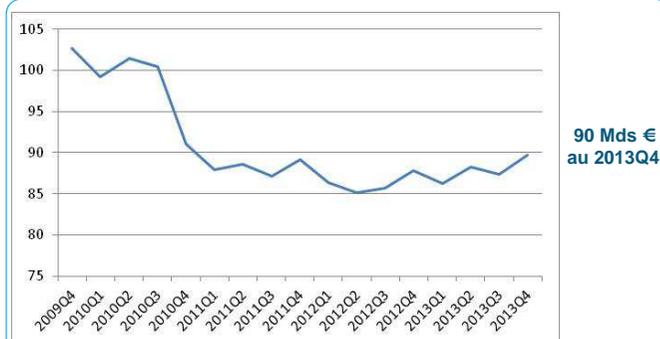
Evolution loans vs non-loans (base 100 Q42009)



Evolution relative des poids respectifs



Other securitised assets



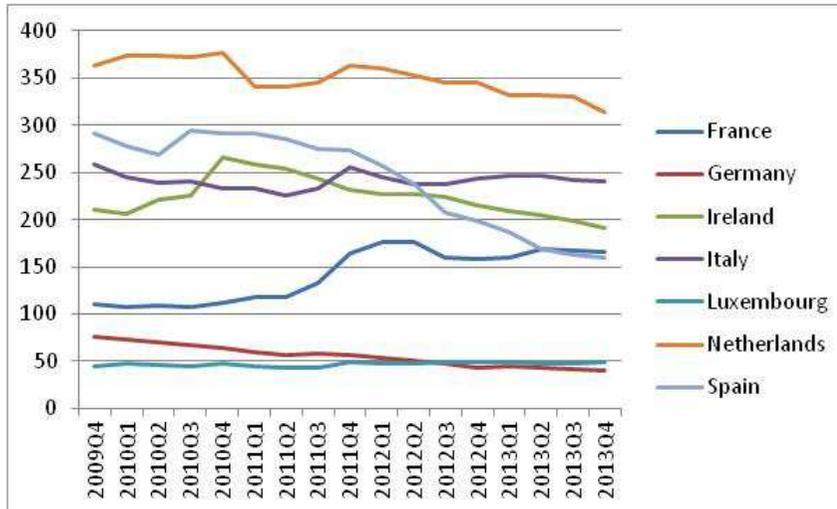
- L'analyse des différents indicateurs sur l'horizon de suivi permet d'identifier plusieurs tendances significatives
 - Une baisse des encours plus rapide pour les encours autres que des prêts (Other securitised assets*)
 - Ainsi, la proportion de prêts (securitised loans*) dans l'actif des véhicules de titrisation est passé de 62,5% à 67% au cours des 5 dernières années
- Recentrage des techniques de titrisation sur les actifs pour lesquelles elles avaient été pensés et créés
 - Une "décomplexification" des actifs mis en collatéral des parts émises ("retour aux sources")
 - Une réponse à la défiance vis-à-vis des structures aux actifs les plus complexes
- Parallèlement, une volonté de la place (régulateurs & investisseurs) de voir des structurations plus simples, notamment pass-through. Le mouvement est double :
 - Il est « coercitif » pour de bonnes raisons car il permet d'avoir davantage de contrôle et de transparence, des exigences en fonds propres plus importantes et un effet de « Skin in the game » (5% de rétention du risque)
 - Promoteur pour le financement de l'économie (ex. initiative BdF et échanges au niveau de la BCE)
- Une relative résistance et un redémarrage sensible des "Other securitised asset", soit des actifs qui ne produisent pas d'intérêt (créances commerciales, lease non-financier, etc... = faible partie des Non-Loans)
 - Les prémices de la généralisation d'une nouvelle forme de titrisation au service des acteurs autres que bancaires

* cf. annexe 1

Présentation comparée des principaux indicateurs financiers

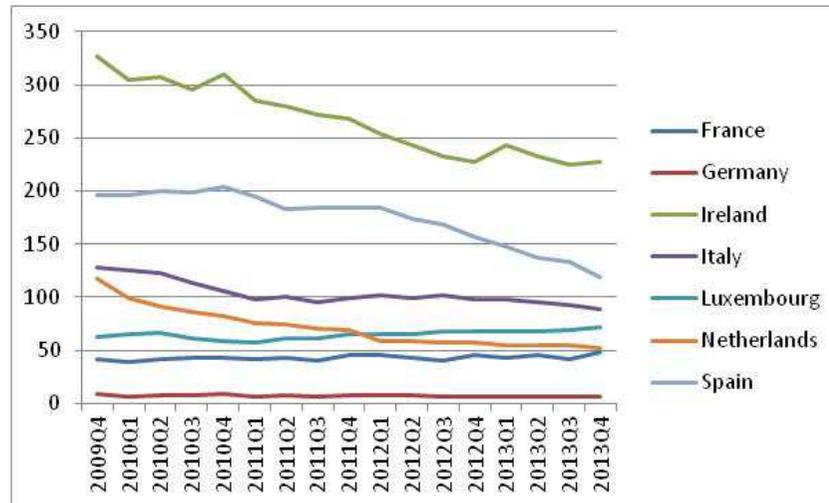
Principaux pays contributeurs de la zone euro

Securitized loans



- Une évolution par pays globalement en cohérence avec l'évolution globale avec quelques points d'intérêt :
 - Une baisse plus marquée en Espagne, en lien avec la forte récession intervenue et la dépréciation continue de la valeur des actifs titrisables (immobilier)
 - Une situation à contre-courant en France qui peut s'expliquer par la volonté des grandes banques françaises de sécuriser et diversifier leurs sources de financement au cœur de la crise en s'appuyant sur des structurations proches des covered bonds
- Un niveau très bas et en déclin en Allemagne qui peut s'expliquer par le recours aux Pfandbriefe

other than loans



- Une baisse plus marquée pour les actifs autres que les prêts qui peut s'expliquer par la défiance des marchés à l'égard des produits « non-traditionnels » suite à la mise sous projecteur de la titrisation
- L'Espagne présente à nouveau une forte décroissance, identique à celle observée sur les loans.
- Seul le Luxembourg connaît une croissance, néanmoins faible, de ses encours qui s'explique par sa législation et la cotation de nombreux mastertrusts sur sa place financière
- Pour des raisons similaires, bien qu'en décroissance, l'Irlande reste la première place européenne pour ces actifs.

Opérations significatives

Renaissance du marché & financement des PME/ETI

| France | | USA |
|--|--|--|
| <p>Originateur</p> <p>Crédit Foncier de France (CFF)</p> | <p>Originateurs</p> <p>BNP P, BPCE, Crédit Agricole, HSBC France, SG</p> | <p>Originateur</p> <p>SolarCity</p> |
| <p>Principales caractéristiques</p> <p>Type de produit : RMBS Encours: 1 Md€ Lancement : 2014Q2</p> | <p>Principales caractéristiques</p> <p>Type de produit : ABS Encours: 2,7Md€ (1^{ère} émission,) Lancement : 2014Q2</p> | <p>Principales caractéristiques</p> <p>Type de produit : ABS Encours: 54 m€ Lancement : 2013Q4</p> |
| <p>Commentaire</p> <p>Titrisation de crédits hypothécaires par le CFF pour un montant placé auprès d'investisseurs de 922 m€. La cession couvre 8 900 prêts dont CFF conserve 5% du montant à son bilan afin de respecter les directives européennes.</p> | <p>Commentaire</p> <p>Société de titrisation émettant des ESN* garanties par les créances apportées par les principales banques françaises; Chacune dispose d'un compartiment dédié visant à prévenir la contamination du risque. Notation du sous-jacent assurée par la banque de France</p> | <p>Commentaire</p> <p>Refinancement de 5 000 facilités représentant une puissance installée de 44 MW en panneaux photovoltaïques. Titres émis à un taux de 4,8% jusqu'en 2026 pour une notation de S&P à BBB+ qui permet une réduction sensible du coût du capital de SolarCity</p> |
| <p>Point d'intérêt</p> <p>Première « vraie » titrisation après des années où le marché avait principalement pour objet de créer des titres pouvant être portés auprès de la BCE</p> | <p>Point d'intérêt</p> <p>« Bonne titrisation », destinée à favoriser la liquidité des créances sur les PME/ETI et donc leur financement.</p> | <p>Point d'intérêt</p> <p>La titrisation est un moyen de se financer directement pour les entreprises.</p> |

*ESN : Euro Secured Notes

Principaux enseignements

Vers un renouveau

- ❑ La titrisation est une technique née à la fin du deuxième tiers du 20^{ème} siècle et qui a connu un essor formidable grâce à plusieurs facteurs :
 - Une économie en fort développement (surtout 90' et 2000') avec des besoins importants de financement
 - Un flux continu d'innovations financières rendant possible de nombreuses configurations
 - La capacité de mettre en place des réponses effectives à un cadre réglementaire toujours croissant
 - La volonté d'exploiter de marchés obligataire et monétaire toujours plus profonds
 - La croyance « forte » dans les modèles de défaut mis en place par les agences de notation
 - la constitution d'une bulle financière contribuant encore plus à son essor

- ❑ Cependant, la crise intervenue en 2007 a mis un frein à cette croissance, et à ses excès, et sa propagation à la sphère réelle a contribué à diminuer les besoins de financement. Aujourd'hui, les freins au redémarrage de la titrisation restent importants.

- ❑ En parallèle d'une évolution significative de la réglementation encadrant la titrisation (contrôle/transparence, solvabilité, rétention partielle du risque), la persistance du ralentissement économique et les besoins accrus de liquidité ont conduit les pouvoirs publics à prendre en compte l'importance de cette technique de financement, à la fois souple et efficace, pour désormais en favoriser un développement accru, désormais quantifiable.

- ❑ La conjonction de volonté publique et d'initiatives, aussi bien de nature entrepreneuriale (*notamment Finexkap et Prêt d'Union*) que bancaire ou institutionnelle, amène à la croyance forte que la titrisation est en phase de redémarrage et pourrait être un des réel vecteur du financement de l'économie réelle

- ❑ L'attention des régulateurs désormais portée à cette technique et les suivis statistiques mis en place par les banques centrales seront sans doute en mesure de prévenir les excès de cette technique dont elle a été, avant tout, la première victime

Annexe 1

Agrégats suivis par la Banque Centrale Européenne

Agrégats suivis par la BCE

Securitized loans include any loans acquired as part of a securitisation transaction.

Deposits and loan claims include (i) deposits placed by FVCs with credit institutions as collateral or for cash management purposes, (ii) loans granted to other FVCs, (iii) claims under reverse repos or securities borrowing against cash collateral, and (iv) securitized non-negotiable debt securities.

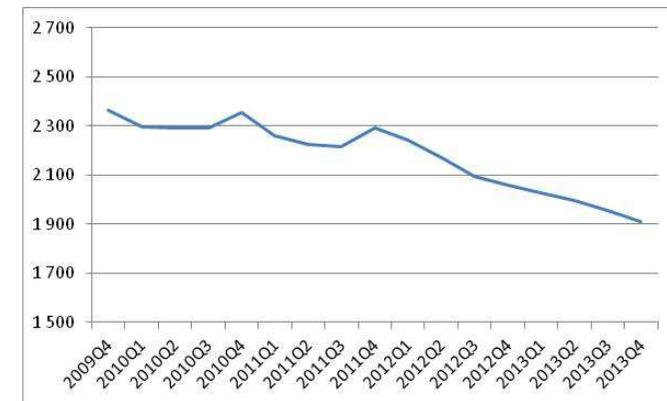
Securities other than shares include all negotiable debt securities, such as government bonds.

Other assets are a residual category and includes all assets which are not classified in the categories listed above, in particular (i) financial derivatives, (ii) fixed assets, and (iii) interest accrued, but not yet paid and rent accrued on fixed assets

Shares and other equity include securities which represent property rights in corporations.

Other securitized assets include securitized assets other than loans and securities, such as tax receivables, securitisation of non-financial leases, etc.

Encours total

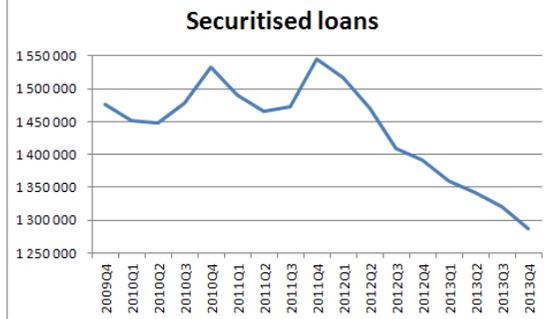


- Une diminution constante depuis le premier point d'observation au Q4 2009 avec un maximum de 2,4 trillions € pour atteindre 1,9 trillions € au Q4 2013 soit une baisse, tous agrégats confondus, de 19,3% sur la période d'observation.

Annexe 2

Evolution des différents agrégats suivis par la Banque Centrale Européenne

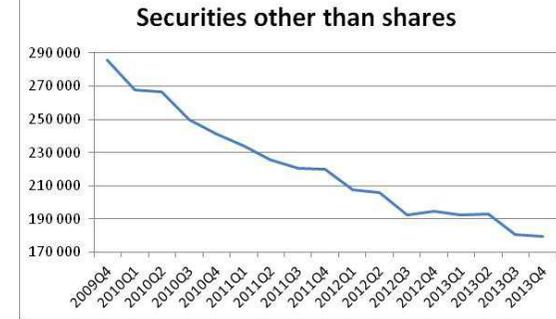
Securitized loans



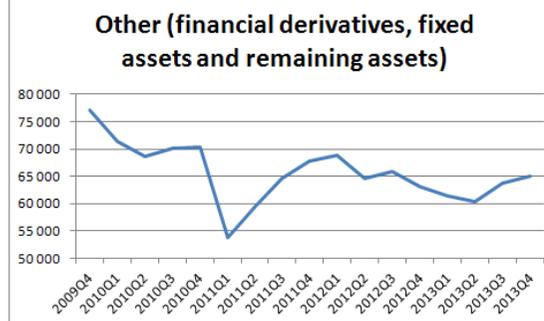
Deposits and loan claims



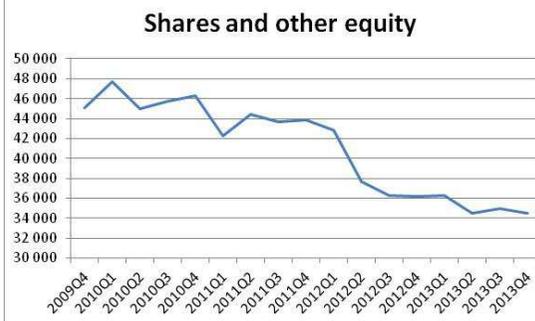
Securities other than shares



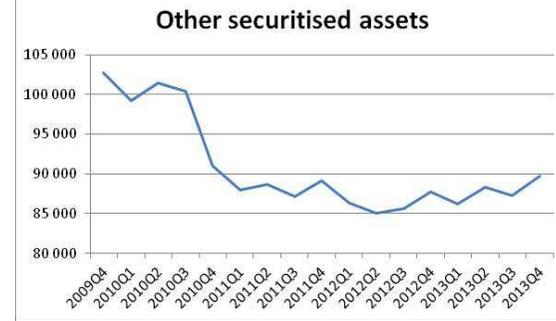
Other assets (financial derivatives, fixed assets and remaining assets)



Shares and other equity

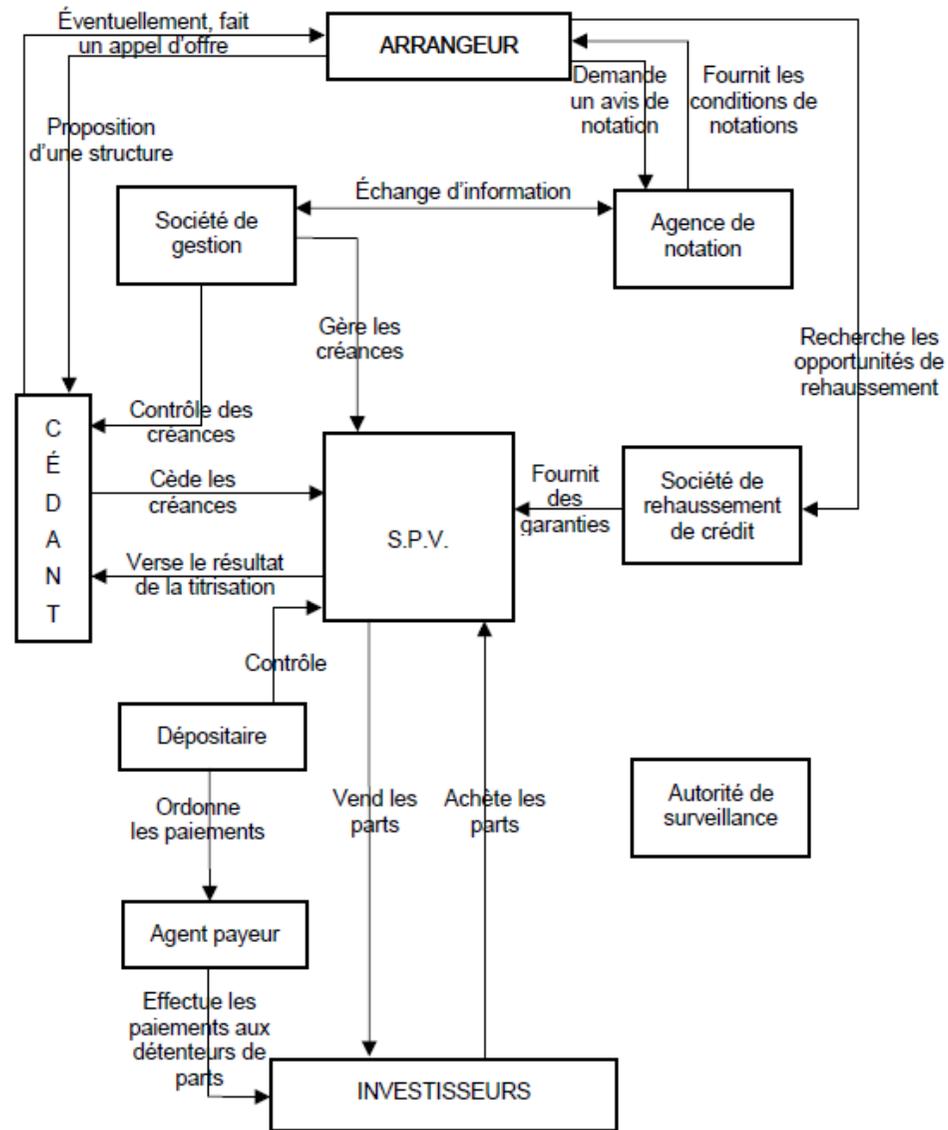


Other securitized assets



Annexe 3

Schéma d'une opération de titrisation



Annexe 4

Glossaire des principaux termes

- **ABS (Asset-backed Securities)** : terme générique utilisé pour les titres obligataires émis dans le cadre d'une opération de titrisation.
- **ABCP (Asset-backed commercial paper)** : titres de créances court terme émis pour financer des actifs dans le cadre d'une opération de titrisation.
- **Bankruptcy Remoteness** : Capacité à isoler un actif du bilan de la société cédante pour garantir le paiement des coupons en cas de faillite de celui-ci
- **FCT (Fonds Commun de Titrisation)** : Organisme de titrisation sans personnalité morale de droit français acquérant les actifs titrisés et émettant des parts en vue de la financer
- **CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities)** : ABS dont le sous-jacent est composé de prêts immobiliers commerciaux.
- **CDO/CLO (Collateralized Debt Obligation/Collateralized Loan Obligation)** : titrisations dont l'actif sous-jacent est composé de dettes d'entreprise, sous forme soit de titres obligataires, soit de créances bancaires. Des montages permettent parfois d'utiliser des CDO comme sous-jacent d'un autre CDO : on parle alors de CDO au carré (CDO square). Ces pratiques de « retitrisation » ont considérablement diminué depuis la crise des subprime.
- **RMBS (Residential Mortgage Backed Securities)** : ABS dont le sous-jacent est composé de prêts immobiliers résidentiels.
- **SIFMA**: Securities Industry and Financial Markets Association (US).

Annexe 5

Focus sur les agences fédérales américaines

Fannie Mae

La Federal Housing Authority mise en place en 1934 proposa une standardisation des modalités de prêts dans le secteur immobilier et offrit une forme de garantie contre le risque de non paiement sur le marché hypothécaire. En 1938, allant un pas plus avant, l'administration Roosevelt créa la Federal National Mortgage Association (FNMA). Il s'agissait d'une agence gouvernementale offrant des prêts hypothécaires. Dès son apparition elle fut connue sous le nom de Fannie Mae.

Freddie Mac

La *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (connue sous le nom de *Freddie Mac*) est une agence fédérale spécialisée dans le financement hypothécaire : elle est détenue par les institutions d'épargne américaine (les Thrifts) auxquelles elle rachète des créances. Elle est l'un des émetteurs les plus actifs sur le marché obligataire américain.

Ginnie Mae

La *Government National Mortgage Association* (*Ginnie Mae*) est aussi une agence gouvernementale, mais propriété exclusive de l'État. C'est une institution qui fournit des garanties de paiement sur le marché hypothécaire principalement pour les habitations destinées aux familles à faible revenu.

Contacts



Alrick DUPUIS
Manager

T. +33 (0)1 53 43 07 89
M. +33 (0)6 20 02 40 24
E. adupuis@equinox-cognizant.com



Audrey Miguel
Directeur

T. +33 (0)1 53 43 02 89
M. +33 (0)6 11 81 11 54
E. amiguel@equinox-cognizant.com



Serge MALKA
Associé

T. +33 (0)1 73 54 05 01
M. +33 (0)6 29 96 57 33
E. smalka@equinox-cognizant.com

Equinox-Cognizant

63, boulevard Haussmann – 75008 Paris – France
T. +33 1 53 43 06 43 | F. +33 1 53 43 06 40
W. www.equinox-cognizant.com