

## ÉTUDE DE DOSSIER

Adjoint de direction 2016  
Concours externe et interne  
réservés aux profils scientifiques

La titrisation est une innovation financière que de nombreux observateurs considèrent comme indissociable de la crise des créances *subprimes* de 2007.

À partir des documents ci-joints, vous répondrez aux questions suivantes :

1. Définir, en une ou deux pages, la titrisation et ses différents acteurs.
2. Comparer les évolutions de la titrisation aux États-Unis et en Europe. Quels facteurs expliquent, selon vous, les différences ?
3. Discuter les failles mises en lumière par la crise des *subprimes* et les types de réponses réglementaires associées.
4. La titrisation peut-elle contribuer de manière efficace au financement de l'économie européenne ?

*Les questions sont indépendantes ; nous vous recommandons toutefois de les traiter dans l'ordre. Il n'est pas nécessaire de recopier l'intitulé des questions.*

## LISTE DES DOCUMENTS JOINTS

1. **La relance de la titrisation** - M. Segoviano, B. Jones, P. Lindner et J. Blankenheim  
Banque de France, Revue de la Stabilité financière n° 19 - Avril 2015 - 10 pages
2. **The case for a better functioning securitisation market in the European Union**  
Bank of England ECB Discussion paper (extraits) - May 2014 - 5 pages
3. **Le marché de la titrisation en Europe : caractéristiques et perspectives**  
ACPR Analyses et Synthèses n° 31 (extraits) - Juin 2014 - 13 pages
4. **The future of securitisation: how to align incentives?** - I. Fender, J. Mitchell  
BIS Quarterly Review (extraits) - September 2009 - 7 pages
5. **Securitisation and post-crisis financial regulation** - Steven Schwarcz  
scholarship.law.duke.edu (extraits) - 06/01/2016 - 3 pages
6. **Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées**  
J. Cailloux, A. Landier et G. Plantin - Note du CAE n° 18 (extraits) - Novembre 2014 - 2 pages
7. **Securitisation and growth: the collateral matters** - A. Can Bertay, D. Gong, W. Wagner  
www.voxeu.org - 02/11/2015 - 3 pages
8. **The Role of Banks in Asset Securitization** - N. Cetorelli, S. Peristiani  
FRBNY Economic Policy Review (extraits) - July 2012 - 6 pages
9. **Titrisation STS : rassurer sans brider** - S. Leboucher  
www.revue-banque.fr - 29/09/2015 - 3 pages

# La relance de la titrisation

Miguel SEGOVIANO, Bradley JONES, Peter LINDNER et Johannes BLANKENHEIM  
Département des marchés monétaires et de capitaux  
Fonds monétaire international

La revitalisation des marchés de la titrisation s'est imposée comme un thème prioritaire pour les autorités. D'une manière générale, un marché dynamique de la titrisation peut favoriser la croissance économique et la stabilité financière en permettant aux émetteurs et aux investisseurs de diversifier les risques. Aspect le plus important pour l'Europe à l'heure actuelle, il peut également contribuer à faciliter la circulation du crédit lorsque les conditions d'octroi des crédits des banques traditionnelles sont restrictives. Cependant, la crise financière mondiale a révélé que la chaîne d'intermédiation de la titrisation pouvait également receler des risques graves pour la stabilité financière, particulièrement lorsque des prêts faiblement couverts et des incitations inadaptées dans la chaîne d'intermédiation financière se conjuguent à une base d'investisseurs fragile et fortement endettée. Dans un contexte de croissance encore faible en Europe et de signes de fragmentation entre différents segments du marché du crédit (prise de risque agressive dans certains compartiments, activité moribonde dans d'autres), il est important de parvenir à achever la réforme des marchés de la titrisation.

La relance des marchés de la titrisation nécessite un ensemble exhaustif de mesures visant à garantir leur contribution à la croissance économique et à la stabilité

financière dans les années à venir. Nous proposons ici<sup>1</sup> un ensemble de mesures replacées dans le cadre d'une chaîne d'intermédiation financière multi-dimensionnelle, dont la titrisation constitue une composante. En tirant les enseignements de la crise financière mondiale, nous présentons un ensemble de principes généraux s'appliquant aux initiateurs de prêts, aux intermédiaires de la titrisation, aux agences de notation de crédit et aux investisseurs finaux. Après avoir identifié les domaines où les autorités ont déjà largement progressé, nous proposons des mesures permettant de lever les obstacles qui subsistent à chacune des étapes de l'intermédiation financière. Enfin, nous étudions un certain nombre d'initiatives qui pourraient contribuer, à moyen terme, à favoriser le développement d'une base diversifiée d'investisseurs non bancaires de la titrisation en Europe.

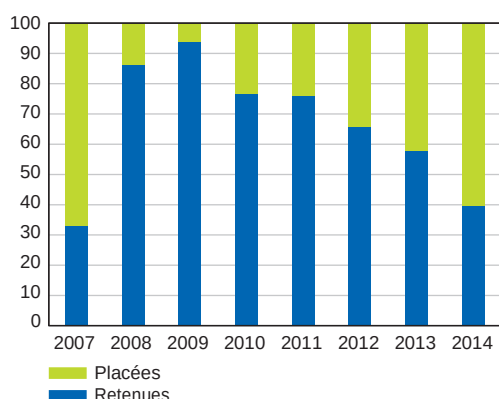
## 1| État des lieux de la titrisation : où en sommes-nous ?

Le montant total des émissions de titrisation en Europe a diminué pour atteindre en 2014 le point le plus bas depuis dix ans, inférieur de plus de 40 % à la moyenne observée depuis 1999. Cette baisse

### Graphique 1

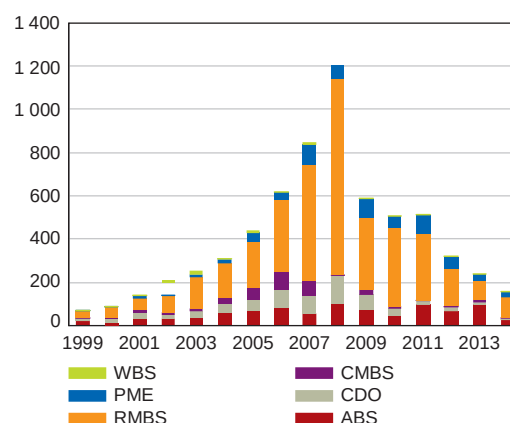
#### a) Émissions de titrisation placées et retenues en Europe

(en %)



#### b) Total des émissions de titrisation en Europe

(en milliards de dollars)



Notes : Les chiffres relatifs aux émissions de titrisation placées et retenues en Europe pour 2014 sont basés sur les données de juin. Les chiffres relatifs au total des émissions de titrisation en Europe pour 2014 sont annualisés à partir des données allant jusqu'en septembre. WBS = whole business securitisations (titrisations portant sur l'ensemble d'une activité d'une entreprise) ; PME = titrisation de créances de petites et moyennes entreprises ; RMBS = residential mortgage backed securities (titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles) ; CMBS = commercial mortgage backed securities (titres adossés à des créances hypothécaires commerciales) ; CDO = collateralised debt obligation (obligations structurées adossées à des actifs ; les tranches synthétiques non financées ne sont pas prises en compte dans cette analyse) ; ABS = asset-backed securities (titres adossés à des actifs).

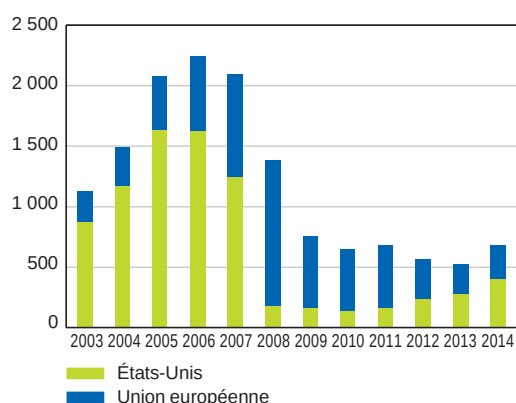
Sources : SIFMA et services du FMI.

1 Cet article s'appuie largement sur l'analyse de Segoviano et al. (2013 et 2015). Pour les aspects spécifiquement européens, cf. Aiyar et al. (2015).

marquée s'étant produite à un moment où le système bancaire régional subissait des pressions considérables pour se désendetter, le durcissement des conditions d'accès au crédit a freiné la reprise de l'économie européenne, affectant particulièrement les petites et moyennes entreprises (PME). Depuis le début de la crise, les banques européennes ont conservé à leur bilan une grande partie des titres qu'elles ont émis dans le cadre d'une titrisation, avec pour objectif premier de les utiliser comme collatéral auprès de la Banque centrale européenne et de la Banque d'Angleterre (cf. graphique 1a). Les titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles et commerciales (RMBS et CMBS), les obligations structurées adossées à des actifs (CDO) et les titrisations de créances de PME ont enregistré des baisses prononcées. En revanche, les volumes des titres adossés à des actifs (ABS) et des titrisations portant sur l'ensemble d'une activité d'une entreprise (WBS) ont retrouvé des niveaux équivalents ou supérieurs à leurs moyennes de long terme, même si ces produits ne représentaient historiquement qu'un cinquième des émissions de titres en Europe (cf. graphique 1b)<sup>2</sup>. Cependant, même si les émissions cumulées de titres en Europe et aux États-Unis

**Graphique 2**  
**Total des émissions de titrisation privées en Europe et aux États-Unis**

(en milliards de dollars)



Notes : Les chiffres pour 2014 sont annualisés à partir des données allant jusqu'en septembre.

1) La titrisation européenne inclut : ABS, CDO, MBS, PME, WBS + PFI.

PFI = Public finance initiatives (partenariats public-privé).

2) La titrisation pour les États-Unis inclut les ABS, les CMBS et les RMBS.

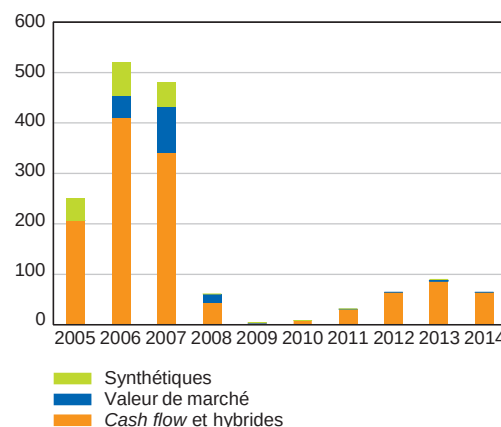
Sources : SIFMA, AFME, Bloomberg et services du FMI.

<sup>2</sup> Depuis 1999, la répartition des émissions européennes de titrisations par type de produits a été la suivante : RMBS (54 %), ABS (17 %), CDO (10 %), PME (9 %), CMBS (7 %) et WBS (3 %).

<sup>3</sup> Définis par des historiques de défaillances relativement faibles et par des marchés secondaires caractérisés par un écosystème robuste et diversifié d'emprunteurs, de prêteurs, d'intermédiaires et de prestataires de services.

**Graphique 3**  
**Émissions de CDO au niveau mondial**

(en milliards de dollars)



Notes : Les chiffres pour 2014 sont annualisés à partir des données allant jusqu'en septembre. Les tranches synthétiques non financées ne sont pas prises en compte dans cette analyse.

Sources : SIFMA et services du FMI.

atteignent actuellement moins de la moitié des niveaux observés en 2003 (cf. graphique 2), la « recherche de rendement » généralisée et la reprise récente des émissions de certains types de produits, tels que les CDO (cf. graphique 3), méritent peut-être d'être surveillés de manière à s'assurer que les émissions de titres ne traduisent pas le retour de certains excès qui ont joué un rôle important dans la crise financière mondiale.

## 2) Reconstituer un cadre robuste pour la titrisation

La variation sensible des performances des actifs titrisés pendant et après la crise suggère que la titrisation constitue une classe d'actifs fortement différenciés en termes de structure et de caractéristiques des risques sous-jacents. En effet, les performances des titrisations européennes ont souvent avantageusement soutenu la comparaison avec celles des autres juridictions. En identifiant les caractéristiques communes aux actifs titrisés ayant un historique de bonnes performances<sup>3</sup> et en tirant les enseignements de la crise financière mondiale à cet égard, il est possible de distinguer les

« meilleures pratiques » sur l'ensemble de la chaîne d'intermédiation financière.

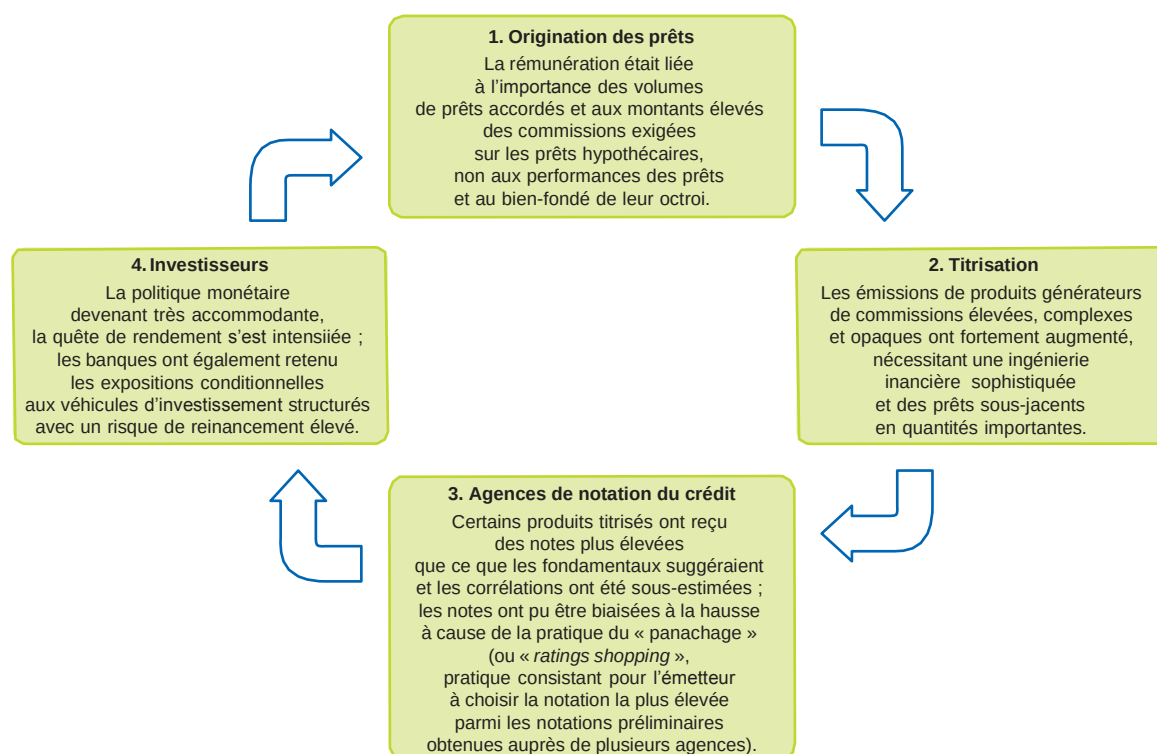
Une titrisation robuste nécessite un fonctionnement solide de l'ensemble des éléments de la chaîne d'intermédiation financière. Au cours des années précédant la crise financière mondiale, cette chaîne se caractérisait par : (i) de mauvaises pratiques d'octroi des prêts sous-jacents ; (ii) l'émission sans précédent de produits titrisés complexes et opaques (tels que les CDO synthétiques et les retitrisations) ; (iii) les conflits d'intérêts et les problèmes de partage de compétences entre les agences de notation, les émetteurs et les prêteurs et (iv) le recours massif des investisseurs en quête de rendement aux notations de crédit conventionnelles, ainsi que l'exploitation des asymétries des échéances et de la liquidité par les conduits à levier financier et les véhicules d'investissement liés (cf. graphique 4). Dans le contexte plus large de politiques monétaires accommodantes et d'une réglementation lacunaire, ce système qui s'auto-renforçait a finalement dégénéré en une source de risque systémique. En tenant compte de ces éléments,

un cadre global pour la titrisation (en Europe et ailleurs) doit régler les problèmes suivants :

- **Pratiques d'octroi des prêts :** la détérioration des pratiques d'octroi des prêts a constitué un facteur central de contribution à la crise financière. Un cadre réglementaire et prudentiel exhaustif peut contribuer à définir des critères d'octroi des prêts robustes tout au long du cycle de crédit. Ce cadre est nécessaire à la fois pour éviter la traditionnelle détérioration de fin de cycle de la qualité des souscriptions et pour limiter le risque que des entités non réglementées (y compris les « banques parallèles ») ne viennent à dominer l'octroi de prêts. Ces mesures doivent garantir que la qualité de l'intermédiation n'est pas compromise par des pratiques de rémunération basées sur le volume (qui attachent peu d'importance aux performances constatées des prêts). L'adoption en Europe de la directive sur le crédit hypothécaire (qui vient s'ajouter à la loi Dodd-Frank et aux règles *qualified mortgage* et *ability-to-repay* aux États-Unis), exigeant que les émetteurs des prêts évaluent la solvabilité des emprunteurs sur la base d'informations vérifiées et documentées, constitue une initiative réglementaire

#### Graphique 4

#### Processus d'auto-renforcement de l'intermédiation financière durant le cycle 2000-2007



Source : Services du FMI.

encourageante en vue de renforcer les pratiques d'octroi des prêts. Des politiques prudentielles supplémentaires pourraient encore renforcer l'octroi de prêts (notamment des dispositifs prudentiels fondés sur le risque pour définir les exigences réglementaires en provisions et en fonds propres) et la réglementation pour assurer que les garanties acceptées comme base à l'octroi de nouveaux prêts privilégient la trésorerie et les revenus par rapport aux plus-values latentes dans les prix des actifs<sup>4</sup>.

• **Intermédiaires de la titrisation:** les titrisations relativement simples et standardisées, donnant lieu à un transfert de flux de trésorerie direct et transparent des emprunteurs vers les prêteurs, ont bien fonctionné en Europe et aux États-Unis pendant des décennies avant la crise financière mondiale. En revanche, une grande partie des problèmes qui sont apparus sur les marchés de la titrisation au cours de la crise étaient liés : (i) aux retitrisations (où la garantie pour une titrisation se compose d'autres titrisations, comme dans les CDO et les CDO de CDO) ; (ii) aux titrisations synthétiques (où l'actif sous-jacent est un contrat sur instruments dérivés) et (iii) aux autres types de titrisations ou produits assimilables à des titrisations, comme les CDO non financés, les CDO à tranche unique ou les CPDO (*constant proportion debt obligation*)<sup>5</sup>. Par conséquent, le Comité de Bâle a pris des initiatives pour décourager les titrisations de nature idiosyncrasique ou complexe (ne représentant pas un transfert transparent des flux de trésorerie réels des emprunteurs vers les prêteurs). Les actifs titrisés doivent comporter des caractéristiques améliorant la capacité des investisseurs à prévoir leurs performances dans différents environnements économiques, ce qui doit ensuite favoriser leur demande (Banque d'Angleterre/Banque centrale européenne, 2014). De plus, en s'assurant que les originateurs conservent un intérêt économique (exposition aux pertes) dans les performances des prêts sous-jacents, les régulateurs ont largement œuvré à résoudre l'incompatibilité des intérêts entre les originateurs de prêts/titrisations, d'une part, et les investisseurs, d'autre part (en Europe, directive sur

les exigences de fonds propres - *Capital Requirements Directive IV*, CRD IV - et réglementation sur les exigences de fonds propres - *Capital Requirements Regulation*, CRR, article 405 ; aux États-Unis, *« Final Rule »*, adoptée par les régulateurs américains). Les régulateurs doivent fournir des indications relatives à la communication en temps opportun, de la part des prestataires de services vers les investisseurs, les régulateurs et les autres parties concernées, de données actualisées sur les performances des prêts sous-jacents (ces données doivent être suffisamment granulaires pour permettre une évaluation pertinente et indépendante de l'opportunité d'un investissement et des risques associés). De plus, le marché de la titrisation est susceptible d'être renforcé grâce à la communication aux investisseurs d'informations sur les variations de la qualité et de la composition du gisement de garanties (afin de réduire l'incertitude en période de tensions sur les marchés), d'une part, et lorsque la garantie sous-jacente consiste en une créance sur des actifs réels (et non sur un autre titre financier), est évaluée sur la base de taux de recouvrement prudents et offre les avantages de la fongibilité (la garantie peut être reprise et vendue avec des coûts frictionnels relativement faibles) d'autre part. La question de la fongibilité transfrontière des garanties revêt une importance particulière dans une région comme l'Europe qui se caractérise par des régimes d'insolvabilité différents selon les pays.

• **Agences de notation du crédit:** éliminer les références aux notations de crédit dans les textes réglementaires a été une priorité du Conseil de stabilité financière et des régulateurs suite à la crise. Les législateurs européens exigent désormais des institutions financières qu'elles effectuent leur propre évaluation du risque de crédit (plutôt que de se reposer uniquement et de façon mécanique sur les notations de crédit, article 5a CRA3). Ils exigent également que les banques n'utilisent les notations que si des critères stricts de qualité sont respectés et qu'elles appliquent les évaluations de crédit de façon cohérente (CRR, articles 268, 269)<sup>6</sup>. De plus, les réglementations européenne et américaine

<sup>4</sup> Les mesures concernées doivent mettre l'accent sur la quotité de financement maximum des emprunteurs et sur leur endettement maximum par rapport à leur revenu, en plus des limites fixées aux montants des prêts de second rang accordés.

<sup>5</sup> Les CDO non financés ne nécessitent aucun paiement initial de la part de l'acheteur de CDO. Dans le cas d'un CDO à tranche unique, une seule tranche était vendue aux investisseurs, le reste du CDO étant couvert dans le portefeuille de négociation en corrélation de la banque d'investissement émettrice. Les CPDO étaient des portefeuilles, à fort effet de levier, de swaps de défaut (credit default swaps – CDS) sur des entreprises de haute qualité, à travers lesquels les investisseurs étaient vendeurs de protection. Ces produits étaient conçus pour atteindre un effet de levier important ou proposer des expositions personnalisées au risque, les instruments servant en général des objectifs purement spéculatifs.

<sup>6</sup> Le règlement de l'UE relatif aux agences de notation de crédit exige que la Commission européenne réexamine toutes les références aux notations de crédit, ce qui pourrait assurer l'élimination progressive du recours mécanique aux notations de crédit d'ici à 2020 (CRA3 article 5c).

comprennent désormais des mesures permettant : (i) d'assurer une meilleure transparence de la relation commerciale entre les émetteurs et les agences de notation (celles qui fonctionnent selon un modèle dans lequel l'émetteur est également celui qui paie pour la délivrance de la notation étant vulnérables à des conflits d'intérêt susceptibles d'entraîner des notations biaisées à la hausse<sup>7</sup>) et (ii) de fournir aux investisseurs l'accès aux résultats des tests de résistance, aux analyses des scénarios de risque et aux hypothèses de modélisation utilisés par les agences de notation pour évaluer la solvabilité. Des définitions standardisées de chacune des caractéristiques sous-jacentes des titrisations (à savoir simplicité structurelle, transparence, durée, qualité de l'actif sous-jacent et autres caractéristiques de la garantie), plutôt qu'un classement agrégé simple, pourraient également inciter les participants à parvenir à leur propre évaluation globale du risque total du produit, contribuant ainsi à éliminer la déresponsabilisation des investisseurs face aux exigences de *due diligence* (ces derniers s'appuyant uniquement, à travers le recours aux notation d'agences, sur un label global d'évaluation des risques).

• **Investisseurs:** les régulateurs et les autorités de surveillance prennent des mesures visant à dissuader les investisseurs d'avoir excessivement recours aux notations de crédit des agences de notation. Les réglementations européennes exigent désormais des investisseurs qu'ils fassent preuve d'une compréhension détaillée des caractéristiques de risque et des aspects structurels des titrisations, qu'ils suivent le risque en permanence (informations sur les rendements des expositions sous-jacentes et tests de résistance réguliers) et qu'ils vérifient que l'émetteur conserve le risque<sup>8</sup>. Cette évolution est encourageante, la crise financière mondiale ayant

démontré que la référence mécanique aux notations de crédit peut entraîner un comportement grégaire des investisseurs et la fuite face aux responsabilités de *due diligence*. Des normes homogènes de *reporting* pour les véhicules d'investissement structurés et les entités associées (avec une attention particulière à la publication des asymétries de liquidité et aux dispositifs de lignes de financement contingentes) pourraient également s'avérer utiles pour améliorer la transparence du secteur.

Des progrès significatifs ont été accomplis pour reconstituer un cadre dans lequel la titrisation peut contribuer durablement à la croissance économique, à l'intérieur de l'Europe comme à l'extérieur, et les efforts se poursuivent<sup>9</sup>. Cependant, certains obstacles subsistent :

• **Les incitations à l'arbitrage du capital et les effets de seuil ont été réduits mais n'ont pas été complètement éliminés.** L'arbitrage du capital peut se produire dans les trois approches des exigences en fonds propres fondées sur la pondération des risques proposées par le Comité de Bâle (2014a) puisque la pondération des risques peut être minimisée indépendamment du risque sous-jacent de la structure : (i) en optimisant certains paramètres des formules réglementaires (par exemple, en manipulant le montant de la tranche ou en aménageant les transferts de risques au-delà de la durée maximum de cinq ans prise en compte par les formules réglementaires)<sup>10</sup> ou (ii) en exploitant les différences existant entre les formules réglementaires et les juridictions<sup>11</sup>. Les effets de seuil sont problématiques essentiellement avec la méthode *external ratings-based approach* (ERBA), qui repose sur les notations externes pour l'estimation des exigences en fonds propres<sup>12</sup>.

7 Ce modèle, dit « acheteur-payeur », incite à la pratique du « panachage » : l'émetteur contacte un certain nombre d'agences de notation avant de conclure avec celle qui lui offre la notation la plus élevée de ses titres. La révélation de ces pratiques serait évidemment d'un grand intérêt pour les investisseurs.

8 CRR article 406, Solvabilité II article 135, AIFMD article 17, directive OPCVM article 50.

9 Le Comité de Bâle et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) réexaminent actuellement les marchés de la titrisation afin d'identifier les facteurs susceptibles de freiner leur développement (Comité de Bâle, 2014b). Le Comité de Bâle et l'OICV ont développé des critères permettant d'identifier des structures de titrisation simples, transparentes et comparables et d'aider à leur développement. Ces travaux constituent une avancée très prometteuse.

10 L'arbitrage du capital commence à poser problème lorsque les exigences de fonds propres appliquées à la tranche présentant le niveau de séniorité le plus faible (tranche à première perte – equity – ou non notée) sont équivalentes à plusieurs fois celles appliquées à la tranche la mieux notée. Tandis que les approches précédemment mentionnées du Comité de Bâle (2014b) imposent une exigence d'une pondération de risque de 1,25 % sur une proportion déterminée des tranches junior (le niveau exact de cette proportion dépendant de l'approche spécifique utilisée et des pondérations de risque s'appliquant aux actifs titrisés sous-jacents), les émetteurs gardent la possibilité d'optimiser la taille des tranches par rapport à la structure des capitaux (avec des pondérations de risque inférieures à 1,25 %) afin de minimiser les exigences en fonds propres, tout en vendant les tranches junior à des investisseurs non bancaires.

11 Dans une transaction à fort effet de levier, les pondérations de risque et les exigences en fonds propres dans les trois tranches supérieures peuvent être très différentes selon les méthodes IRBA, SA et SSFA (simplified standardised formula approach). La pondération de risques augmente rapidement et de façon importante à mesure que l'épaisseur de la tranche diminue.

12 Les effets de seuil concernent la possibilité d'observer des variations significatives et brutales des exigences en fonds propres alors que les notations ne sont que légèrement modifiées.



## Encadré 1

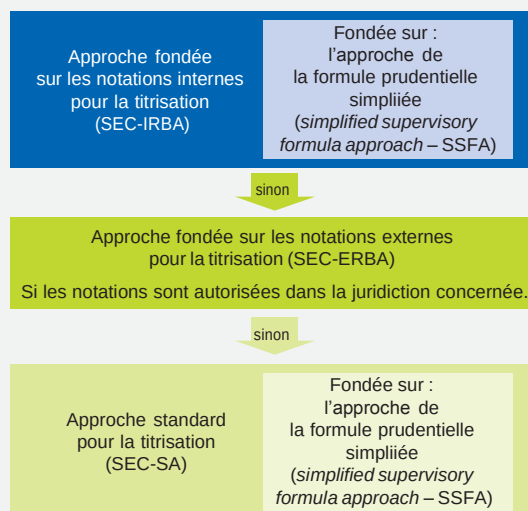
### Cadre relatif aux charges en capital du Comité de Bâle

**Le Comité de Bâle a publié en décembre 2014 un rapport intitulé « Revisions to the securitisation framework »** (Révision du cadre réglementaire de la titrisation), avec pour objectif de rendre les exigences en fonds propres plus prudentes et plus sensibles au risque, de réduire la dépendance mécanique du secteur à l'égard des notations externes et de diminuer les « effets de seuil » (cliff effects). Les méthodologies de pondération des risques prévues dans Bâle II pour les opérations de titrisations, à savoir l'approche standard (standardised approach – SA) et l'approche fondée sur les notations internes (internal ratings-based approach – IRB) doivent être remplacées par une hiérarchisation simple des approches pondérées des risques. Les banques qui en ont la capacité et qui ont l'approbation de l'autorité de surveillance peuvent utiliser l'approche fondée sur les notations internes pour la titrisation (securitisation-IRB approach – SEC-IRBA) pour déterminer les exigences en fonds propres. Dans les cas où les banques ne peuvent pas employer l'approche SEC-IRBA et où la juridiction concernée autorise l'utilisation des notations, l'approche fondée sur les notations externes pour la titrisation (securitisation-external ratings-based approach – SEC-ERBA) doit être appliquée. Si aucune de ces deux approches ne peut être utilisée, il convient d'appliquer l'approche standardisée pour la titrisation (securitisation standardised approach – SEC-SA). Toutes ces approches prévoient un plancher de pondération du risque égal à 15 % pour chaque tranche de titrisation.

**L'approche SEC-IRBA et l'approche SEC-SA s'appuient toutes deux sur l'approche de la formule prudentielle simplifiée (simplified supervisory formula approach – SSFA), qui a déjà été introduite aux États-Unis<sup>1</sup>.** La SSFA ne dépend pas des notations externes, mais est fondée sur quatre éléments principaux : i) la charge en capital du portefeuille sous-jacent ; (ii) l'épaisseur de la tranche ; (iii) le rehaussement du crédit ; et (iv) un facteur d'ajustement prudentiel  $p$  déterminant le niveau des fonds propres requis pour une titrisation par rapport aux charges en capital qui découleraient des expositions sous-jacentes. La nouvelle approche SEC-ERBA s'appuie sur les notations externes pour les expositions de titrisation. Cette approche établit également une distinction entre les tranches senior et les autres tranches et reflète la maturité et l'épaisseur des tranches. Les données relatives au gisement de prêts ne sont pas utilisées pour calculer les exigences en fonds propres, contrairement aux deux approches fondées sur des formules, la SEC-IRBA et la SEC-SA.

<sup>1</sup> Proposée en juin 2012 et publiée en juin 2013 par le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (2013), le Service du contrôle de la monnaie (Office of the Comptroller of the Currency – OCC) et l'agence fédérale de garantie des dépôts bancaires (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC) sous la forme d'un ensemble de règles finalisées destiné à mettre en application les normes de fonds propres de Bâle III aux États-Unis.

### La nouvelle hiérarchie des approches établie en 2014 par le Comité de Bâle



• **Un traitement réglementaire asymétrique :** un traitement défavorable des titrisations par rapport à des titres présentant globalement les mêmes caractéristiques de risques pourrait entraîner des conséquences indésirables, notamment la concentration du risque dans de nouveaux domaines et l'arbitrage réglementaire. Il existe, par exemple, un traitement réglementaire asymétrique entre les produits titrisés et les obligations sécurisées

en Europe et les mesures prises récemment par les autorités pour réexaminer ce problème sont les bienvenues.

• **Complexité et incertitude réglementaires :** les intervenants de marché continuent de citer la complexité réglementaire (notamment lorsqu'il existe des chevauchements entre les exigences établies) et l'incertitude réglementaire comme des

obstacles essentiels à un fonctionnement efficace des marchés de la titrisation. Les questions en suspens comprennent la mise en œuvre de la directive Solvabilité II (pour les assureurs européens) et l'examen du traitement de la « maturité de la tranche » dans le dispositif du Comité de Bâle<sup>13</sup>.

### 3 | le Développement d'une base d'investisseurs institutionnels non bancaires

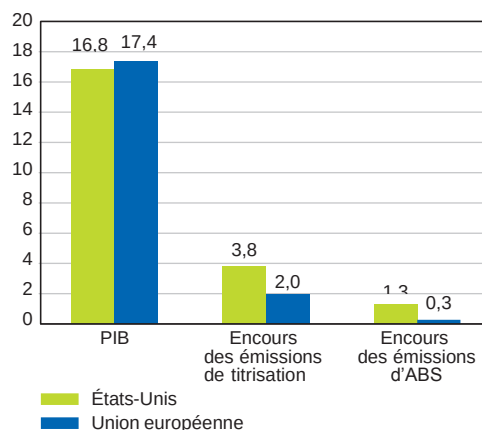
Pour que la titrisation contribue à l'approfondissement financier et à la croissance économique en Europe, le développement d'une base d'investisseurs non bancaires adéquate sera probablement nécessaire. Si la structure de l'économie et le stade de développement auquel elle se situe seront toujours des déterminants essentiels de la taille et du profil de la base d'investisseurs, un écosystème diversifié d'investisseurs ainsi que des sources de financement stables à long terme sont les éléments clés d'une croissance financière équilibrée. C'est ce que permet d'illustrer la comparaison des systèmes financiers en Europe et aux États-Unis.

Parmi les différences les plus frappantes entre les marchés de la titrisation en Europe et aux États-Unis, deux ont trait à la taille et à la composition de la base d'investisseurs. En dépit de la taille légèrement plus grande de l'économie de l'Union européenne (UE) par rapport à celle des États-Unis, l'encours d'ABS et d'autres produits de titrisation est cinq fois plus important aux États-Unis qu'en Europe (cf. graphique 5).

L'encours des émissions de titrisation représente 59 % du PIB aux États-Unis, contre seulement 11 % en Europe. En outre, sur ce marché européen considérablement plus petit, les banques jouent un rôle prépondérant en

**Graphique 5**  
**PIB comparé aux encours des émissions de titrisation et d'ABS aux États-Unis et en Europe, 2013**

(en milliers de milliards de dollars)



Notes : Les émissions de titrisation européennes recouvrent les ABS, les CDO, les RMBS et les CMBS, les PME, et les WBS ; Pour les États-Unis, les titrisations recouvrent ABS, CDO, les Agency MBS et CMO, les private label RMBS et les CMBS. Sources : SIFMA, FRB et services du FMI.

matière d'investissement : les fonds de pension et les sociétés d'assurance représentent une part relativement faible de la demande portant sur une catégorie restreinte d'actifs issus de la titrisation en Europe, alors que l'on observe la situation inverse aux États-Unis (cf. graphique 6). Des mesures permettant de mettre en place une base solide d'investisseurs institutionnels pour la titrisation en Europe pourraient jouer un rôle important non seulement afin de relancer l'activité de titrisation mais aussi, plus globalement, de réduire la dépendance excessive de la région au financement bancaire. La diversification des sources de financement en faveur du financement par les marchés de capitaux présenterait probablement des avantages à la fois à court terme (en améliorant la disponibilité du crédit alors même que les banques européennes procèdent à des cessions d'actifs) et à long terme (Commission européenne, 2014)<sup>14,15</sup>.

13 Le traitement de la « maturité de la tranche » par le Comité de Bâle (2014) se fonde sur le concept de « maturité juridique finale », qui considère que la maturité est spécifiée dans le contrat de dette sous-jacent. Cependant, en raison des caractéristiques « payables par anticipation » de nombreux types de dette, l'utilisation de la « maturité juridique finale » risque de dévier de façon significative des maturités réelles ; cela rendrait donc la « maturité de la tranche » non conforme avec les caractéristiques réelles des instruments de dette sous-jacents. Afin de lisser l'incidence de la maturité sur les exigences en fonds propres lorsque la « maturité juridique » est utilisée, le dispositif du Comité de Bâle (2014) applique désormais une décote.

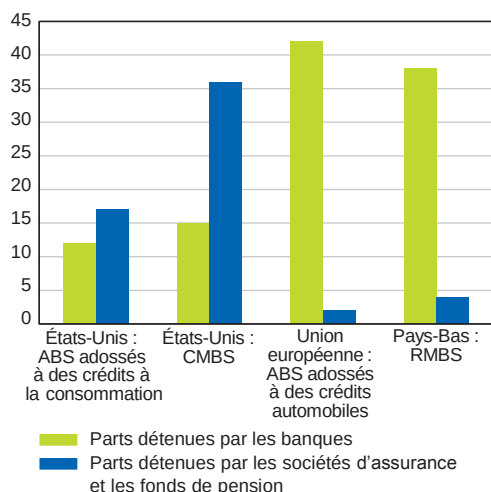
14 Dans le cadre de son initiative destinée à améliorer le financement à long terme de l'économie européenne, la Commission européenne a recensé parmi les priorités les plus urgentes l'investissement dans l'énergie, les transports et les infrastructures de communication, ainsi que dans les PME, l'éducation et la recherche et développement. L'Europe doit faire face à d'importants besoins d'investissement à long terme, qui sont essentiels pour favoriser une croissance durable. Les besoins d'investissement dans les transports, dans l'énergie et les réseaux de télécommunication sont estimés à 1 000 milliards d'euros pour l'UE à elle seule, sur la période s'achevant en 2020 (Commission européenne, 2014).

15 Globalement, une base d'investisseurs plus diversifiée et présentant des objectifs et contraintes diversifiés permettrait de diminuer la probabilité de ventes forcées. Une plus grande part d'investisseurs sans effet de levier serait également bénéfique. Une plus grande diversité de types d'investisseurs accroîtra également la négociation de ces obligations, aboutissant à une plus grande liquidité.



### Graphique 6 Détenition d'une sélection d'actifs de titrisation : États-Unis et Europe, 2013

(en %)



Sources : Citi Research ; Concept ABS et services du FMI.

Certains obstacles empêchent les assureurs européens de jouer un rôle plus important dans la titrisation, l'ampleur précise de leur incidence étant toutefois difficile à cerner. Le dispositif Solvabilité II a pour objectif de renforcer la réglementation et la surveillance du secteur européen de l'assurance, d'améliorer sa contribution à la croissance économique dans l'Union, et de renforcer la protection des assurés. Toutefois, les exigences en fonds propres proposées pour la répartition des risques dans certaines opérations de titrisation sont plus élevées que pour d'autres instruments à revenu fixe (obligations émises par les sociétés et obligations sécurisées) assortis d'une notation de crédit et d'une durée comparables. Dans certains cas, les prêts globaux (*whole loans*) font également l'objet d'un traitement beaucoup plus favorable qu'une tranche de titrisation notée AAA pour le même gisement de prêts sous-jacents (Standard & Poor's, 2014). Il est donc devenu moins rentable pour les assureurs de détenir des actifs titrisés que des obligations du

secteur privé et des obligations sécurisées ou des prêts globaux. Il est encourageant de constater que la Commission européenne a adopté, en octobre 2014, sur la base des recommandations formulées par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), un acte délégué ayant pour objectif d'aboutir à un traitement relativement moins pénalisant de certains types de titrisations de haute qualité précédemment définis<sup>16</sup>. Les exigences en capital effectives dans le cadre de Solvabilité II pourraient également être moins élevées qu'envisagé initialement, en fonction de l'utilisation de modèles internes, d'asymétries entre les actifs et les passifs et *via* de possibles ajustements visant à équilibrer les situations. Hormis les considérations liées à Solvabilité II, les assureurs pourraient avoir des difficultés à gérer l'appariement de l'actif et du passif pour les actifs titrisés qu'ils détiennent, dans la mesure où le risque de remboursement anticipé raccourcit la durée des actifs tandis que la durée des passifs est allongée dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt. Un problème analogue se pose pour les fonds de pension (pour de plus amples détails, cf. *infra*).

Tout comme les sociétés d'assurance, les fonds de pension ont également joué un rôle marginal du côté de la demande sur le marché européen de la titrisation en raison de la structure des systèmes de retraite de la région. Avec une forte proportion d'actifs liés aux retraites dans les régimes à prestations définies<sup>17</sup>, les fonds de pension européens ont un besoin permanent d'actifs assortis de longues durées (afin d'éviter le non-appariement des durées) assortis d'un faible risque de remboursement anticipé<sup>18</sup>. Actuellement, cependant, les titres adossés à des actifs placés sur le marché tendent à être assortis d'échéances courtes, sont amortis en deux à cinq ans environ avec le remboursement des actifs sous-jacents, tandis que les titrisations d'une durée plus longue, telles que les RMBS, comportent souvent un risque élevé de remboursement anticipé. Un obstacle supplémentaire est lié au fait que l'épargne retraite transite par le secteur de l'assurance en Europe

<sup>16</sup> L'acte délégué entrera en vigueur uniquement lorsqu'il aura été approuvé à la fois par le Parlement et le Conseil européens.

<sup>17</sup> Le Royaume-Uni et les Pays-Bas représentent environ 85 % des actifs des fonds de pension européens, avec dans une large mesure des systèmes à prestations définies (72 % et 95 %, respectivement, d'après les données de l'AEAPP, 2014). Rapportés au PIB, les actifs des fonds de pension s'établissent à 160 % pour les Pays-Bas et à 95 % pour le Royaume-Uni (OCDE, 2013). En revanche, ce ratio est inférieur à 15 % dans le cas des économies relativement grandes comme l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. Pour une analyse des différences observées dans les régimes de retraite des pays de l'UE, cf. Parlement européen (2011).

<sup>18</sup> Le risque de remboursement anticipé correspond au risque de récupérer tout ou partie de la dette sous-jacente avant l'échéance. Pour certains types d'actifs, tels que les prêts hypothécaires résidentiels, l'accroissement des remboursements anticipés est lié à la baisse des taux d'intérêt du marché ; le principal peut être restitué de façon anticipée, et doit donc être réinvesti à des taux inférieurs à ceux qui prévalaient au moment de l'investissement initial.

continentale<sup>19</sup>, et entre ainsi dans le champ de la réglementation Solvabilité II. Comme cela a été évoqué précédemment, la titrisation perd alors de son attrait en tant que classe d'actifs en raison des exigences de capital qu'elle induit.

Face aux difficultés décrites plus haut, les mesures suivantes pourraient contribuer au développement, à moyen terme, d'une base d'investisseurs institutionnels non bancaires spécifiquement dédiée à la titrisation en Europe.

- En collaboration avec les régulateurs et les autorités compétentes, les participants du secteur souhaitant obtenir une plus grande participation des fonds de pension à prestations définies devront porter leurs efforts sur la création de flux de trésorerie assortis d'une longue durée et d'un faible risque de crédit, en tenant compte des cadres réglementaire et comptable existants. L'allongement de la durée des ABS et le fait de permettre aux investisseurs de mieux se couvrir contre le risque de remboursement anticipé des actifs assortis de longues durées, tels que les prêts hypothécaires, peuvent jouer un rôle très utile à cet égard<sup>20</sup>.

- Le développement de plates-formes et d'échanges d'information centralisés. Les centrales de crédits et autres bases de données publiques pourraient améliorer la disponibilité et la qualité des prêts sous-jacents et traiter des informations susceptibles, en principe, de bénéficier aux marchés de la titrisation en fournissant aux investisseurs une plate-forme plus solide pour effectuer leur propre analyse de *due diligence*<sup>21</sup>.

- Les exigences en matière d'information prêt par prêt et les normes de documentation doivent être harmonisées<sup>22</sup>. Cela pourrait remédier aux problèmes de manque d'informations cohérentes au

sujet de la titrisation et d'exigences opérationnelles à l'égard des investisseurs, ces derniers ayant des difficultés à évaluer correctement le risque de crédit en raison de la complexité de l'information et des différences entre les pays du point de vue des obligations de déclaration, ce qui tend à favoriser un biais domestique. Une plus grande cohérence et transparence dans la déclaration des historiques de crédit pourrait être particulièrement utile pour les véhicules de prêts directs dont le financement est indispensable pour les PME et les infrastructures (Commission européenne, 2014).

- Outre l'harmonisation des régimes d'insolvabilité nationaux (afin de réduire au minimum l'incertitude quant à la valeur de recouvrement des garanties), les éventuelles révisions du droit européen des sociétés pourraient s'inspirer plus largement de la législation américaine en matière d'insolvabilité, qui permet aux chefs d'entreprise de déclarer l'insolvabilité à titre préventif, de manière à permettre aux entités viables de disposer d'un délai suffisant pour se réorganiser.

- L'harmonisation du traitement fiscal des véhicules de titrisation est également souhaitable. En l'absence d'un régime fiscal suffisamment uniforme et harmonisé, le coût et la complexité des opérations transfrontières peuvent freiner le recours à la titrisation par rapport à d'autres instruments de financement.

- Des techniques de rehaussement de crédit sur les opérations de titrisation (y compris des garanties limitées du secteur public), telles que celles proposées par le Fonds européen d'investissement (FEI) et par les entités de titrisation pour les PME en Allemagne et en Espagne, ont été introduites mais n'ont pas été suffisamment développées jusqu'à présent, sont idiosyncratiques ou trop étroitement concentrées pour avoir un impact large (FMI, 2014).

19 Le principe de la répartition qui prévaut en Europe continentale, dans lesquels les cotisations des salariés financent de façon concomitante les pensions des retraités actuels, a également abouti à une insuffisance de placements au titre des fonds de pension disponibles pour l'investissement à long terme sur les marchés de capitaux régionaux, notamment sur les marchés de la titrisation.

20 De même, les régulateurs ont un rôle à jouer en favorisant un environnement de marché qui permette aux établissements de se prémunir contre ce type de risques.

21 Le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé la mise en place d'obligations d'information prêt par prêt pour les actifs admis en garantie des opérations d'escompte. À l'initiative du secteur privé a ainsi été créé et approuvé par l'Eurosystème l'entrepôt de données européen pour les ABS (European Datawarehouse for ABS), qui fournit des informations prêt par prêt et opération par opération pour tout type d'intervenants de marché; la Banque d'Angleterre a publié des modèles de collecte de données analogues à ceux de la BCE pour les ABS.

22 En termes de disponibilité des données et d'harmonisation de leur publication, les exigences de transparence prêt par prêt (qui recouvrent l'obligation d'information prêt par prêt pour les ABS, notamment les titrisations de PME) de la BCE et de la Banque d'Angleterre constituent déjà une avancée importante par rapport au passé (Banque d'Angleterre/Banque centrale européenne, 2014). De nouvelles améliorations dans la publication de la documentation relative aux opérations et des informations relatives aux performances sont envisagées par l'Autorité européenne des marchés financiers – AEMF). Il existe probablement aussi une marge de manœuvre pour une normalisation plus poussée des prospectus et des rapports d'investisseurs.

Elles doivent également être évaluées avec soin au regard des risques d'aléa moral.

- Afin que les investisseurs aient une plus grande visibilité et une meilleure compréhension de l'incidence sur la notation des ABS des plafonds de notation de la dette souveraine et de la dette au titre des facilités auxiliaires, les agences de notation de crédit pourraient publier des informations supplémentaires afin de compléter leur note globale (Banque d'Angleterre/Banque centrale européenne, 2014). Il pourrait s'agir notamment d'une matrice indiquant la notation implicite des différentes tranches si les plafonds de notation de la dette souveraine et de la dette au titre des facilités auxiliaires devaient être relevés. Le fait d'imposer aux ABS les plafonds de notation de crédit relatifs aux produits financiers structurés a eu une incidence négative sur le marché de la titrisation dans certains pays de l'UE, dans lesquels la note AAA ne peut plus être attribuée indépendamment de l'ampleur du soutien au crédit contenu dans la structure. Cela résulte de l'imposition d'un plafond absolu de notation par rapport à la dette souveraine, qui pourrait dissuader d'autres investisseurs potentiels (c'est-à-dire ceux disposant d'un mandat strict fondé sur la notation) et également nuire à la transparence entourant la qualité de crédit inhérente aux opérations de titrisation.

- Une plus grande égalité de traitement en matière d'exigences de capital (comme ce qui a été récemment proposé par la Commission européenne) contribuerait à éviter que les assureurs européens n'en viennent à procéder à des ventes forcées et se détournent de la titrisation, faisant de ce secteur une source primordiale de demande<sup>23</sup>.

- Les autorités européennes devraient poursuivre leurs efforts en vue de développer les deuxième et troisième piliers du secteur des fonds de pension, ce qui pourrait à terme accroître la demande institutionnelle de catégories d'actifs telles que la titrisation.

## 4 | Conclusion

Le dynamisme du marché de la titrisation en Europe pourrait comporter deux avantages principaux. En premier lieu, il pourrait contribuer à atténuer les contraintes de financement qui pèsent sur les entreprises en réduisant les coûts de financement des banques et en allégeant le bilan des banques, ce qui leur permettra d'accorder de nouveaux prêts. En second lieu, il pourrait jouer un rôle dans l'objectif de plus long terme de réduire la dépendance de l'économie européenne au financement bancaire pour l'orienter vers un modèle de financement plus diversifié. Pour atteindre ces objectifs, nous préconisons des actions sur deux fronts. Afin de remédier aux problèmes qui entravent le fonctionnement efficace, du côté de l'offre, des marchés de la titrisation, la réglementation doit être axée sur le renforcement de chaque élément de la chaîne d'intermédiation financière, ainsi que sur les obstacles qui subsistent comme les problèmes d'incitation, le traitement asymétrique des véhicules de titrisation en matière de capital, et l'incertitude réglementaire (en particulier dans le cas de Solvabilité II). Du côté de la demande, les obstacles devront également être surmontés pour susciter une plus grande implication des sociétés d'assurance et des fonds de pension européens, étant donné la sous-utilisation de ces deux sources potentielles de capital à long terme. Les échanges d'information centralisés et, notamment, l'harmonisation à l'échelle européenne des exigences en matière d'information prêt par prêt, des normes de documentation, des régimes d'insolvabilité ainsi que du traitement fiscal des opérations de titrisation favoriseraient dans une large mesure la mise en place d'un véritable marché unique d'investisseurs institutionnels non bancaires sur les marchés européens de la titrisation. Même s'il s'agit d'un travail de longue haleine, qui ne remédiera très certainement pas à l'ensemble des défis auxquels l'Europe doit faire face en matière de croissance, d'importants progrès ont déjà été accomplis pour réduire les inefficiences du côté de l'offre et de la demande sur les marchés européens de la titrisation, et d'autres sont à venir.

<sup>23</sup> Outre les exigences en capital, d'autres facteurs sont pris en compte par les assureurs pour décider de modifier ou non leur exposition à la titrisation : le rendement corrigé du risque, la transparence, l'appariement des durations et les gains en termes de diversification.

# The case for a better functioning securitisation market in the European Union

2

## Box 1

### State of the securitisation market

51. This box provides a brief overview of the current state of securitisation markets, drawing on some key differences between Europe and the United States.

#### *Decline of the securitisation market*

52. Global securitisation markets grew dramatically in the run up to the crisis, with amounts outstanding peaking at €2 trillion in Europe and US\$11 trillion in the United States. They have since contracted sharply since, especially in Europe (**Charts 1 and 2**).

53. Aggregate US issuance has been reasonably strong since the crisis, with US\$2.2 trillion issued in 2013, equivalent to around two-thirds of the pre-crisis annual rate (**Chart 3**). This issuance has been driven predominantly by Agency MBS. Of the other asset classes, only auto loan ABS issuance levels have been maintained since the crisis (**Chart 4**).

54. In Europe, where there is no Agency MBS market, aggregate issuance has been notably lower since the crisis, with only €174 billion issued in 2013 (including retained issuance); equivalent to roughly 40% of the pre-crisis annual rate (**Chart 5**). This figure is significantly lower if retained issuance, which has often been used by banks to access central bank funding, is excluded. As in the United States, new issuance of private label residential mortgage-backed securities (RMBS) in Europe has fallen markedly. But issuance of ABS backed by auto loans and consumer loans, for example, has held up reasonably well (**Chart 6**).

55. The outstanding amount of securitisations in the EU at the end of 2013 was about €1.4 trillion (**Chart 2**), or around one fifth of the size of the US securitisation market. RMBS formed by far the largest segment, accounting for 59%; SME ABS was the next largest, but accounted for only 8% of the market. The jurisdictions with the largest outstanding securitisation markets in Europe are the United Kingdom, Netherlands, Spain and Italy.

56. In 2006, virtually all primary issuances were placed with end-investors and other banks; by 2009, almost all deals were retained by the originating banks and many were placed as collateral with central banks. Despite some small increases since 2009, public issuance volumes remain very low in Europe and continue to be mostly originated in a small set of countries such as Germany, Netherlands and the United Kingdom. The deals that have emerged from the more stressed economies either involve short maturities, high yielding assets or SME transactions with specific support from the European Investment Bank (EIB) or European Investment Fund (EIF) (e.g.

via purchases of senior or mezzanine tranches and/or via guarantees).

57. Despite the low issuance and the modest take-up by investors, most European structured finance products performed well throughout the financial crisis from a credit standpoint, with low realised default rates. For example, according to a recent analysis by Standard & Poor's, the cumulative default rate on European consumer-related securitisations, including SME CLOs, between the start of the financial downturn in July 2007 and Q3 2013 has been only 0.05%.<sup>4</sup> By comparison, securitisations on US loans, including subprime loans, experienced default rates of 18.4% over the same period. These measures include defaults triggered by non-payment of interest and so do not necessarily correspond to ultimate losses to bondholders, as the collateral may subsequently generate sufficient cash flows to partly compensate investors. A study of securitisations issued between 2000 and 2012 by Fitch Ratings found that most European structured finance asset classes (apart from some commercial mortgage-backed securities (CMBS) had negligible losses, both incurred and expected, of a few basis points. By comparison, US subprime securitisations had incurred and expected losses of 12% and losses on US collateralised debt obligations (CDOs) were around 50%.

58. The next section draws out some of the key dimensions that distinguish securitisation markets across jurisdictions and asset classes.

#### *Guarantees*

59. The differing levels of overall issuance in the United States and European RMBS markets can be partly attributed to the comparative strength of Agency MBS issuance in the United States. These securities are backed by loans that conform to specified standards<sup>5</sup> and are structured so as to reduce the credit risk borne by investors through a guarantee from the so-called Government Sponsored Enterprises (or GSEs), primarily Fannie Mae and Freddie Mac. Both of these GSEs were taken into conservatorship in September 2008.

60. A variety of initiatives in the United States and Europe have attempted to support SME lending and transform SME-backed securities into a viable securitisation market. In the United States, the Small Business Administration (SBA) offers support for SME lending by guaranteeing up to 85% of the principal on loans originated by approved institutions. The 7(a) loan programme provides credit to a wide range of

<sup>4</sup> The corresponding default rates for European consumer finance ABS, RMBS and SME CLO are 0.04, 0.1 and 0.4% respectively.

<sup>5</sup> Guidelines for conforming loans include maximum loan size, loan-to-value ratio, debt-to-income ratio, credit score and borrower history.



eligible small businesses, with SBA loan value reaching a record high of more than US\$93 billion in 2010. However, the supply of SBA-backed ABS has been limited.

61. In Europe, the EIF provides direct credit enhancement for the senior and mezzanine tranches of securitisations backed by SME loans, including guaranteeing ratings at AAA. National and regional government guarantee programmes for senior tranches of SME securitisation also exist, such as the FTPYME and FTGENCAT schemes in Spain and the FCGPMI in Italy.

### **Standardisation and information**

62. The availability of relevant information for investors varies by jurisdiction and by asset type. Newly-originated securitisations tend to be accompanied by detailed prospectuses and investor reports, including data on the assets included in the specific deal and monitoring performance metrics post origination, but these data have been inconsistent across deals.

63. Data availability has improved in various jurisdictions post-crisis. In the United States, Dodd-Frank and related initiatives will require that loan-level information is available to investors at the time of origination and on an ongoing basis. In Europe, the ECB and the Bank of England have introduced loan-level information requirements as part of their collateral eligibility criteria.<sup>6</sup> Furthermore, ESMA is preparing draft regulatory technical standards for ABS disclosure requirements, in relation to the CRA3 (Regulation (EU) No 462/2013), which may include requirements on transaction documentation, loan-level data reporting and availability of cashflow models, consistent with the Bank of England's collateral eligibility criteria. But further improvement in data availability and standardisation might still be helpful.

64. Credit registers could also improve the availability and quality of information that could, in principle, also benefit securitisation markets by allowing investors to build more accurate models of default and recovery rates. In Europe, many countries already have credit registers; in the United Kingdom, no such credit register currently exists.

### **Accounting treatments**

65. Differences in accounting treatments across jurisdictions and underlying asset types may also help to explain issuance patterns across securitisation markets. In particular, US banks, which report on a US Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) basis, may have had stronger incentives to issue

securitisations than European banks, which follow International Financial Reporting Standards (IFRS) (or other national GAAP rules). This is because US GAAP allows for a greater proportion of structured finance vehicles to be treated as being off sponsoring banks' balance sheets. The tendency for 'arbitrage driven' transactions (such as leveraged collateralised loan obligations (CLOs), structured investment vehicles (SIVs), etc.) to be treated off balance sheet in contrast to 'funding ABS' transactions (such as RMBS and auto loan ABS), may have been a factor in their relative growth pre-crisis. That said, differences are expected to be smaller in the future.<sup>7</sup>

### **Substitutes**

66. In contrast to the United States, there is a deep and liquid European covered bond market, which may have partially offset the reduction in European securitisation issuance.

67. In general, covered bonds require a higher degree of over-collateralisation than securitisations. And unlike securitised assets, covered bonds are an obligation of the issuing bank, backed by a pool of assets to provide investors with a second form of recourse in the event of the issuer's default.

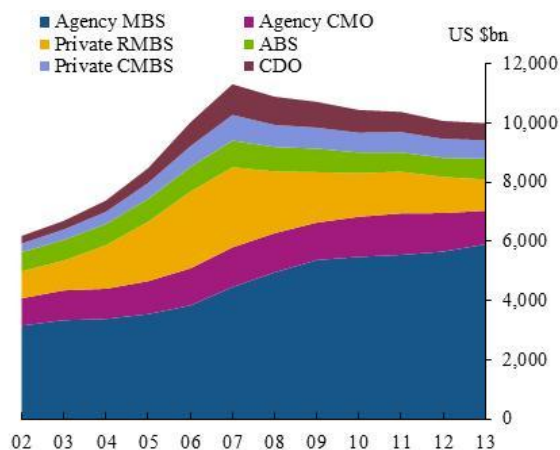
68. The regulatory treatment of covered bonds relative to securitisations may also increase the incentives for regulated firms to invest in covered bonds. One example of such differences in regulatory treatment is the Standardised Approach in the CRR, which applies lower risk weights to certain covered bonds for bank investors. Another is, subject to pending regulatory decisions, the LCR. Under the BCBS regulations, certain covered bonds may be eligible as Level 2A High Quality Liquid Assets (HQLA), whilst only a limited universe of securitised assets may be eligible as Level 2B HQLA, at the discretion of national authorities and subject to a higher haircut.

69. While covered bonds differ from ABS in a number of important ways, they also share numerous similarities – in particular, some prudently structured, high-quality ABS tranches may provide credit protection comparable to covered bonds that have similar underlying collateral. Regulatory requirements should therefore take into account these characteristics and, where warranted, ensure that there is a uniform approach to their regulation to ensure that both types of instrument are subject to appropriate regulatory requirements. Such an approach should help to ensure there are no regulatory incentives for undue overreliance on one type of instrument at the expense of the other.

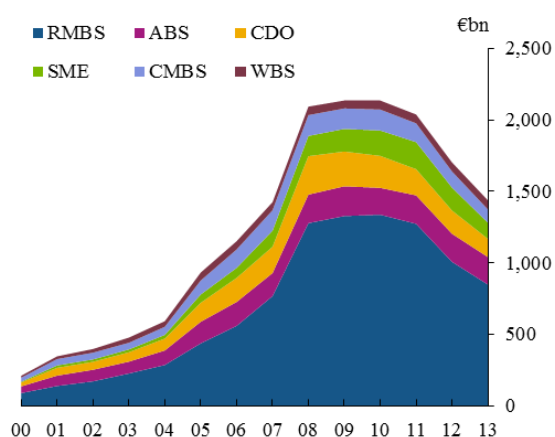
<sup>6</sup> For the Eurosystem, this began in January 2013 for RMBS, SME ABS and CMBS. In January 2014, the reporting requirements began for the other asset classes – auto, leasing and consumer ABS transactions – and in March 2014 for credit card ABS. For the Bank of England, reporting requirements were introduced in December 2011.

<sup>7</sup> For example, at the request of the SEC and The President's Working Group on Financial Markets, FASB introduced FAS 166 and 167 effective 1 January 2010 'to address concerns about companies who were stretching the use of off-balance sheet entities to the detriment of investors'.

Chart 1: US securitisation outstanding



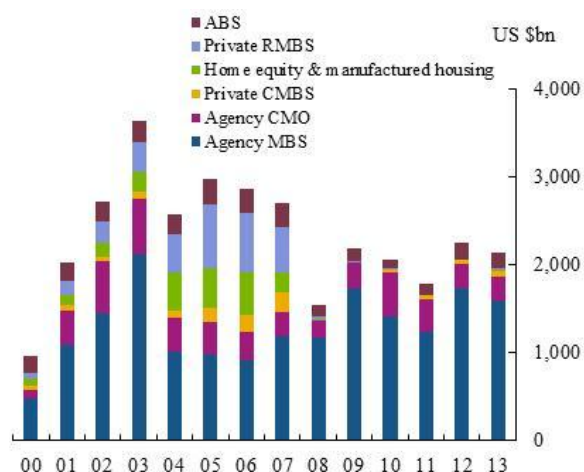
Sources: SIFMA.

Chart 2: European securitisation outstanding <sup>(a)</sup>

Sources: SIFMA and Bank calculations.

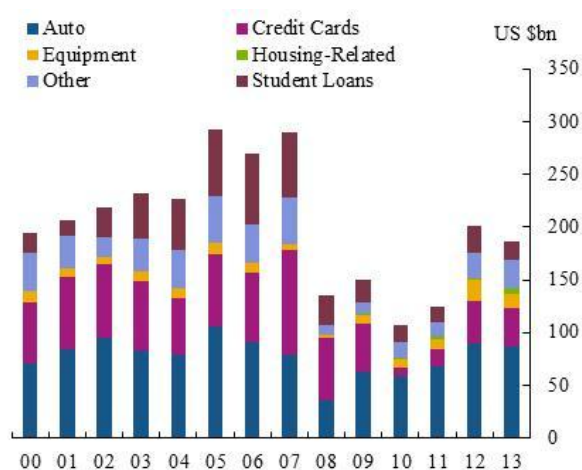
(a) Includes retained deals

Chart 3: US securitisation issuance

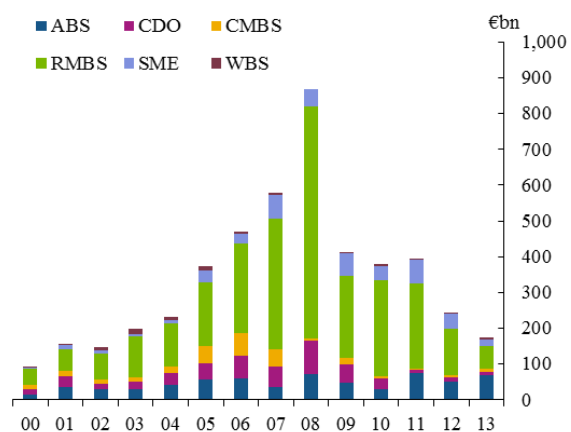


Sources: SIFMA.

Chart 4: US ABS issuance

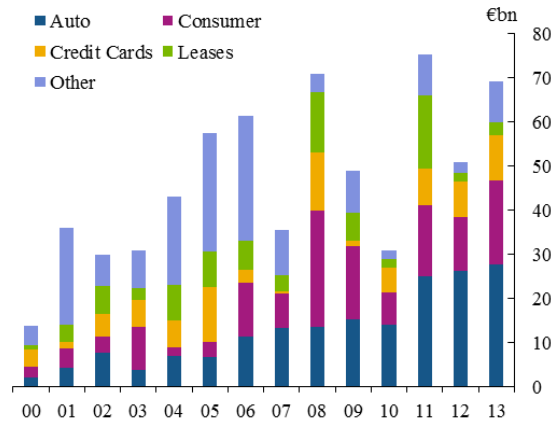


Source: SIFMA.

Chart 5: European securitisation issuance <sup>(a)</sup>

Sources: SIFMA and Bank calculations.

(a) Includes retained issuance

Chart 6: European ABS issuance <sup>(a)</sup>

Sources: SIFMA and Bank calculations.

(a) Includes retained issuance



## Box 2

### Regulatory context

70. A number of regulatory initiatives, some already established and some still subject to negotiation or confirmation, affect incentives to issue or invest in securitised assets for regulated firms. Many of these initiatives have been designed with the aim of addressing the fragilities exposed during the crisis, such as opacity of securitisation structures, investors' often mechanistic reliance on external

ratings, insufficient capital held against exposures and misalignment of issuer and investor incentives. Table 1 sets out some of the most relevant initiatives but there are a number of others, such as the European Market Infrastructure Regulation (EMIR), Regulation A/B in the United States and the ESMA credit rating agency (CRA) disclosure rules.

**Table 1: Selected regulatory initiatives**

| Regulatory initiative       | Objective                                                                                                                                                                                                                 | Description                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Channel of potential impact on securitisation                                                                                                                                                                                                                                             | Timeline                                                                                                                                               |
|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| G20 Retention principles    | Aims to align incentives of issuers and investors.                                                                                                                                                                        | In line with the statement from G20 leaders following the 2009 Pittsburgh summit, a number of jurisdictions have set, or are in the process of setting, risk retention requirements. In Europe a 5% retention requirement must be met for banks and certain other regulated investors to be able to invest in a securitisation. In the United States, regulatory agencies recently consulted on rules to implement retention requirements. | Demand (where the onus is on investors to ensure compliance, e.g. under AIFMD or CRR) and supply (if issuers find it difficult to meet retention requirements).                                                                                                                           | Retention requirements in force from 2011 via CRD/ CRR. Commission to adopt Binding Technical Standards by 30 June 2014. US rules under consideration. |
| BCBS Capital requirements   | With respect to securitisation, aims to address the following:<br>- mechanistic reliance on external credit ratings,<br>- imprudently low risk weights<br>- cliff-edge effects arising following credit rating downgrades | Requires banks to hold capital against investment in securitisation. Also enables bank issuers to obtain capital relief on securitised assets sold to third-party investors subject to certain conditions.                                                                                                                                                                                                                                 | Supply (enabling capital relief and affecting capital weights on retained risk tranches on funding transactions) and demand (capital requirements on bank investors)<br><br>Banks' willingness to hold (and provide liquidity) on ABS affects non-bank investors' willingness to hold ABS | The BCBS consultation on its latest proposals closed for comments on 21 March 2014.                                                                    |
| BCBS Liquidity requirements | Introduces a global framework for liquidity regulation that promotes the short-term resilience of the liquidity risk profile of banks                                                                                     | The LCR requires that a bank's stock of unencumbered HQLA be larger than the projected net cash outflows over a 30-day horizon under a stress scenario specified by supervisors.<br><br>The BCBS standards give national authorities the discretion to include RMBS in Level 2B HQLA subject to certain conditions and a 25% haircut.                                                                                                      | Demand (potential inclusion in HQLA) and supply (requirement to hold liquid assets against securitisation due to mature within 30 days and against liquidity lines to securitisation vehicles/ ABCP conduits)                                                                             | In Europe, the CRR requires the Commission to specify a binding LCR by mid-2014.                                                                       |

|                               |                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                   |                                                                                                    |
|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Solvency II                   | Aims to establish a revised set of EU-wide capital requirements and risk management standards for insurers with the objective of increasing protection for policyholders.      | Requires insurers to hold capital against investment in securitisation. The European Commission asked the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) to examine whether the calibration and design of regulatory capital requirements for long-term investments in certain asset classes under the envisaged Solvency II regime necessitates any adjustment in the context of promoting growth in the economy but without jeopardising the prudential nature of the regime. | Demand. Insurers are an important non-bank investor in ABS.       | The EIOPA report was delivered in Dec 2013 and is now being considered by the European Commission. |
| Consolidation/<br>sponsorship | Ensure that the risks of banks' off balance sheet exposures to and other connections with ABCP conduits and other securitisation vehicles are properly captured in regulation. | Large exposure limits: BCBS has developed a framework for measuring and controlling large exposures to provide a common minimum standard internationally.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Reduction in supply.                                              | Implementation of the revised standards is scheduled to take effect from 2019.                     |
|                               |                                                                                                                                                                                | Capital and liquidity regulation: banks face increased capital requirements for counterparty credit risk and are required to hold liquid assets against the potential draw-down of off-balance sheet credit and liquidity facilities.                                                                                                                                                                                                                                                           | Supply. Reduces the attractiveness of establishing ABCP conduits. | See above                                                                                          |
|                               |                                                                                                                                                                                | Scope of consolidation: work is on-going at the BCBS to ensure that scope of consolidation for banks is appropriate.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | TBC                                                               | TBC                                                                                                |

## 2 La titrisation aux États-Unis et en Europe : Éléments de comparaison

Née aux États-Unis dans les années d'après-guerre, la titrisation a pris son essor en Europe quelques décennies plus tard, vers la fin des années 1990. Même s'il n'est probablement pas seul en cause, le processus de désintermédiation financière, accompagné du passage vers le modèle « *originate to distribute* » qu'ont connu les États-Unis, et en partie l'Europe, à partir des années 1980, ont

joué un rôle moteur dans l'essor de cette industrie. Selon certains auteurs<sup>22</sup>, la baisse de rentabilité des opérations bancaires traditionnelles aurait favorisé l'apparition et le développement de la titrisation. D'autre part, la création de titres répondait à une demande de collatéral en très fort accroissement pour le refinancement Banque centrale, à un moment où les titres d'État ne suffisaient plus

à combler les besoins en la matière<sup>23</sup> : les prêts titrisés sont devenus de facto un collatéral recherché autant qu'un investissement pour les acteurs institutionnels. Seuls les marchés d'Amérique du Nord et d'Europe (secondairement, certains marchés d'Asie comme le Japon pour l'immobilier) présentent un degré de profondeur sur les marchés primaire et secondaire permettant à une activité telle que la titrisation de se développer : ces deux ensembles géographiques représentent à eux seuls la quasi-totalité des émissions d'ABS, les États-Unis s'octroyant la part principale<sup>24</sup>.

Pour donner un ordre de grandeur, après avoir représenté, en montant, plus de la totalité des émissions obligataires des sociétés non financières en 2005,

les émissions réelles<sup>25</sup> d'ABS aux États-Unis sont retombées à un niveau proche de 50% de ces montants en 2008. Au premier semestre 2013 cependant, elles retrouvaient pour la première fois la proportion de 2005<sup>26</sup> avec près de 900 milliards d'euros d'émissions, dont cependant seulement 150 (environ 20%) hors « agences ».

En dehors des encours correspondant aux émissions des « agences » gouvernementales, la perspective est toutefois différente, et l'on constate cette fois que les émissions américaines sont à peine équivalentes au total des émissions européennes sur le premier semestre 2013, et nettement inférieures à partir de 2008 ; c'est à cette aune que l'on peut encore considérer que le marché américain de la titrisation est déprimé et qu'il n'est soutenu que par l'activité des Agences gouvernementales (Graphique 5).

<sup>22</sup> G.Gorton et A.Metrick dans leur étude sur la titrisation (National Bureau of Economic Research, décembre 2012).

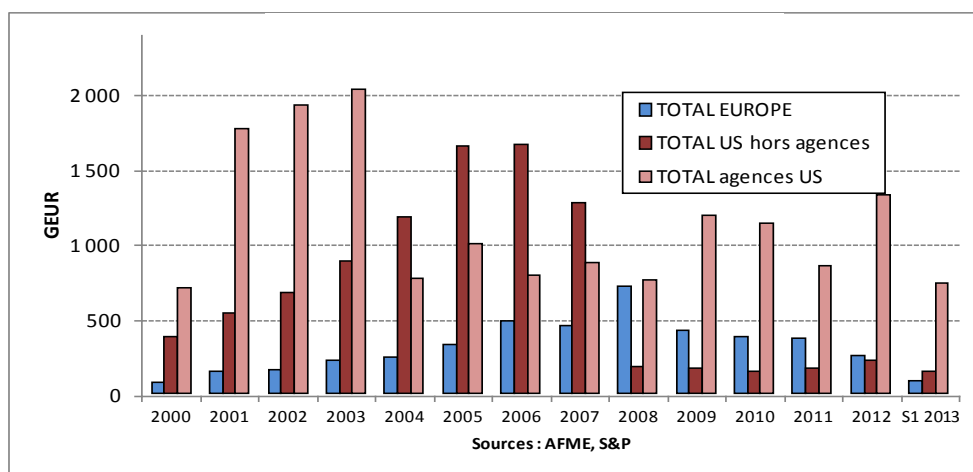
<sup>23</sup> Demande de collatéral pour les dérivés, produits eux-mêmes en très forte croissance, demande de collatéral dans les opérations de compensation et de contrepartie, elles-mêmes auto-alimentées par l'explosion de ces nouveaux titres provenant de prêts autrefois non marchés, enfin demande liée à l'accroissement des opérations de pension.

<sup>24</sup> À cette importante précision près : aux États-Unis, 85% des émissions d'ABS au premier semestre 2013 étaient le fait des « agences » gouvernementales de soutien à l'activité immobilière (la *Federal National Mortgage Association*, la *Government National Mortgage Association* et la *Federal Home Loan Mortgage Corporation*). Ces agences, créées entre les années 1930 et 1970 pour soutenir le marché immobilier américain (en tant que garantes ou émettrices de titres adossés sur des hypothèques qu'elles rachètent aux banques), ont joué un rôle prépondérant dans le lancement et l'essor de la titrisation aux États-Unis, la désintermédiation financière faisant ensuite sentir ses effets à partir des années 1980 sur les autres types de prêts. Le gouvernement américain envisage de liquider ces institutions pour les remplacer par un système privé de garantie hypothécaire sous surveillance étatique.

<sup>25</sup> C'est-à-dire correspondant aux seules émissions ayant trouvé preneur sur un marché (public ou privé), par opposition aux émissions retenues par l'émetteur.

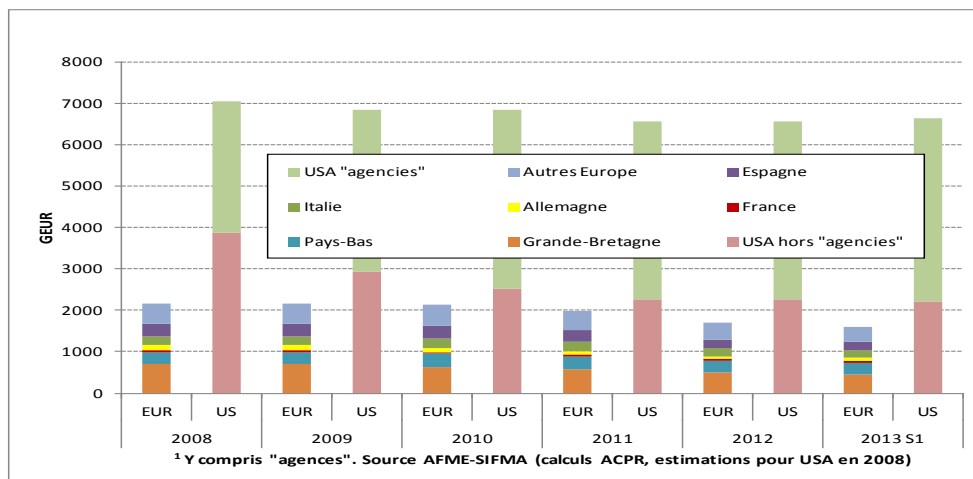
<sup>26</sup> Selon les données de l'AFME (*Association for Financial Markets in Europe*), in « Europe securitisation quarterly », édition du deuxième trimestre 2013.

**Graphique 5**  
**Émissions de titres adossés à des actifs**



Le poids déterminant des « agences » gouvernementales américaines se fait également sentir dans les encours de produits ABS : même si les États-Unis demeurent, de loin, le premier marché en volume pour les actifs titrisés, les montants hors « agences » sont presque comparables<sup>27</sup> à ceux des pays européens réunis, et l'on voit bien l'importance croissante prise par les agences depuis 2008 dans le total américain qui correspond à peu près à ce qu'il était au moment de la crise des *subprimes* (Graphique 6).

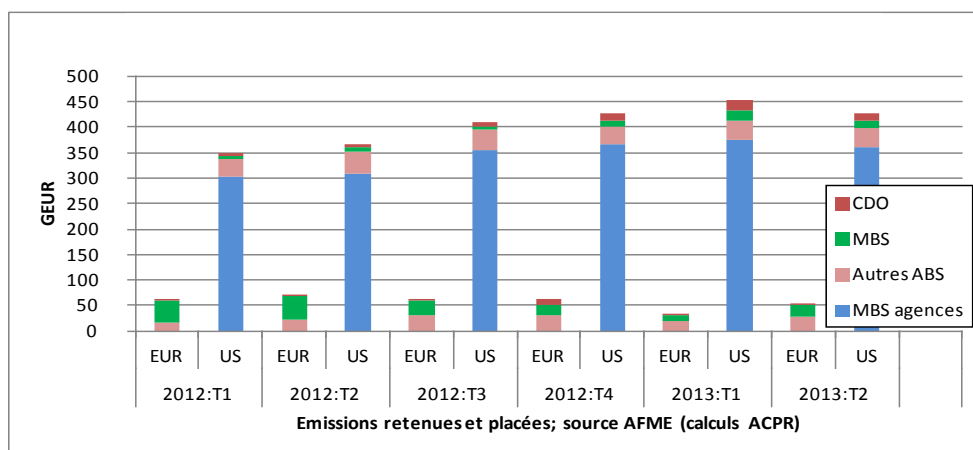
**Graphique 6**  
**Encours de produits titrisés Europe / États-Unis<sup>1</sup>**



Il en va de même au niveau des émissions trimestrielles (Graphique 7), où l'on constate que les volumes européens sont du même ordre de grandeur, voire supérieurs, aux volumes américains si l'on fait abstraction des agences gouvernementales (qui émettent exclusivement des MBS, dont la quasi-totalité adossée à des emprunts immobiliers résidentiels).

<sup>27</sup> Du fait du rachat ou de l'émission de nouveaux actifs titrisés adossés à des actifs immobiliers résidentiels (RMBS) presque exclusivement par ces seules agences.

**Graphique 7**  
**Émissions trimestrielles d'ABS en Europe et aux États-Unis selon le sous-jacent**



### 3 Typologies du marché européen de la titrisation

L'effondrement des émissions d'ABS après la crise des *subprimes*<sup>28</sup> aux États-Unis en 2007, s'est répercuté sur les marchés européens, et si ses effets ont été globalement les mêmes des deux côtés de l'Atlantique, les caractéristiques des ABS européens ne recoupent cependant pas celles des titres américains (Graphique 9).

#### **Encadré 2** **Les principaux compartiments de la titrisation européenne : les RMBS et les ABS sur prêts automobiles.**

Entre 2007 et 2013, le marché primaire de la titrisation en Europe est surtout caractérisé par une forte diminution des émissions placées –par opposition aux titres gardés comme garantie au bilan de la banque-, et un effondrement des pays du sud (Italie, Espagne, Portugal) dans les émissions ; par contre, le marché primaire repose toujours sur les mêmes actifs sous-jacents : les prêts immobiliers britanniques et hollandais, et les prêts automobiles allemands, britanniques et français.

##### 1. Les RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities).

La prédominance des RMBS dans les encours de titrisations européennes (Graphique 8) se retrouve dans les émissions des années post-crise de 2008. Si l'on ne prend en compte que les seules émissions publiques placées, c'est-à-dire à l'exclusion de celles qui sont retenues au bilan des établissements émetteurs, ce sont environ 160 GEUR de titres qui ont été achetés sur les marchés primaires européens entre 2011 et l'automne 2013<sup>29</sup>.

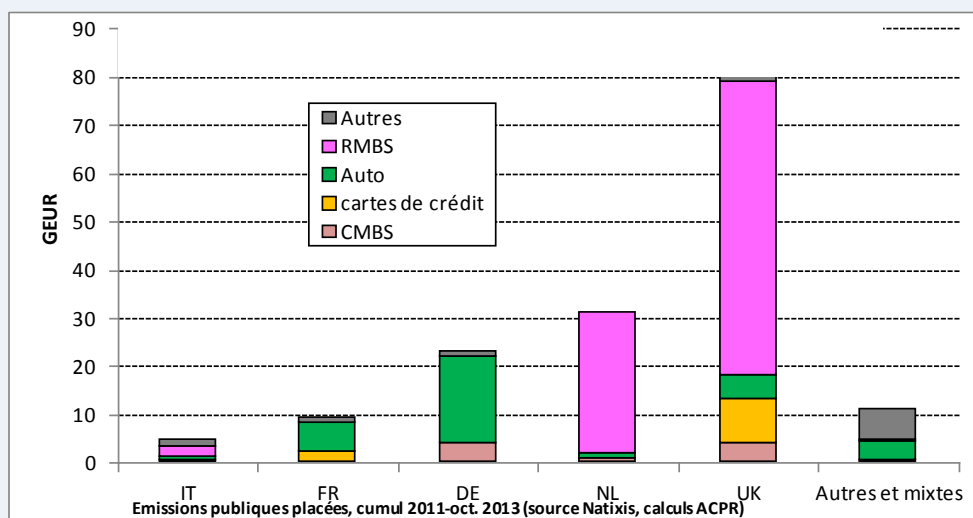
<sup>28</sup> Une bonne partie des emprunts immobiliers résidentiels américains qualifiés de *subprimes* (c'est-à-dire pour lesquels la capacité de remboursement de l'emprunteur est considérée comme mauvaise ou douteuse) constituaient alors, et constituent encore, les actifs sous-jacents de nombreux ABS, parfois sans que cela apparaisse clairement aux investisseurs initiaux ; ce sont les premières vagues de défaut sur ces crédits et l'opacité de certaines catégories d'ABS qui sont à l'origine des pertes massives enregistrées par les détenteurs (banques en particulier) de ces titres, et de la méfiance consécutive des investisseurs vis-à-vis de la titrisation en général.

<sup>29</sup> Recensement hebdomadaire effectué par Natixis dans sa « newsletter ABS et CDO Europe » (calculs ACPR).



Les émissions en provenance du Royaume-Uni et des Pays-Bas se détachent nettement (près de 70% du total), et l'on voit que ces deux pays émettent surtout des RMBS, qui représentent un mode important de refinancement des prêts immobiliers résidentiels (fin 2011, la proportion des prêts aux ménages et aux entreprises financées par de la titrisation représentait plus de 20% au Royaume-Uni, cette proportion revenant ensuite fin 2013 plus proche des 15%, cette diminution étant probablement imputable au *funding lending scheme* lancé par le gouvernement britannique en 2012 [voir ci-dessous p.19]). Contrairement à ceux des Pays-Bas, les RMBS britanniques sont surtout financés en dollars et sont regroupés au sein de *master trusts*, des structures de titrisations dans lesquelles des prêts sont « rechargés » en continu au fur et à mesure de leur amortissement, rendant ainsi plus délicate une appréciation de la qualité et des rendements des sous-jacents<sup>30</sup>.

**Graphique 8**  
**Émissions de titrisations en Europe par catégorie et pays**



Les RMBS hollandais bénéficient pour leur part d'une garantie publique (cf.p.45) et sont considérés comme très attractifs du fait de leur performance absolue (pertes très faibles). Pour mémoire, les RMBS italiens et espagnols, qui représentaient plus de 20% du total émis en 2008, ont conservé ce poids dans les émissions effectuées depuis 2010, à ceci près que la totalité est désormais retenue au bilan des établissements émetteurs (Graphique 8).

## 2. Les ABS sur prêts automobiles.

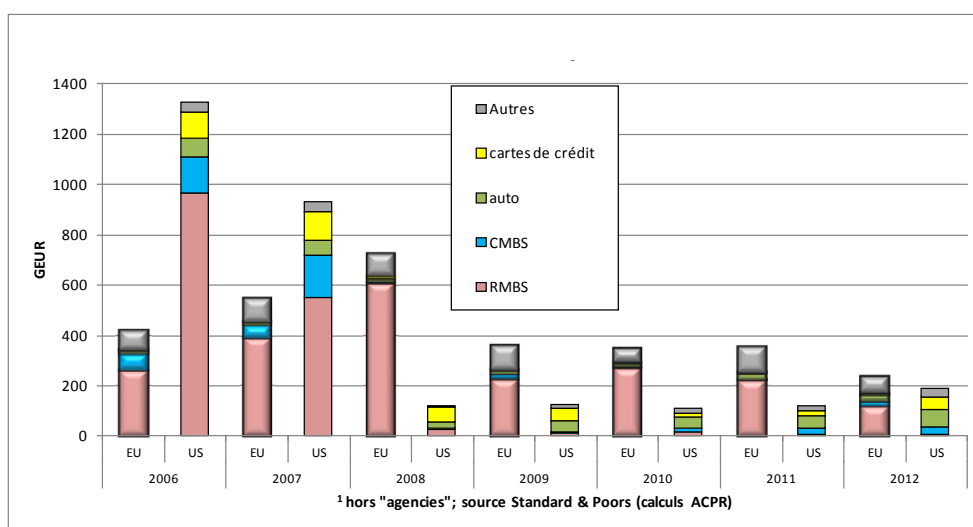
Deuxième marché européen de la titrisation par ses volumes d'émission, les ABS automobiles (ou « *auto* ») sont surtout émis par des originateurs allemands (en majorité), français, et britanniques. Il s'agit de placements correspondant à des prêts sous-jacents de court terme, rentables, aux pertes peu élevées<sup>31</sup>, majoritairement issus de prêts octroyés par des banques captives de constructeurs automobiles (depuis 2012), qui connaissent donc bien leur marché.

<sup>30</sup> Sources BCE, Bank of England, Natixis ("ABS et CDO: perspectives" 2012, 2013 et 2014).

<sup>31</sup> Dans ses commentaires sur les perspectives du marché en 2012 par exemple (« perspectives 2012 », 16/12/2011), Natixis relève néanmoins que les pertes sur historiques de prêts sous-jacents peuvent être plus élevées pour les titres de certains pays touchés par une mauvaise conjoncture économique (Espagne par exemple), même si elles demeurent moindres en regard d'autres types d'actifs. Dans ses « perspectives 2013 » (14/12/2012) et « 2014 » (17/12/2013), elle met en avant le bon ratio « rendement/risque » des ABS auto, dû aux structures transparentes et au niveau de rehaussement élevé de ces actifs.

À cela s'ajoutent une réelle transparence du contenu et une plus grande granularité du risque attaché aux titres, qui sont pour cela recherchés des investisseurs. En 2011-2013, les banques françaises se sont de nouveau lancées dans quelques opérations, portant sur des montants modestes à l'échelle du marché<sup>32</sup>. C'est également grâce à l'intermédiation d'un établissement allemand qu'a pu être réalisée en 2011 la première opération publique espagnole depuis 2007. En 2013, les émissions d'ABS auto d'origine allemande sont de nouveau majoritaires sur le marché (elles l'étaient déjà en 2010), avec un taux de placement élevé (65% selon Natixis).

**Graphique 9**  
**Émissions de titrisations en Europe et aux États-Unis<sup>1</sup>**



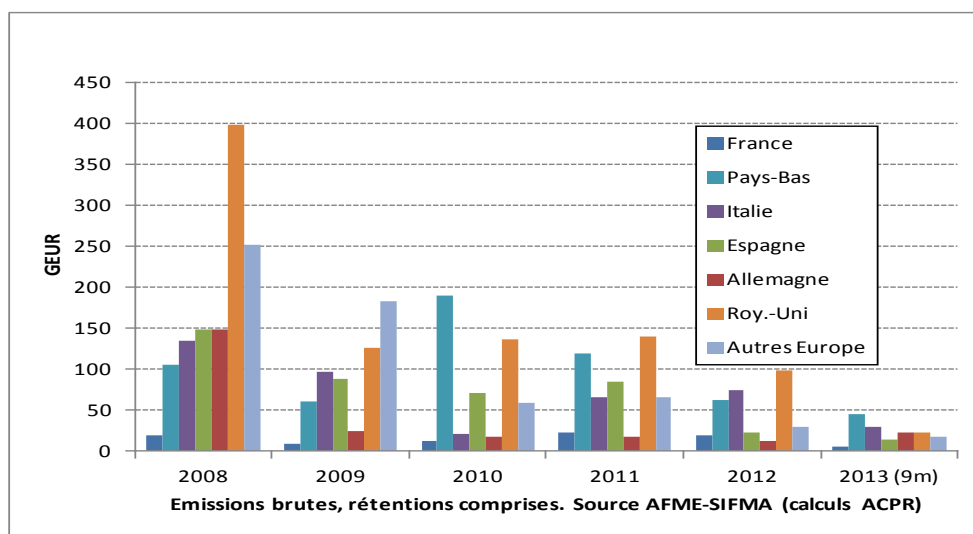
Le marché européen de la titrisation est d'abord caractérisé par l'existence de *compartiments nationaux* : l'activité de titrisation en Allemagne ne concerne pas les mêmes actifs sous-jacents qu'en Grande-Bretagne ou en Espagne, par exemple. De même, les pays dont l'activité de titrisation concerne des actifs *a priori* similaires, présentent des profils différents en matière de performance, de dynamisme des émissions et de confiance des investisseurs sur le marché secondaire (que l'on peut synthétiser par le niveau des écarts de rendement sur ces actifs, ou *spreads*<sup>33</sup>) : il en va ainsi de l'Italie et les Pays-Bas pour ce qui concerne la titrisation d'actifs immobiliers résidentiels. De même, les rendements attachés aux différents compartiments d'actifs (RMBS par exemple) diffèrent selon les pays. La durée de vie moyenne, ou WAL (*Weighted Average Life*)<sup>34</sup> est également un facteur qui influe sur le degré d'attractivité d'une émission.

<sup>32</sup> La période allant de janvier 2007 à mai 2011 correspond à un gel des émissions de titrisation automobiles émanant d'originateurs français

<sup>33</sup> Voir encadré n°3 : « le rôle des *spreads* ».

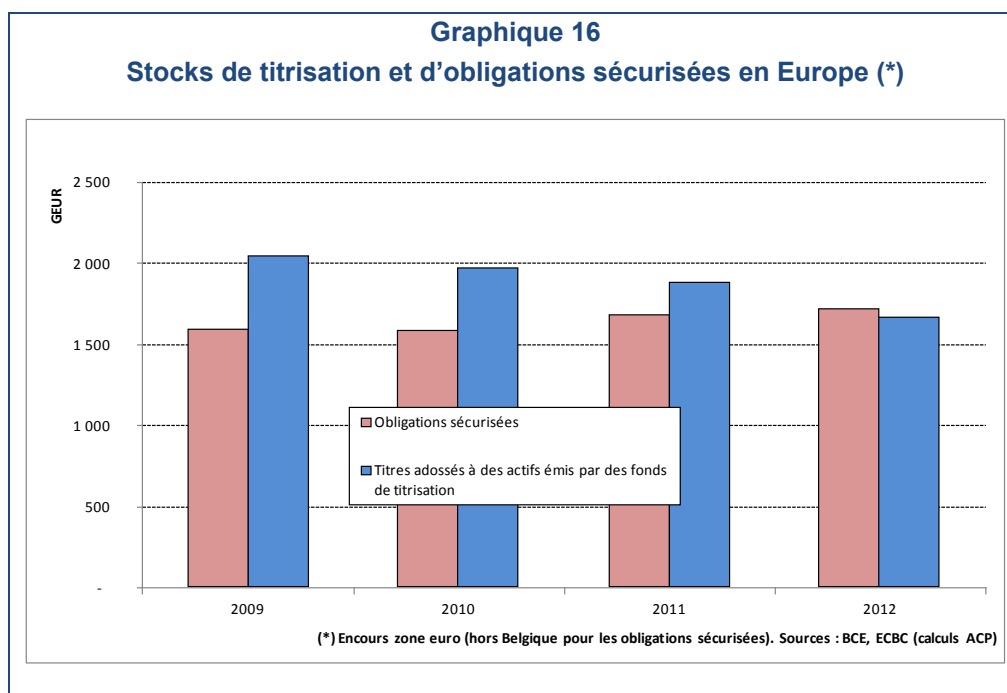
<sup>34</sup> Voir encadré n°4 : « La WAL »

**Graphique 10**  
**Origine géographique des émissions d'ABS en Europe**



#### 4 Titrisation et obligations sécurisées

La titrisation européenne ne saurait être analysée sans se référer aux émissions d'obligations sécurisées<sup>49</sup> (*covered bonds* en anglais). Bien que de nature différente, les deux activités sont souvent mises en regard et la crise américaine des *subprimes* s'est répercutée sur le marché des *covered bonds*, quasi-inexistant aux États-Unis mais prédominant en Europe<sup>50</sup>. Dans les faits, *covered bonds* et ABS peuvent s'analyser comme des modes concurrents du refinancement bancaire en Europe (Graphique 16).



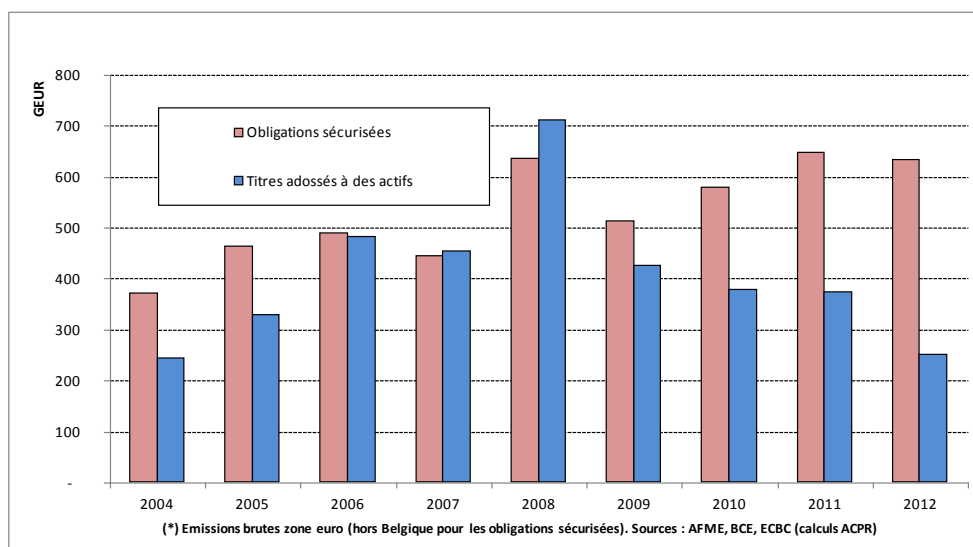
Cela est encore plus vrai pour les émissions réalisées depuis 2008 en Europe<sup>51</sup>, où la situation problématique des ABS (qui ne retrouvent toujours pas leur niveau d'émission d'avant 2008) est sans commune mesure avec le niveau élevé des émissions de *covered bonds* (Graphique 17). Il faut de plus relativiser le chiffre des émissions d'ABS, qui inclut les montants retenus par les émetteurs à leur propre bilan (montants non placés sur le marché public ou directement auprès d'investisseurs privés). En Europe, la moyenne des montants ainsi retenus en 2012 était de 66% et de 58% au premier semestre 2013 (source AFME).

<sup>49</sup> Cette appellation générale recouvre l'émission de titres garantis par des créances privées de bonne qualité, le plus souvent hypothécaires, ou par des créances publiques (titres d'État). Seuls les établissements de crédit peuvent émettre des obligations sécurisées et les actifs sous-jacents demeurent inscrits à leur bilan, contrairement aux ABS. De même, dans le cas d'obligations sécurisées, l'investisseur peut généralement se retourner vers l'émetteur en cas de défaut de l'emprunteur. En France, les obligations sécurisées sont émises par des sociétés de Financement de l'Habitat (loi de 2011); en Espagne on parle de *cedulas hipotecarias* (certificats fonciers), au Danemark de *realkreditobligationer* (obligations hypothécaires) et en Allemagne de *pfandbriefe* (obligation, garantie). Il existe dans certains pays des structures pouvant servir au portage des titres sous-jacents, mais le principe de rétention au bilan consolidé est maintenu.

<sup>50</sup> Les principaux pays émetteurs d'obligations sécurisées en 2012 étaient le Danemark, suivi de l'Espagne et de l'Italie (51% des émissions à eux seuls); le Danemark, l'Allemagne et l'Italie détenaient près de la moitié (47%) du stock total d'obligations sécurisées émises jusqu'en décembre 2012 (Source : European Covered Bond Council [ECBC]).

<sup>51</sup> 90% des émissions de *covered bonds* dans le monde sont réalisées en Europe. En termes nets (émissions moins remboursements), l'Europe ne représentait qu'un peu plus de la moitié en 2012.

**Graphique 17**  
**Émissions de titrisations et obligations sécurisées en Europe (\*)**



Le besoin des banques de se procurer des liquidités et de pouvoir fournir des actifs sécurisés en garantie auprès de la Banque Centrale Européenne dans le cadre de ses opérations de prêts à long terme ou de plans de rachat des obligations sécurisées<sup>52</sup>, conjugué à la réticence des prêteurs sur les marchés financiers et aux évolutions réglementaires plutôt favorables<sup>53</sup> aux *covered bonds*, contribuent à expliquer le regain d'intérêt pour ces actifs depuis 2008. Néanmoins, la mise en place progressive des standards internationaux réglementaires en matière de ratio de levier pourrait profiter à la titrisation qui, comparativement aux obligations sécurisées, dispose d'un avantage dans ce domaine puisqu'elle se traduit dans la majorité des cas par une sortie du bilan des établissements originateurs des prêts qu'ils ont consentis, alors que dans le cas des *covered bonds*, les actifs sous-jacents demeurent comptabilisés au bilan de la banque.

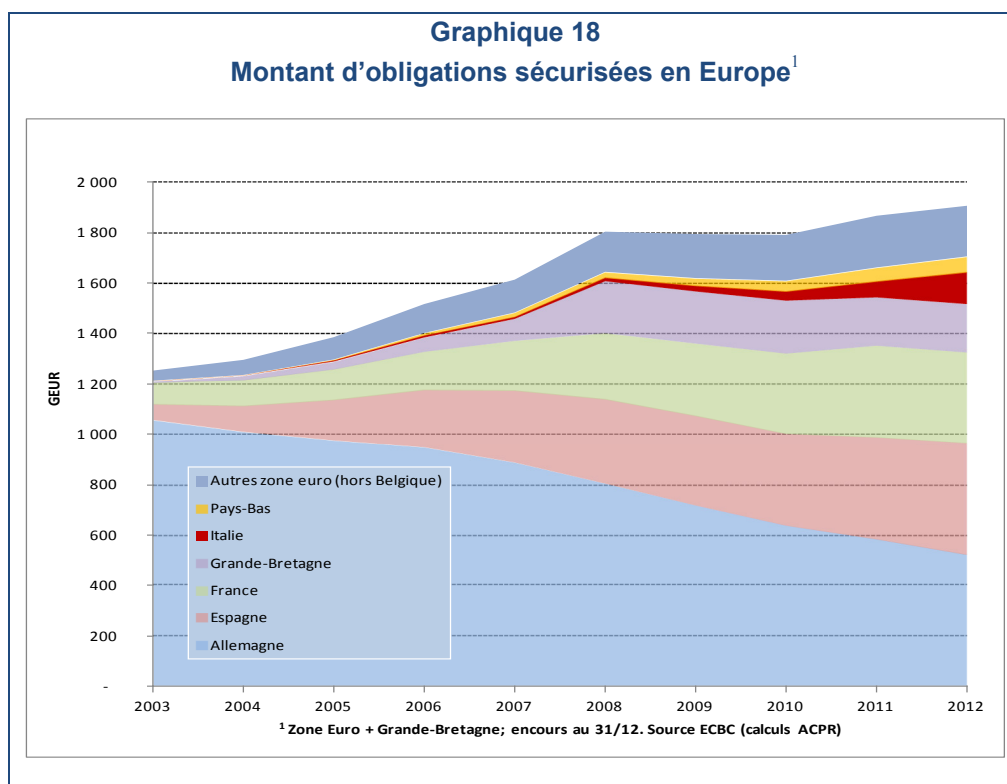
D'un point de vue géographique, la prépondérance des *pfandbriefe* allemandes a été progressivement battue en brèche par l'émergence des *cedulas* espagnoles et des obligations foncières françaises (Obligations Foncières, Obligations de Financement de l'Habitat, Caisse de Refinancement de l'Habitat), le marché allemand étant caractérisé par de fortes tombées de titres d'État venant à maturité dans un contexte de taux longs historiquement bas<sup>54</sup> conjuguées à un marché

<sup>52</sup> CBPP ou *Covered Bonds Purchase Program*. La Banque Centrale européenne a lancé un premier CBPP en 2010 et un second fin 2011. Au 4 décembre 2013, un total de 57 milliards d'euros de covered bonds étaient encore détenus par la BCE, qui a annoncé son intention de les conserver jusqu'à maturité.

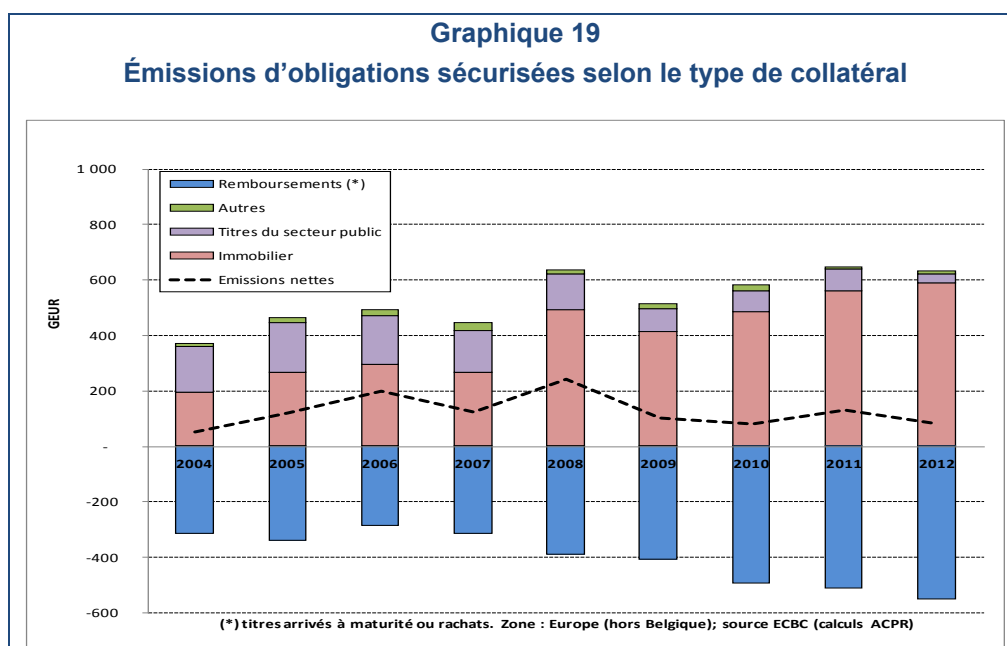
<sup>53</sup> Comparativement aux ABS (hormis les RMBS), les obligations sécurisées sont considérées comme plus liquides et moins risquées par les standards de réglementation internationaux (accords de Bâle 3) ou européens (Capital Requirement Directive adoptée en juin 2013). *Covered bonds* et ABS sont tous deux éligibles comme garanties pour les opérations de refinancement de la BCE, les seconds devant faire l'objet d'un dépôt de documentation très détaillée qui en rend la mobilisation plus aléatoire. Les *covered bonds* font de plus l'objet de décotes (*haircuts*) moins importantes lorsqu'ils sont remis en garantie auprès de la BCE. Néanmoins, les obligations sécurisées adossées à des prêts au secteur public sont considérées comme ayant une exposition élevée au risque pays et peuvent faire l'objet de notations moins favorables que celles adossées aux créances privées. Enfin, en 2013, la BCE a notablement assoupli ses conditions d'admission de certaines catégories ABS (auto par exemple) comme collatéral, les mesures devenant effectives au 1<sup>er</sup> octobre 2013 (passage d'une exigence de notation plancher 'AAA' à 'AA' et réduction des taux de décote applicables).

<sup>54</sup> Jusqu'en 2008, les trois-quarts des volumes d'obligations sécurisées allemandes étaient adossés à des titres d'État, contre environ 60% en 2012, avec des volumes en forte diminution (source ECBC). L'Allemagne est le seul grand pays européen dont les *covered bonds* présentent cette caractéristique (l'essentiel des volumes dans les autres pays est constitué d'obligations sécurisées par des prêts immobiliers).

immobilier pendant longtemps peu dynamique et à des rendements très faibles qui rendent les *pfandbriefe* moins attractives pour les investisseurs (Graphique 18).



Certains pays<sup>55</sup> en sont même arrivés à plafonner les montants d'émissions de *covered bonds* de leurs établissements nationaux, par crainte d'une affectation trop importante d'actifs de bonne qualité en garantie (*asset encumbrance*), et donc d'un affaiblissement de la qualité globale des bilans bancaires qui en résulterait. Les émissions de *covered bonds*, si elles demeurent élevées jusqu'ici, concernent de moins en moins les titres garantis par des emprunts d'État et de plus en plus des obligations assises sur des prêts immobiliers résidentiels (Graphique 19).



<sup>55</sup> Pour l'Europe : la Belgique, l'Espagne, l'Italie et le Royaume-Uni (source Natixis).



## Conclusion

### La titrisation et le financement de l'économie

Contrairement au marché américain, le marché de la titrisation européenne ne s'est pas totalement effondré avec la crise financière de 2008, même s'il a connu depuis une certaine atonie. Derrière ce constat général on peut distinguer des causes internes à la titrisation (méfiance des investisseurs vis-à-vis de produits à la réputation opaque et risquée ; étroitesse de certains compartiments), mais aussi et surtout diverses causes exogènes : refinancement des banques auprès de la BCE entraînant le maintien d'une activité de production de collatéral, répercussion des crises souveraines sur les titres émis par les pays du sud de l'Europe ; impact négatif du plan de refinancement de la Banque d'Angleterre (BoE) au Royaume-Uni –Funding Lending Scheme (voir section 3 ci-dessus) ; concurrence des *covered bonds* en Europe ; durcissement probable des règles prudentielles ; enfin, le plus important, incertitudes sur les performances des prêts sous-jacents, qui constituent *in fine* le critère à l'aune duquel sont jugées la rentabilité et la qualité des ABS.

Certains compartiments du marché primaire européen n'ont jamais cessé d'être actifs depuis 2008 : les RMBS des pays du nord (Pays-Bas, Grande-Bretagne) et les ABS « auto » dans certains pays, en sont les deux secteurs les plus représentatifs. Mais ce qui fait précisément le dynamisme (ou plus modestement, leur attractivité) de ces compartiments (leur étroitesse par rapport à l'ensemble des secteurs de l'économie qu'ils représentent) et la grande sélectivité des actifs, adossée dans le cas des RMBS à un marché protégé par des garanties publiques ou para-publiques) contraint leur développement. En termes de volumes émis, le plus bas atteint en 2013<sup>84</sup> correspond à une situation économique déprimée et, au moins dans certains cas (le FLS de la BoE : voir section 3 ci-dessus), coïncide avec des mesures qui n'incitent pas à la reprise d'une activité de titrisation. Mais il est par contre très probable que les volumes bruts d'émissions connaissent un accroissement en 2014, notamment sur les marchés relativement dynamiques que sont les RMBS et les ABS « auto », avec le retour des pays du sud de l'Europe à une situation plus normalisée. Selon certaines analyses, l'émergence des émissions de CLO européens courant 2013 pourrait également se confirmer<sup>85</sup>. Contrairement aux États-Unis, où elle est plus ancrée dans le paysage financier (encore faut-il tenir compte du poids prépondérant des agences gouvernementales), la titrisation européenne ne représente encore qu'une modeste fraction des prêts à l'économie réelle (ménages et entreprises<sup>86</sup>) : il existe donc un fort potentiel de croissance pour cette activité<sup>87</sup>.

Exprimant le point de vue de la profession, l'AFME met en avant plusieurs arguments en faveur de la titrisation tels que la création de collatéral, l'appétit des investisseurs et la source de liquidités que représente l'émission de titres. Elle estime à 200 à 300 GEUR le potentiel d'extension de la titrisation en Europe, ce qui représenterait à terme une augmentation de 10 à 20% des volumes à mi-2013.

<sup>84</sup> 120 à 140 GEUR d'émissions en 2013 (novembre), contre près de 230 en 2012, soit -40% au minimum.

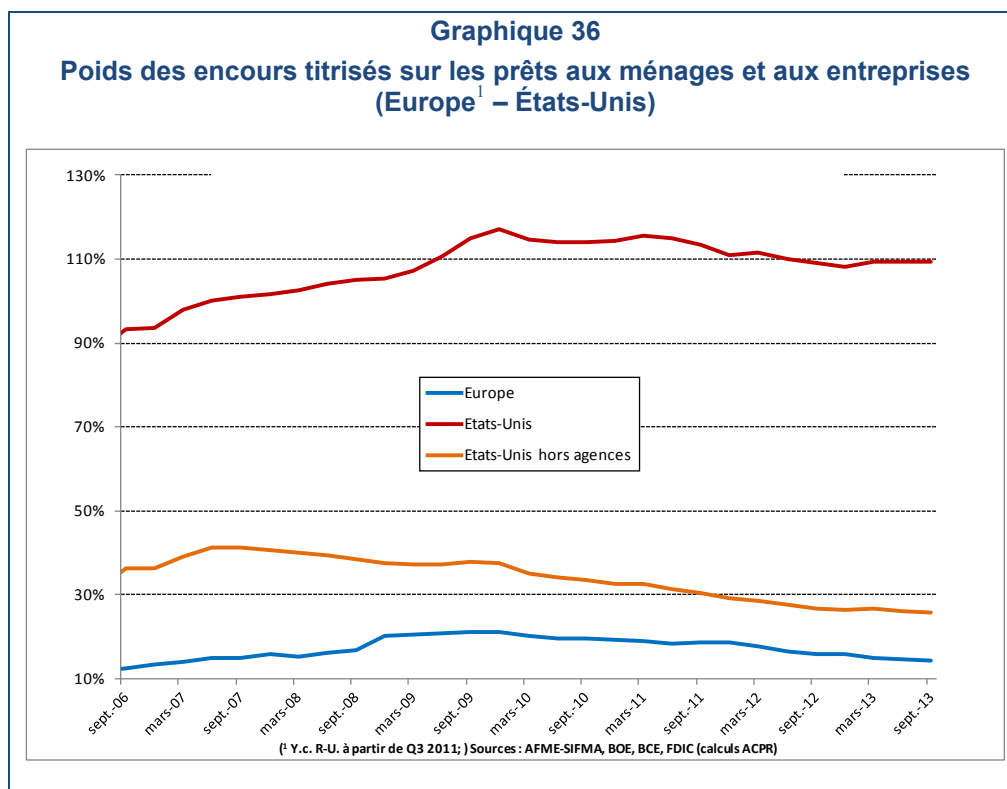
<sup>85</sup> Voir « perspectives 2014 », Natixis, 17/12/2013.

<sup>86</sup> Voir les graphiques 36 et 37.

<sup>87</sup> Il convient de surcroît de noter que la future mise en place, par la Commission européenne, d'une réglementation sur les plans de sauvetage bancaires (*bail-in*), pourrait favoriser indirectement la titrisation : pour éviter au contribuable d'avoir à renflouer les établissements bancaires en cas de graves difficultés, la Commission envisage en effet de faire supporter une partie des pertes aux détenteurs de dette non sécurisée ; par ricochet, la dette sécurisée, y compris par des titres adossés à des actifs, serait épargnée par de telles mesures et pourrait constituer une incitation à la titrisation, mais aussi à l'émission d'obligations sécurisées.

Ce qui rend la titrisation intéressante du point de vue des investisseurs attirés par le risque (une forte rentabilité due à l'effet de levier du « tranchage », associée à une plus grande probabilité de défaut) la rend plus opaque et donc risquée d'un point de vue systémique, sans oublier les marges que les émetteurs sont jusqu'ici contraints de restreindre pour rendre leurs placements plus attractifs. Il convient de rappeler que la bonne performance des actifs titrisés durant la crise a été associée à un recul des émissions durant cette période, en raison de la reconnaissance d'une plus grande sélectivité du crédit par les banques. Toutefois, les actifs titrisés, s'ils sont sélectionnés et inclus dans des ABS transparents, sont moins défaillants que la moyenne des prêts, précisément parce qu'ils ont été « triés ». Un raisonnement similaire peut être tenu s'agissant de la retitrisation : la méfiance vis-à-vis de cette technique tient plus à son caractère opaque qu'au risque porté par les actifs sous-jacents, souvent de très bonne qualité en Europe<sup>88</sup>. De plus, si l'allègement du bilan est un argument à prendre en considération, la rétention de risques significatifs pour rassurer les investisseurs réduit le transfert de risque des banques vers les investisseurs, qui est l'un des rôles assignés à la titrisation. Cela pose à nouveau la question de la meilleure allocation des risques dans l'économie.

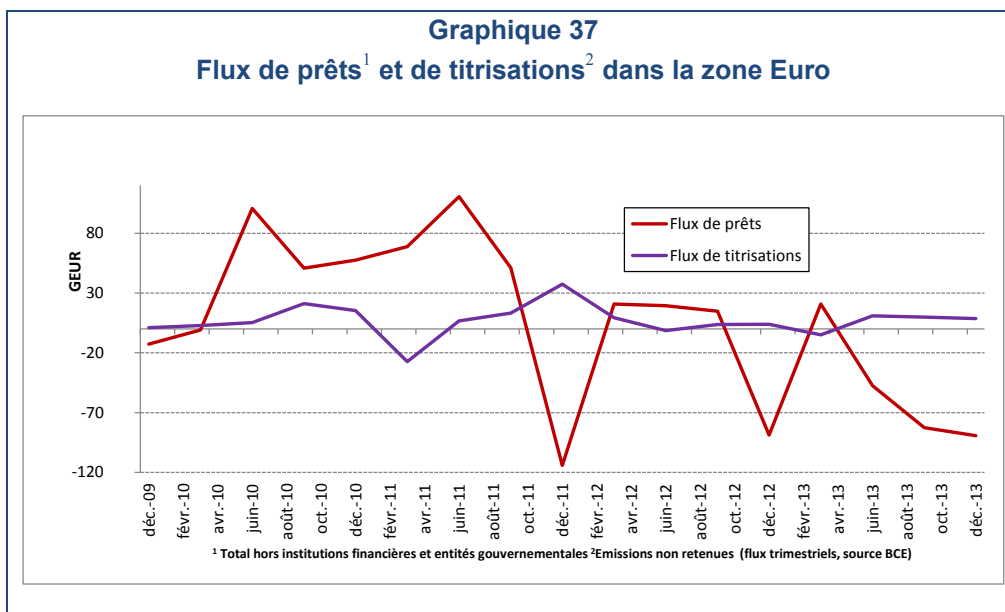
Contrairement aux États-Unis, où l'utilisation de cet outil est plus ancrée, en Europe la titrisation n'a qu'un faible lien avec le volume des prêts accordés par les banques au secteur privé non financier (Graphique 36). Il est vrai qu'elle représente une part notable dans le financement des prêts immobiliers résidentiels (et plus marginalement commerciaux) de certains États européens (Espagne, Royaume-Uni), mais on est loin du niveau atteint aux États-Unis en 2007 et il semble que, jusqu'à présent, en Europe, la titrisation a accompagné la reprise économique et la hausse de la demande de prêts plus qu'elle ne les a impulsés.



L'exception que constituent les RMBS (néanmoins concurrencés par les obligations sécurisées) confirme la règle d'une titrisation européenne compartimentée, qui présente certes une gamme de produits parfois recherchés des investisseurs, mais dans la mesure précisément où les volumes en cause demeurent marginaux.

<sup>88</sup> Aux États-Unis, où elle est plus pratiquée, la retitrisation représente 11 à 20% du total des encours selon les années (voir encadré n°5).

Certes la titrisation apparaît comme un instrument utile pour offrir les garanties nécessaires pour la mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles en période de crise et la fourniture de liquidités à des taux bas. Cependant, les économistes soulignent aussi qu'en situation de sortie de crise le renouveau du marché de la titrisation suppose l'existence de marges suffisantes sur les titres sous-jacents, donc de taux d'intérêt plus élevés.



Un ajustement des contraintes réglementaires pour ne pas défavoriser les produits transparents sur des sous-jacents de bonne qualité en les dissociant clairement des produits plus élaborés (donc risqués)<sup>89</sup> pourrait ainsi se justifier.

Il est difficile de constater un lien de causalité direct entre l'octroi de prêts à l'économie et la situation du marché de la titrisation (graphique 37). La diminution des prêts à l'économie réelle que l'on constate depuis 2012<sup>90</sup> ne semble pas corrélée à un fléchissement de l'activité de titrisation en Europe. En revanche, un recours accru à la titrisation pourrait contribuer à dynamiser l'offre de crédit à l'économie réelle en allégeant le poids de ces prêts sur les bilans comptable et prudentiel des établissements.

<sup>89</sup> Cette logique est d'ailleurs celle de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) qui dans son rapport publié le 19 décembre 2013 propose d'introduire un traitement prudentiel plus granulaire des titrisations dans le secteur des assurances : en lieu et place d'un traitement uniforme, l'AEAPP recommande l'introduction d'une échelle d'exigences en fonds propres allant de 1 à 3 selon les produits en fonction de critères basés sur leur niveau de risque et de transparence.

<sup>90</sup> -230 milliards d'euros de prêts accordés aux sociétés non financières et aux ménages dans la Zone Euro de mars 2012 à décembre 2013 selon la BCE.

## Glossaire

**ABCP:** Asset-Backed Commercial Paper.

**ABS (Asset-Backed Security):** un des compartiments composant les titres adossés à des actifs, avec les MBS, les CDO et les ABCP. Désigne souvent par extension l'ensemble des titres adossés à des actifs, ou au contraire un de ses sous-ensembles (les *ABS auto*, etc.).

**AFME:** Association for Financial Markets in Europe.

**BCE :** Banque Centrale Européenne

**BOE:** Bank Of England

**CBPP:** Covered Bonds Purchase Program (de la BCE).

**CDO:** Collateralized Debt Obligation, **CLO:** Collateralized Loan Obligation.

**(C/R)MBS:** (Commercial/Residential) Mortgage-Backed Security.

**ECBC:** European Covered Bond Council.

**FCT :** Fonds Commun de Titrisation.

**FLS:** Funding Lending Scheme (initié par la Bank Of England en 2012).

**ILS:** Insurance-Linked Security.

**LTRO/TLTRO:** (Very) Long-Term Refinancing Operation (de la BCE).

**PCS :** Prime Collateralised Securities (Label de la profession lancé en 2012).

**SIV:** Special Investment Vehicle, **SPV:** Special Purpose Vehicle.

**Spreads :** Écarts (de rendement).

## The future of securitisation: how to align incentives?<sup>1</sup>

*This article reviews the recent collapse of global securitisation markets and the loss of investor confidence in them. It then sets out measures that could be taken to revive and strengthen the securitisation process, including mechanisms based on retention requirements for originators. It ends with a number of simple implications for policymakers and market practitioners.*

*JEL classification: G100, G200.*

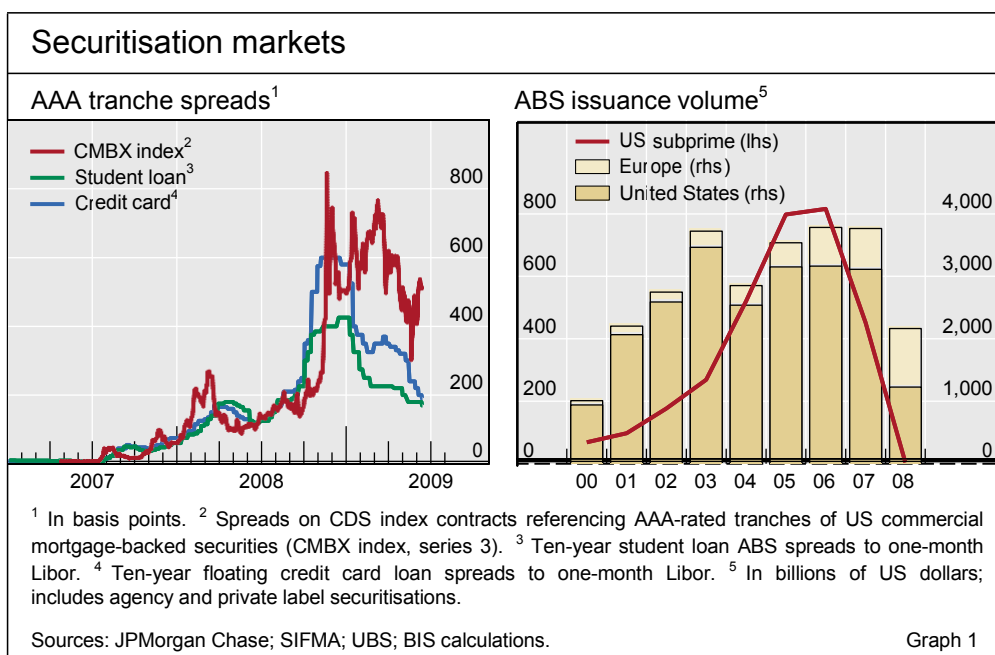
Large losses in the value of mortgage-related products and an associated deterioration in investor appetite led to broad-based distress in securitisation markets from the summer of 2007. Problems started with subprime mortgage-related instruments, which experienced severe credit quality deterioration as a long period of appreciating house prices in the United States came to a halt. Losses were magnified by increasingly illiquid markets, and worsened further during the broad investor retreat from risk triggered by the Lehman Brothers bankruptcy and subsequent signs of global recession.<sup>2</sup>

As a result, spreads on securitised products soared (Graph 1, left-hand panel) and activity across most market segments came to a sudden stop. Issuance volumes, which had risen to a combined annual total for the United States and Europe of about \$3.8 trillion over the 2005–07 period, collapsed to just over \$2 trillion in 2008. Reflecting a generalised loss of investor confidence, most of this remaining issuance was in the US agency sector (ie securities underwritten by US government-sponsored mortgage financing enterprises) and in European securitisations used for refinancing activities with the ECB. The US subprime and Alt-A market, which had peaked at some \$815 billion in 2006, vanished, as did markets for many other securitised instruments (Graph 1, right-hand panel).

---

<sup>1</sup> The views expressed in this article are those of the authors and do not necessarily reflect those of the BIS or the National Bank of Belgium. Any errors and omissions remain those of the authors, who thank Emir Emiray for assistance with the data and graphs.

<sup>2</sup> See Chapter II of the BIS 79th Annual Report (2009) for a five-stage description of the crisis.



Problems in the securitisation process were central to this collapse in activity. Securitisation involves the pooling of assets and the subsequent sale to investors of claims on the cash flows backed by these asset pools.<sup>3</sup> As such, securitisation tends to incorporate a rather long chain of participants and its functioning depends crucially on whether the relationships between these participants preserve discipline and maintain adequate information flows along that chain.

This article sets out measures that could be taken to revive and strengthen the securitisation process, thereby revitalising the flow of credit to sectors such as consumer and mortgage finance. Renewing securitisation has *conjunctural* as well as *structural* elements. Chief among the former is the large overhang of securitised products (ie the so-called legacy assets) sitting on bank balance sheets and the uncertainty regarding future asset performance, both of which are depressing valuations. In order to help markets recover, governments in a variety of countries have taken steps to remove this overhang – either in the form of “bad bank” and similar measures targeting bank balance sheets directly<sup>4</sup> or by reviving investor interest through the provision of government funding in the markets for particular securitisations. One example is the US Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF), which provides loans on a collateralised, non-recourse basis to holders of certain types of newly issued asset-backed securities.

<sup>3</sup> In the remainder of this special feature, the term securitisation will be used both for “traditional” asset-backed securities (ABS) backed by large homogeneous asset pools, such as credit card and auto loans, and for collateralised debt obligations (CDOs) and related instruments, which are backed by smaller pools of more heterogeneous assets. In addition, it will be assumed that the liabilities backing these asset pools are tranchised, forming a three-tiered capital structure of equity/first-loss, mezzanine and senior tranches.

<sup>4</sup> See Fender and Scheicher (2009) for a rationalisation of these measures based on evidence of sizeable illiquidity premia in prices for certain subprime mortgage securitisations.



Overall, these measures may be showing some signs of success. Spreads on securitised products have come down from their peaks (Graph 1, left-hand panel) and volumes have recovered somewhat, though unevenly across market segments. However, while providing temporary relief, these measures are unlikely to attract the stable base of dedicated longer-term investors needed for securitisation markets to recuperate in a sustained fashion. With large parts of the traditional investor community (such as structured investment vehicles (SIVs) and other conduits) having disappeared, more needs to be done.

Key to rebuilding investor confidence is addressing the structural weaknesses in securitisation that have been exposed by the crisis. These, and proposals to eliminate them, are reviewed below, focusing in particular on plans for originators and arrangers to retain some exposure to the securitisations they help to generate. The key finding is that the degree to which the originator's retained stake will be affected by a downturn will significantly influence the impact that the stake will have on incentives to adequately screen borrowers.

The remainder of this article is organised as follows. The next section briefly describes securitisation markets and how they work. This is followed by sections focusing on structural shortcomings revealed by the crisis and ways to address them. The last section concludes by identifying some implications for policymakers and market practitioners alike, including a set of simple "rules" for the design of tranche retention schemes.

## Tackling the structural weaknesses in securitisation

### *Securitisation: a short review of the basics*

#### *(i) What is securitisation?*

Key to  
securitisation ...

The starting point for any discussion of structural weaknesses in securitisation markets is the securitisation process. In general, securitised instruments can be defined through three distinct characteristics: (1) *pooling of assets* (either cash-based or synthetically created); (2) *delinking* of the credit risk of the collateral asset pool from that of the originator, usually through the transfer of the underlying assets to a finite-lived, standalone special purpose vehicle (SPV); and (3) *tranching of liabilities* (ie issuance of claims with different levels of seniority) that are backed by the asset pool.<sup>5</sup>

... is the tranching  
process ...

A key aspect of tranching is the ability to create one or more classes of securities accommodating different investor appetites. One way to achieve this is to generate some tranches whose rating is higher than the average rating of the underlying asset pool (other tranches, in turn, will carry lower ratings or remain unrated) or to generate rated securities from a pool of unrated assets. This is accomplished through the use of various forms of credit support to create securities with different levels of seniority. The main tool in this context is the priority ordering of tranches with regard to the allocation of losses

<sup>5</sup> See Fender and Mitchell (2005) for a broader discussion of these issues.

(ie subordination): the equity or “first-loss” tranche absorbs initial losses up to the level where it is depleted, followed by mezzanine tranches which take some additional losses, again followed by more senior tranches. As a result, the most senior claims are expected to be insulated – except in particularly adverse circumstances – from the default risk of the asset pool through the absorption of losses by subordinated claims.

Another type of credit support is provided through structural provisions based on triggers and threshold levels. One example is overcollateralisation tests, which, when triggered, divert cash flow to senior note holders, in an attempt to maintain stability of performance for these tranches over time. Another example is rules regarding the use of excess spread, which represents the difference between the income earned on the asset pool and contracted payments to the tranchised liabilities. Excess spread tends to be accumulated for the benefit of all investors, but is released to equity holders once certain requirements are met.

... as a way to provide credit support for investors

In principle, these structural provisions can be used interchangeably with subordination. For example, a reduction in the credit support provided to senior tranches via subordination can be compensated through more stringent rules for releasing accumulated excess spread to equity tranche holders. A downside of these trade-offs is additional complexity and the associated analytical burden for investors: the evaluation of a securitised instrument (ie a tranche) cannot be confined to estimating the loss distribution of the asset pool alone. It is also necessary to model the distribution of cash flows from the asset pool to the tranches under different scenarios, based on an assessment of subordination and the deal’s structural features (CGFS (2005)).

## *(ii) Market organisation and incentives*

One implication of the pooling and tranching that characterises securitisation markets is the need to involve a relatively large number of parties in the securitisation process (Graph 2 illustrates the range of participants for a generic transaction). Organising such a process in ways that maintain incentives (eg in terms of screening asset quality) and the flow of information along the chain of participants can be a challenge. For certain types of securitisations, this is now universally recognised to have gone wrong in the run-up to the current crisis.

Securitisation involves ...

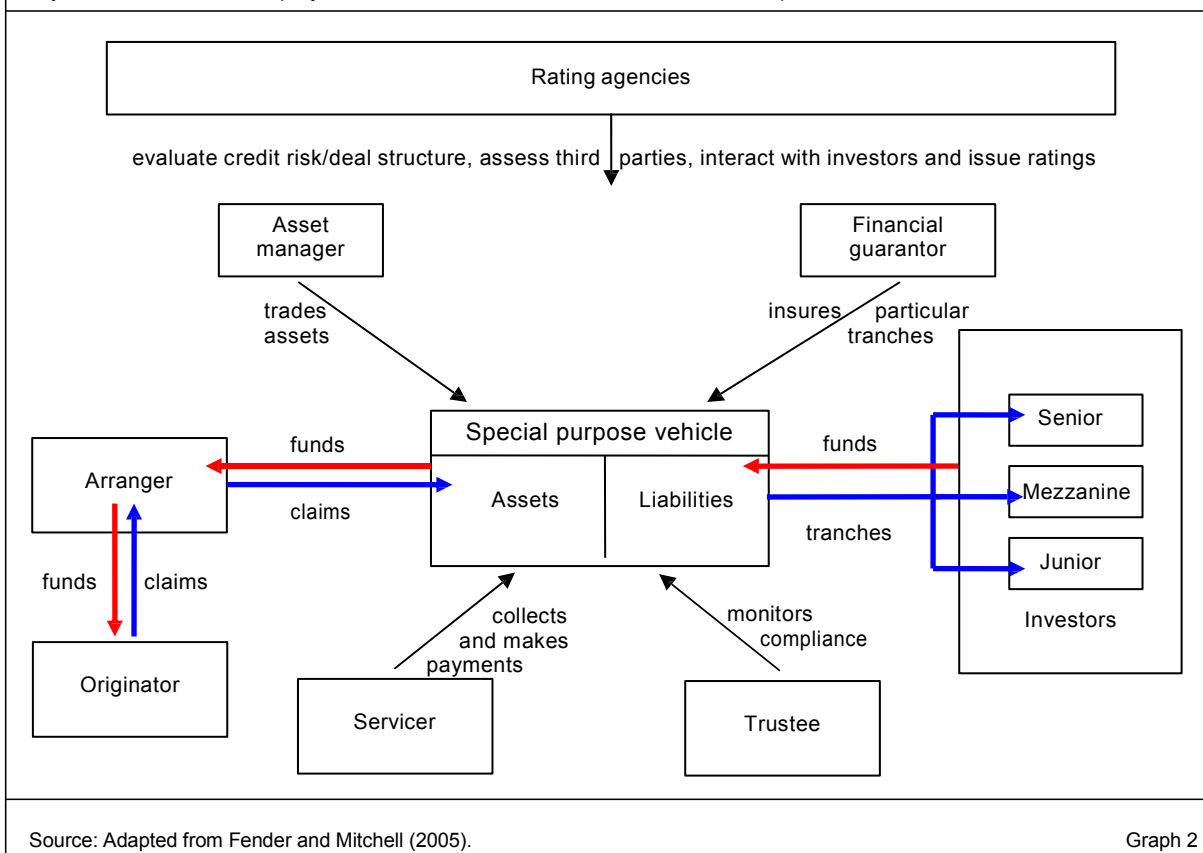
The process starts with the originators, who extend loans or other forms of credit to ultimate borrowers. Those originators who, in the ordinary course of business, do not retain a portion of the loans that they have extended will have weakened screening incentives, something that may be exacerbated by business models emphasising volume over quality. Arrangers, in turn, source assets from originators (or may themselves originate these assets) for the purpose of securitisation, where funding is obtained through the tranches issued against the resulting asset pools. In principle, arrangers employ similar business models as originators and also tend to have compensation schemes that favour transaction volume. A key issue with respect to originators’ and arrangers’ incentives is whether loans are originated more or less exclusively

... originators ...

... arrangers ...

## Securitisation markets: key participants

Stylised overview of the “players” involved in securitisations and of their respective roles



for the purpose of securitisation (ie whether the “originate-to-distribute” model applies) or whether only portions of portfolios are securitised and it is not known at the point of origination which loans will be securitised (ie “originate-and-distribute”). The former model appeared to be a distinguishing feature in US residential mortgage markets (Kiff and Mills (2007)), whereas banks in other countries often seem to securitise only relatively small parts of the loan and mortgage portfolios they originate.

... rating  
agencies ...

Credit rating agencies have been another important part of the process, supplying investors with assessments of the credit risk (expressed as expected loss or probability of default) of securitised instruments. Because of the high proportion of their rating revenues derived from structured finance prior to the crisis, rating agencies may have been encouraged to rate highly complex products for which little or no historical performance data existed. For the same reason, the agencies may have failed to make their methodologies and related risks transparent enough (at least to investors), and to highlight the limits of ratings in measuring risks beyond expected loss (CGFS (2005, 2008)).

... and  
investors ...

At the end of the securitisation chain, investors are usually expected to exert discipline on other parties involved in the production process through the price mechanism. However, the degree of discipline effected by investors critically depends on the availability and quality of information, and their ability to analyse securitised instruments using that information. As such, investor influence also tends to depend upon where in the capital structure they invest

(ie the degree of seniority of the tranche). Theory suggests<sup>6</sup> that more sophisticated investors (ie those more capable of analysing the risk of the underlying asset pool and of the tranchised securities) would tend to buy the riskier and more information-sensitive tranches. By and large, these are the tranches at the lower end of the capital structure (ie equity and mezzanine), which will also pay the highest interest rates to compensate investors for their risks and the costs imposed by their due diligence efforts. Less sophisticated investors, in turn, would be expected to populate the more senior end of the securitisation market – and would receive lower interest rates in return.

... at different levels  
of seniority

Some market observers have argued that shifts in investor interest across tranches and instruments provided early signs of declining origination quality. One example is the disappearance of traditional mezzanine investors in the subprime market and the resulting placement of mezzanine tranches in complex instruments known as ABS CDOs (collateralised debt obligations backed by tranches of other asset-backed securities), which were themselves funded by a high proportion of AAA-rated tranches. There are also signs that, over time, arrangers found it increasingly difficult to place the most senior, AAA-rated tranches of mortgage-related securitisations at the prevailing spread levels. As a result, many of these tranches remained on banks' balance sheets or were financed through leveraged off-balance sheet entities (with implicit recourse via liquidity guarantees). This allowed banks to transform low AAA spreads into the relatively high equity returns required by investors.

### *(iii) Complexity, transparency and ratings*

Given the market organisation reviewed above, the recent crisis brought to light at least three key structural weaknesses: too much complexity, insufficient transparency and an over-reliance on ratings. All of these tend to exacerbate existing incentive misalignments, while creating various information problems of their own.

**Complexity.** A key driver of complexity is the practice of tranching, which allows for the bulk of a given securitisation to be financed by AAA investors. The tranching of payoffs increases the layering between the performance of the underlying assets and the risk-reward profiles of the tranches held by final investors. As discussed above, links between tranche payoffs and the underlying asset pool performance are further complicated by existing trade-offs between the protection provided by subordination and other structural features. Additional complexities arise when a structure itself contains tranches of other securitisations (ie resecuritisations, including ABS CDOs). By implication, more complicated links between tranche payoffs and pool performance will also increase the difficulty for final investors to obtain a clear picture of the risk and return profile of their stakes. Overall, assessments of value and risk will tend to become increasingly dependent on models, which themselves are subject to uncertainty, as small changes in assumptions can lead to major differences in the risk assessments.

Deal complexity ...

<sup>6</sup> See, for example, DeMarzo (2005). Related papers are reviewed in Mitchell (2005).

... transparency ...

**Transparency.** Securitisation, while increasing the distance between borrowers and lenders, essentially assumes that incentives – for activities such as the proper screening of borrowers – are preserved along the securitisation chain. Historically, reputational considerations have been assumed to act as a control mechanism for the behaviour of originators, but the crisis has illustrated that this did not work sufficiently in the US mortgage context. This type of failure, in turn, puts a premium on the availability of information for proper deal analysis, particularly for those securitisation markets that have historically not provided such information.

... and undue  
reliance on  
ratings ...

**Ratings.** One result of increasing complexity and limited transparency has been an over-reliance on ratings. A key issue in this context is that tranching causes ratings of structured securities to behave differently from traditional corporate bond ratings. Specifically, once downgrades of a tranching security occur, they will tend to be more persistent and severe than for corporate bonds. This results in a non-linear relationship between the credit quality of underlying assets and that of tranching products, which will tend to magnify changes in the valuation of securitisation tranches relative to those observed for the underlying asset pool. Investor reliance on ratings, unless supported by other measures of risk, can thus lead to mispriced and mismanaged risk exposures as well as unfavourable market dynamics if these exposures have to be unwound (Fender et al (2008)).

... have been  
exposed as  
weaknesses

It is now clear that many investors (including the arranging banks and their risk managers) were not fully aware of the fundamental differences in corporate bond and structured finance ratings, or of the nature of the risks they were taking on with structured products. That is, the disciplining function of investor scrutiny that would have been necessary to align incentives along the securitisation chain was not exercised. An important question is to what extent investors' lack of understanding was due to too little information being available or, rather, to their failure to demand and appropriately process the information that would have been necessary to conduct appropriate risk analysis. Much of the surprise in terms of the performance of securitised instruments occurred among investors in AAA securities, who were probably relying excessively on ratings. Interestingly, some of the most sophisticated institutions were found to be holding AAA-rated tranches and have taken the most severe valuation losses. This included tranches that these institutions themselves had originated, but which were considered "safe" or appropriately hedged (eg via "wraps" sold by specialised insurers).

# Securitisation and post-crisis financial regulation

## Introduction

This conference has focused on the transnationalisation of debt. There are few types of debt as internationally issued and traded as the debt securities—often called asset-backed securities (“ABS”) or, when specifically backed by mortgage loans, mortgage-backed securities (“MBS”)—issued in securitisation transactions. European investors commonly invest in ABS issued in U.S. securitisation transactions, and vice versa.

It is generally agreed that securitisation’s abuses contributed to the global financial crisis (“financial crisis”). Repayment of ABS issued in certain highly leveraged securitisation transactions, usually called “ABS CDO” transactions, was so “extremely sensitive to cash-flow variations” that, when “the cash-flow assumptions turned out to be wrong, many of these [highly rated securities] defaulted or were downgraded.” That, in turn, sparked a loss of confidence in the value of credit ratings and highly rated debt securities generally.

The regulatory responses to securitisation in the United States and Europe are, at least in part, political reactions to the financial crisis. As such, these responses tend to be ad hoc. Parts I and II of this article explain, and Part III compares and critiques, these responses. Thereafter, Part IV of the article examines how existing regulation could be made more systematic by identifying the market failures that apply distinctively to securitisation and analyzing how those market failures could be corrected.

## I. U.S. REGULATORY RESPONSES

The U.S. regulatory responses are primarily embodied in the Dodd-Frank Act and in part embodied in the U.S. implementation of the Basel III capital requirements. These responses conceptually fall into four categories: increasing disclosure, requiring risk-retention, reforming rating agencies, and imposing capital requirements. As will be seen, there are strong parallels between the U.S. regulatory responses and the European regulatory responses. In part, that’s because securitisation is such a relatively new approach to financing that regulators throughout the world are attempting to learn from each other. This represents the ultimate “transnationalisation” of the law regarding debt.

### A. Disclosure

Section 942(b) of the Dodd-Frank Act requires, for each issue of ABS, the disclosure of information regarding the financial assets backing each class (sometimes called “tranche”) of those securities. The U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) is directed to promulgate rules expanding that disclosure requirement (e.g., standardizing data disclosure). Those rules have not yet been finally issued.

### B. Risk-Retention

To attempt to address moral hazard resulting from the originate-to-distribute model of loan origination (under which lenders sell off their loans as they are made), thereby improving the quality of the financial assets underlying securitisation transactions, Dodd-Frank Act § 941 requires securitizers—who are effectively originators or sponsors of the securitisation—to retain a portion of the credit risk (so-called “skin in the game”) for any financial asset (including mortgage loans, other than Qualified Residential Mortgages) that the securitizer, through the issuance of an asset-backed security, transfers, sells, or conveys to a third party. For example, securitizers are required to retain at least 5% of the credit risk for non-qualified residential mortgage-loan assets that they transfer, sell, or convey through

the issuance of an asset-backed security. The regulations prohibit securitizers from directly or indirectly hedging or otherwise transferring the credit risk they are required to retain with respect to an asset.

### **C. Rating-Agency Reform**

To increase the reliability of credit ratings issued by rating agencies, § 943 of the Dodd-Frank Act requires the SEC to prescribe regulations requiring each nationally recognized statistical rating organization (“NRSRO,” the U.S. regulatory term for a rating agency) to include in any report accompanying a credit rating a description of the representations, warranties, and enforcement mechanisms available to investors and how these differ from the representations, warranties, and enforcement mechanisms in issuances of similar securities. The Dodd-Frank Act also significantly reduces reliance on rating agencies by banks and federal agencies.

### **D. Capital Requirements**

Capital requirements are intended to protect firms against economic shocks. Capital requirements apply to securitisation transactions by requiring investors in ABS to hold more capital than they would be required to hold for investments in other types of securities. In general, the United States follows the Basel III capital requirements, which mandates higher capital requirements for investments in ABS.

The Federal Reserve and two other federal agencies have also adopted a final rule combining the Basel III capital requirements and the Dodd-Frank Act framework to implement Basel III’s liquidity coverage ratio (“LCR”) in the United States. The LCR requires banks to maintain a minimum amount of high-quality liquid assets (“HQLA”s)—assets that can be easily and immediately converted into cash with little or no loss of value—to withstand a 30-day stress scenario; a bank’s stock of HQLAs must be at least 100% of its total net cash outflows over the 30-day stress period. In defining what constitutes HQLAs and which HQLAs must be discounted for purposes of computing the 100% requirement, Basel III disfavors investments in ABS, disallowing some to qualify as HQLAs and discounting others as much as 50% for purposes of computing the 100% requirement. The U.S. implementation of the LCR is even stricter.

## **II. EUROPEAN REGULATORY RESPONSES**

The European regulatory responses to securitisation conceptually fall into five categories: increasing disclosure, requiring risk-retention, reforming rating agencies, imposing capital requirements, and requiring certain due diligence. Except for adding due diligence requirements, these categories parallel the U.S. regulatory responses to securitisation.

In discussing the European regulatory responses to securitisation, I first will focus on the plan unveiled in late September 2015, in which the European Parliament and Council proposed regulations laying down common rules on securitisation and creating a European framework for simple, transparent, and standardised (“STS”) securitisation. A primary goal of these EU-proposed regulations is to incentivize STS securitisations—in contrast to more opaque and complex securitisation transactions—as an effective funding channel to the economy. To avoid confusion, the reader should be aware that although the STS securitisation framework has many parallels to the so-called simple, transparent, and comparable (“STC”) securitization criteria proposed in July 2015 by the Basel Committee on Banking Supervision and the Board of the International Organization of Securities Commissions (operating together as the Task Force on Securitisation Markets), the STS criteria are proposed as EU law.



## **A. Disclosure**

By incentivizing STS securitisations, the EU-proposed regulations implicitly promote disclosure. Disclosure is much more likely to be effective for securitisations that are simple, transparent, and standardized than for more complex securitisation transactions.

Chapter 3 of the EU-proposed regulations defines STS securitisation. Article 8 of Chapter 3 describes the simplicity requirement, which includes a true sale or similar transfer of the underlying financial assets. Additionally, those financial assets must themselves meet simplicity requirements, including being homogenous, creditworthy (e.g., not in default, not from obligors that are insolvent or have adverse credit history or low credit scores), and not constituting already securitised financial assets.

Article 9 of Chapter 3 sets forth the standardisation requirements. Among other things, interest-rate risk and exchange-rate risk must be hedged and, other than to effect such hedging, the underlying financial assets cannot include or be buttressed by derivatives (as would be the case in a “synthetic” securitisation). The transaction documentation must clearly specify the obligations, duties, and responsibilities of the servicer and back-up servicer to ensure efficient and continuing servicing of the financial assets and must also include clear provisions facilitating the timely resolution of conflicts among different classes of investors.

Article 10 of Chapter 3 sets forth the transparency requirements. Among other things, the originator or sponsor must provide investors a cash flow model and also provide them access to information on historical default, delinquency, and loss performance for substantially similar financial assets to those being securitised. Also, a sample of the underlying financial assets shall be subject to external verification by an independent party.

I later discuss why these criteria for STS securitisations are sensible.

## **B. Risk-Retention**

Article 4 of the EU-proposed regulations also creates, for most securitisations, a risk-retention requirement similar to the U.S. risk-retention requirement. To avoid a recurrence of the allegedly flawed originate-to-distribute model, the originator or sponsor must retain an unhedged material net economic interest in the securitisation of at least 5%.

## **C. Rating-Agency Reform**

European regulators have sought to increase the transparency and accountability of rating agencies. Most significantly, they require rating agencies to disclose the fees charged to their clients.

## **D. Capital Requirements**

The Basel III capital requirements, already discussed in the U.S. regulatory context, also applies in Europe. As discussed, Basel III mandates higher capital requirements for investments in ABS. It also disfavors investments in ABS for purposes of satisfying its liquidity coverage ratio (LCR).

## **E. Due Diligence Requirements**

Chapter 2 of the EU-proposed regulations imposes due diligence requirements for all securitisations, even STS securitisations. These not only require standard pre-closing due diligence but also post-closing due diligence, including requiring investors to perform regular stress tests on the cash flows and financial asset values supporting the underlying securitisation exposures.

# Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées

Jacques Cailloux, Augustin Landier  
et Guillaume Plantin

## Faut-il titriser les prêts aux TPE ?

Les tentatives actuelles de diversification des sources de financement des entreprises concernent essentiellement les ETI ou les plus grosses PME. Le placement privé entraînant des coûts fixes trop importants pour les TPE et la plus grande partie des PME, on peut s'interroger sur l'opportunité de développer un marché de prêts titrisés pour les PME et les TPE.

La titrisation consiste à transférer un portefeuille de prêts ou de créances du bilan de l'institution financière qui l'a initialement souscrit vers une structure qui le refinance en émettant des titres. Les titres sont des droits sur les flux futurs de revenus générés par le portefeuille. L'émission peut éventuellement être décomposée en différentes « tranches » de risque. La tranche dite « *equity* », la plus risquée, supporte les premières pertes. Chaque tranche suivante absorbe à son tour les pertes jusqu'à ce qu'elle perde toute valeur. La dernière tranche, dite « *senior* » ne supporte des pertes que si toutes les tranches qui la précèdent ont perdu toute valeur. Cette structure permet d'adapter le profil de risque de chaque tranche à une clientèle particulière (*hedge funds*, assureurs...) et donc de valoriser au mieux le portefeuille. Mais elle a pour inconvénient de complexifier le produit financier. Par ailleurs, la tranche « *senior* », en dépit de son nom rassurant, peut dans certains cas s'avérer relativement risquée.

Développer la titrisation pour les prêts aux PME supposerait de réunir dans de vastes portefeuilles un grand nombre de prêts unitaires de montants modestes afin de diversifier les risques. Ces portefeuilles seraient alors titrisés et vendus tels quels ou par tranche, la banque ayant accordé les prêts devant en tout état de cause conserver une partie des risques dans son bilan, afin de maintenir les bonnes incitations de son côté (voir encadré 2)<sup>17</sup>. La vente des prêts trisrisés permettrait alors à la banque de faire de la place dans son bilan pour prendre de nouveaux risques, c'est-à-dire pour accorder de nouveaux prêts à l'économie. La volonté de la BCE de promouvoir le marché des prêts titrisés aux PME procède de cette logique, la Banque centrale ayant la possibilité d'acquérir sur le marché les tranches « *senior* » de ces actifs.

Cependant, les petites entreprises constituent une population hétérogène – plus encore que celle des particuliers. Les prêts comportent des clauses variées et sont difficiles à regrouper en grandes classes d'emprunteurs se prêtant à l'analyse statistique. De plus, les petites entreprises sont sans doute les entreprises pour lesquelles les problèmes d'asymétrie d'information entre les banques et les marchés sont le plus importants. La décision de crédit repose sur le jugement du responsable de clientèle local, au fait de l'environnement économique immédiat de l'entreprise, ainsi que de la compétence et du dynamisme, voire de la situation financière personnelle de ses dirigeants. Les coûts informationnels de la titrisation paraissent donc particulièrement élevés

Note du CAE n° 1

<sup>17</sup> La rétention par la banque d'une tranche « *equity* » joue le même rôle qu'une franchise dans un contrat d'assurance. La franchise incite l'assuré à maîtriser son risque. Mais cette incitation a un coût : celui d'un transfert de risque imparfait vers l'assureur.

## 2. Les dérives de la titrisation et la crise de 2008

Les risques de la titrisation sont liés à la modification des comportements qu'elle induit. Si une banque anticipe qu'elle va céder les flux futurs associés à des prêts, ses incitations à sélectionner les emprunteurs sont moindres, d'une part, et, d'autre part, ses incitations à engager des mesures de recouvrement efficaces en cas d'événement de crédit sont également moins importantes puisqu'elle ne supporte plus les conséquences pécuniaires du défaut. Ces problèmes d'incitation ont été mis en évidence dans le cas des prêts hypothécaires américains lors de la crise de 2008<sup>a</sup>. Les incitations de la banque « originatrice » du crédit sont contrôlées en pratique par une rétention de risque. En conservant une fraction de la tranche « *equity* », c'est-à-dire une fraction des premières pertes sur le portefeuille, la banque conserve des incitations à maintenir une qualité de portefeuille minimale

Les opérations de titrisation qui ont joué un rôle central dans la crise de 2008 constituaient des formes dévoyées de la titrisation telles que décrite ci-dessus, à des fins de contournement de la réglementation prudentielle des banques. Les prêts titrisés n'étaient pas transférés vers des investisseurs non bancaires : ils étaient refinancés soit dans le système bancaire, soit par des banques « de l'ombre », c'est-à-dire des institutions qui se refinancent en émettant des quasi-dépôts, tels que les fonds monétaires, c'est-à-dire *de facto* des banques non régulées. La titrisation était devenue aux États-Unis avant 2008 un outil d'arbitrage réglementaire permettant aux banques de se soustraire à la réglementation prudentielle, davantage qu'un transfert de risques des banques vers des institutions aux bilans moins fragiles.

<sup>a</sup> Keys B.J., T.K. Mukherjee, A. Seru et V. Vig (2010) : « Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, n° 1, pp. 307-362 et Piskorski T., A. Seru et V. Vig (2010) : « Securitization and Distressed Loan Renegotiation: Evidence from the Subprime Mortgage Crisis », *Journal of Financial Economics*, vol. 97, n° 3, pp. 369-397.

dans le cas des petites PME et TPE. Cette classe d'actifs est d'ailleurs très peu titrisée par le système financier américain, pourtant le plus innovant en matière de titrisation<sup>18</sup>.

Il faut ainsi s'interroger sur les gains spécifiques de cette titrisation par rapport au placement privé mentionné plus haut (qui bénéficie aux ETI et aux grosses PME) et à la titrisation des prêts aux particuliers, plus facile à mettre en œuvre (surtout lorsqu'ils sont adossés à des prêts immobiliers) que celle des prêts aux petites PME et TPE. Lorsqu'une banque « libère » un euro de fonds propres (en transférant le risque qu'assume cet euro au marché), elle est censée l'utili-

ser pour octroyer des financements là où ils sont le plus profitables, indépendamment de l'origine de cet euro (titrisation, émission d'actions, résultats mis en réserve...). En d'autres termes, il n'y a aucune raison de penser que le desserrement des contraintes de fonds propres des banques éventuellement engendré par des placements privés de prêts aux ETI ou par la titrisation d'emprunts immobiliers ne bénéficierait pas, au moins en partie, aux TPE et PME qui ont des projets profitables. La fongibilité, au moins partielle, du bilan des banques, implique qu'il n'est pas efficace de chercher à titriser les actifs bancaires les plus illiquides pour desserrer les contraintes financières des banques.

En définitive, les réformes récentes de l'assurance-vie ont déjà pour objectif de pallier les insuffisances de concours bancaires aux PME qui pourraient éventuellement se manifester en cas de reprise prononcée de l'investissement. Par exemple, la réforme des placements des assureurs crée un potentiel d'investissement dans les PME de 60 milliards d'euros, très supérieur à l'augmentation de la demande de crédit des PME en cas de reprise telle que nous l'estimons. Le fait que Novo, le fonds de prêts à l'économie lancé par la Caisse des dépôts et consignations en juillet 2013, ait pour l'heure engagé moins de 500 millions d'euros sur une capacité totale de 1 milliard suggère qu'il est peu probable que la nouvelle capacité d'endettement créée par ces réformes soit rapidement consommée.

S'il y a lieu de veiller à ce que les évolutions réglementaires internationales (en particulier Bâle 3 pour le secteur bancaire et Solvabilité 2 pour celui de l'assurance), et leur transposition en droit français, ne pénalisent pas à l'excès l'activité de titrisation en France dans les années à venir, les gains à attendre d'une titrisation des prêts aux PME ne nous paraissent pas flagrants en France à court terme<sup>19</sup>.

**Proposition 1.** Le développement de la titrisation devrait cibler les prêts aux particuliers et ceux aux grandes PME et ETI plutôt que les prêts aux petites PME et TPE.

<sup>18</sup> En revanche, les petits entrepreneurs américains utilisent fréquemment des crédits à la consommation ou des crédits hypothécaires pour financer leur activité. La titrisation de ces types d'encours est de ce fait très développée aux États-Unis et joue un rôle important dans le financement des TPE.

<sup>19</sup> La situation est différente en Espagne et surtout en Italie, où les banques ne paraissent pas en mesure de prendre davantage de risques à leur bilan.

## Securitisation and growth: The collateral matters

*Since the Global Crisis, a broad discussion about the future of securitisation has emerged. This column presents new evidence on the relationship between securitisation and economic growth. The impact of securitisation depends on the underlying type of collateral. Securitisation of business loans may encourage investment and spur economic activity, but securitisation of consumer loans may at the aggregate divert resources away from productive purposes.*

The crisis of 2007-2009 caused an effective breakdown of securitisation markets, reversing years of rapid growth. Starting already in the early 1960s, securitisation of mortgage loans became first common in the US. It steadily became widespread until the Global Crisis, when it peaked at around 50% of outstanding mortgage and consumer loans in the US, and became a worldwide phenomenon led by advanced economies but also with significant growth in emerging markets.

### The policy debate

Spurred by the experience during the Crisis, a broad discussion has emerged in recent years about the future of securitisation. Several policymakers have spoken out against, but also in favour of securitisation markets. Most arguments that have been put forward in the debate refer to securitisation in general (such as ensuring that securitisations are transparent and are not distorting incentives of the involved parties) and do not differentiate among the different types. In Europe, the ECB and the Bank of England have stated their intention to revive securitisation markets, focusing on the high quality segment of the ABS market (See ECB and Bank of England 2014).

### There are clear benefits to securitisation...

Securitisation allows banks to shift risk off their balance sheet and frees up capital for new lending. Securitisation is also an important risk management tool, allowing banks to achieve a more diversified pool of exposures. This should lower their cost of taking on risks, the benefit of which should, at least partially, be passed on to borrowers in the form of more favourable lending conditions and higher credit availability. Securitisation also allows banks to better insulate themselves from funding shocks, potentially stabilising credit extension.

### ... but also costs

On the downside, securitisation has demonstrated the potential to worsen the efficiency of financial intermediation. The main reason is the presence of informational problems. In particular, the securitising banks become less exposed to borrower risk, which undermines their incentives to screen and monitor. This may result in lower quality lending, and erodes the benefits of intermediation relative to market-financing. High complexity has also been identified as a potential cost to securitisation, as it reduces the ease with which outsiders can evaluate securitisation products, potentially resulting in inefficient investment decisions.

### The macroeconomic effects of securitisation: New evidence

The literature has typically focused on the impact of securitisation on banks themselves (such as their lending behaviour or their risk-taking), the impact on loan conditions (e.g., the pricing

of loans) and the impact on borrowers (such as their likelihood of default).<sup>1</sup> This focus on the micro-level has clear advantages in providing good settings for identification.

In a recent study (Bertay *et al.* 2015) we consider the relationship between securitisation and *aggregate* outcomes, in particular economic activity. While identification is more challenging at the aggregate level, this focus offers distinct advantages. Securitisation is likely to be associated with important externalities that cannot be captured by micro-studies. For example, while securitisation may very well increase profits and lower risk for the bank that is shedding the risk, it may be detrimental to the buyers of securitisation products. In addition, securitisation may also affect the efficiency of capital allocation in the economy (it can either increase or decrease it), which has implications that will not be visible at the immediate bank-firm nexus.<sup>2</sup>

### Securitisation and economic activity

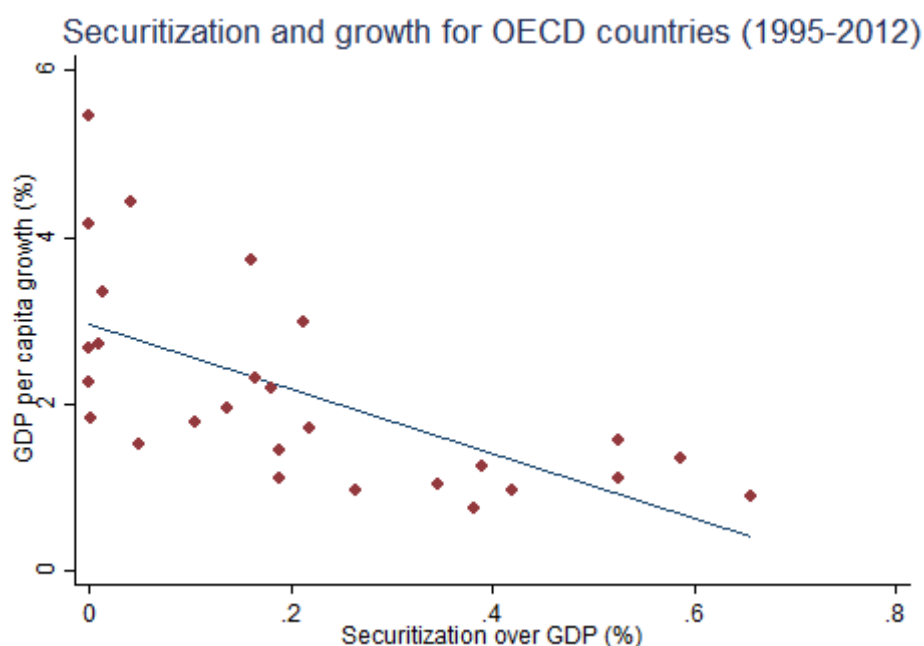
Specifically, we exploit country-level variations in securitisation activities to analyse the relationship between securitisation and economic aggregates.

- Based on a large international sample of securitisation issuances from 1995 to 2012, we find securitisation activities to be negatively related to GDP per capita growth, capital formation, and changes in new firm establishments.

The effect is economically significant and is not driven by the period of the Global Crisis, suggesting that it is a structural property of securitisation.

Figure 1 summarises the relationship, plotting a country's growth rate during 1995-2012 against its securitisation intensity, measured by the yearly issuance of new securitisation products scaled by GDP.

**Figure 1.** Securitisation and growth of OECD countries (1995-2012)



## The credit composition channel

What can explain this finding? We put forward a new channel based on the idea that securitisation affects the aggregate *composition* of credit in the economy. Securitisation of residential mortgage and consumer loans (which are more homogenous and less information sensitive) is easier than for business loans. The development of securitisation is thus expected to change bank behaviour broadly favouring loans to households, as opposed to loans to business. As both types of borrowers are competing for an economy's scarce resources, this may result in an aggregate reduction in investment and lower economic activity.<sup>3</sup>

Our empirical analysis shows that securitisation of loans to households is negatively related to economic activity. Securitisation of business loans, on the other hand, displays a positive association with economic activity, albeit a weak one.

In addition, we find that:

- Securitisation increases an economy's consumption-investment ratio.
- Securitisation has a more pronounced (negative) impact on proxies of the supply side of the economy than on economic growth. This is consistent with a shift from investment to consumption constraining the supply side of the economy, while potentially boosting demand (and hence leading to a more muted impact on GDP).

## Lessons learned

The results indicate that securitisation may not only have effects for the parties immediately involved in the securitisation process, but also for the wider economy. Most importantly, the results suggest that the impact of securitisation depends on the underlying type of collateral. While securitisation of business loans may encourage investment and spur economic activity, securitisation of consumer loans may at the aggregate divert resources away from productive purposes.

## Policy implications

The ongoing debate on whether to revive securitisation should put a focus on which part of the securitisation market to stimulate. Policymakers clearly recognise the importance of fostering 'high quality' securitisation, that is, securitisations that are transparent and include collateral of low risk borrowers. Our analysis suggests that the authorities should not only care about the securitisation quality, but also whether the collateral is in the form of household or business loans. If the objective is to stimulate growth and investment, the focus should be on the latter.

*Disclaimer: The views expressed in this article are those of the authors and should not be attributed to the World Bank, its Executive Directors, or the countries they represent. Any errors are the responsibility of the authors.*

Ata Can Bertay  
Di Gong  
Wolf Wagner

# THE ROLE OF BANKS IN ASSET SECURITIZATION

## 1. INTRODUCTION

It is probably safe to assume that Frank Capra's intentions in his classic film *It's a Wonderful Life* were to exalt the fundamental virtues of the human character and to caution us against the perils of material temptations. And yet, almost seventy years later, his film remains one of the best portrayals in Hollywood cinematic history of the role and importance of banks in the real economy. This film could easily be used in a classroom to describe a traditional model of financial intermediation centered on banks, defined here as deposit-taking institutions predominantly engaged in lending.<sup>1</sup>

The typical bank of the 1940s is embodied in the film's Bailey Building and Loan Association, a thrift institution that takes deposits and invests them in construction loans that allow the local residents to disentangle themselves from the clutches of the greedy monopolist, Henry F. Potter. We also see a bank run developing, and we learn of banks' intrinsic fragility when George Bailey, the film's main character and the manager of the thrift, explains to panicked clients demanding withdrawals that their money is not in a safe on the premises, but rather is, figuratively speaking, "in Joe's house . . . that's right next to yours."

The film debuted in 1946, but Bailey's bank has remained the dominant model of banking throughout the decades that

followed. Indeed, it is by and large the model that has inspired the supervisory and regulatory approach to financial intermediation, at least until recent times. Because of the significant social externalities associated with banks' activities, close monitoring of the banks' books is warranted in order to minimize the risk of systemic events (there is indeed even room for a bank examiner in the film!).

However, if we were to remake the film and fit it into the current context, many of the events would need significant adaptation. For instance, we could still have the bank, but it would be an anachronism to retain the idea that depositors' money is in their neighbors' houses. Most likely, the modern George Bailey would have taken the loans and passed them through a "whole alphabet soup of levered-up nonbank investment conduits, vehicles, and structures," as McCulley (2007) incisively puts it when describing financial intermediation's evolution to a system now centered around the *securitization of assets*.

Under the securitization model, lending constitutes not the end point in the allocation of funds, but the beginning of a complex process in which loans are sold into legally separate entities, only to be aggregated and packaged into multiple securities with different characteristics of risk and return that will appeal to broad investor classes. And those same securities can then become the inputs of further securitization activities.

The funding dynamics of such activities diverge from the traditional, deposit-based model in several ways. Securitization structures develop the potential for separate funding

<sup>1</sup> See, for example, the Council of Economic Education article, "It's a Not So Wonderful Life," <http://www.econedlink.org/lessons/index.php?lid=698&type=student>.



mechanisms, such as issuance of commercial paper backed by the securitized assets. And the creation of these new classes of securities fuels the growth of other nonbank-centered, secured intermediation transactions, such as repurchase agreements and securities lending, in need of what Gorton (2010) calls “informationally insensitive” collateral.

Under such a complex configuration, traditional banks may no longer be needed, as we witness the rise of what McCulley—apparently the first to do so—calls “shadow banks.” The goal of our article is to delve more deeply into the analysis of asset securitization activity in order to address the following fundamental question: Have regulated bank entities become increasingly marginalized as intermediation has moved off the banks’ balance sheets and into the shadows? Aside from the insights gained, furthering our understanding of the evolution of financial intermediation has first-order normative implications: If regulated banks are less central to intermediation and if intermediation is a potential source of systemic risk, then a diminished bank-based system would require a significant rethinking of both the monitoring and regulatory fields.

This study provides, for the first time, a complete *quantitative mapping* of the markets and entities involved in the many steps of asset securitization. Our findings indicate that regulated banks—here defined at the level of the entire bank holding company—have in fact played a dominant role in the emergence and growth of asset-backed securitization and that, once their roles are explicitly acknowledged, a considerable segment of modern financial intermediation appears more under the regulatory lamppost than previously thought.

Using micro data from Bloomberg, we perform an exhaustive census of virtually the entire universe of nonagency asset-backed-securitization activity from 1978 to 2008. For each asset-backed security (ABS), we focus on the primary roles in securitization: issuer, underwriter, trustee, and servicer. These four roles are critical in the life of an asset-backed security, extending from issuance through maturity, and therefore are also critical for the existence of a securitization-based system of intermediation.

We show that the degree of bank domination varies according to product type and securitization role. Banks are inherently better suited to compete for the data-intensive trustee business, capturing in most cases more than 90 percent of these services. Having a strong role in securities underwriting, banks are able to exploit their expertise to capture a significant fraction of asset-backed underwriting as well. Naturally, in issuing and servicing the different segments of the securitization market, banks face competition from nonbank mortgage lenders and consumer finance companies. Nevertheless, we show that banks were able to retain a significant and growing share of issuance and

servicing rights as well. Despite the greater complexity of a system of intermediation based on asset securitization, which appears to have migrated and proliferated outside of the traditional boundaries of banking, our findings suggest that banks maintained a significant footprint in much of this activity through time.

Our article is organized as follows: In the next section, we outline the principal roles in securitization. Section 3 describes our sources of information for the vast number of asset-backed securities. In Section 4, we briefly review the explosive growth and evolving nature of the securitization market. Section 5 documents the dominant role of commercial banks and investment banks in securitization. Section 6 concludes.

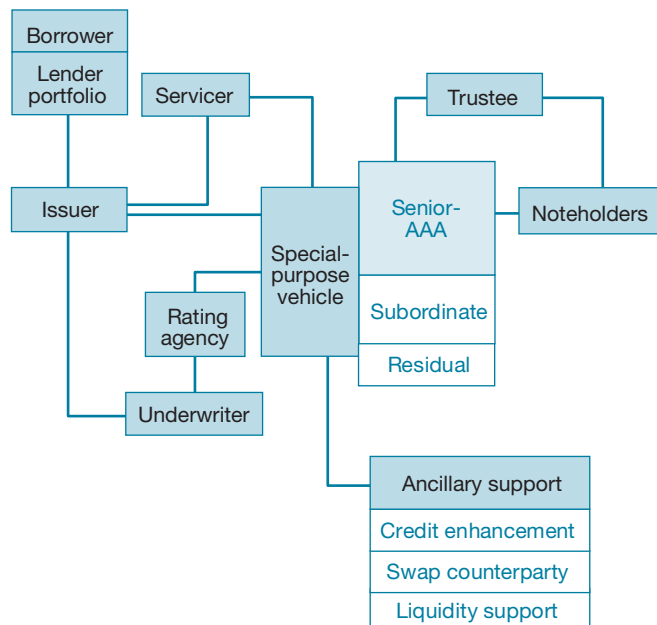
## 2. PRIMARY ROLES IN ASSET SECURITIZATION

The securitization process redistributes a bank’s traditional role into several specialized functions (see the appendix for details on the evolution of asset securitization and for basic terminology). The exhibit highlights the key roles in the securitization process: issuer, underwriter, rating agency, servicer, and trustee.<sup>2</sup> The *issuer* (sometimes referred to as sponsor or originator) brings together the collateral assets for the asset-backed security. Issuers are often the loan originators of the portfolio of securitized assets because structured finance offers a convenient outlet for financial firms like banks, finance companies, and mortgage companies to sell their assets.

In the basic example of securitization represented in the exhibit, all of these assets are pooled together and sold to an external legal entity, often referred to as a *special-purpose vehicle*. The SPV buys the assets from the issuer with funds raised from the buyers of the security tranches issued by the SPV. The transfer of the assets to the SPV has the legal implication of obtaining a true sale opinion that removes issuer ownership and insulates asset-backed investors in the event of an issuer bankruptcy. The SPV often transfers the assets to another special-purpose entity—typically a trust. This second entity actually issues the security shares backed by those assets

<sup>2</sup> The lines connecting the different roles (boxes) in the exhibit represent transaction flows of securities, assets, payments, information, and other services. Sometimes these flows are two-way. For example, investors buy security notes issued by the special-purpose vehicle (SPV) in lieu of cash. Admittedly, the securitization example presented is fairly generic, depicting a representative structure of the securitization process. This basic exhibit often varies according to the type of collateral or the complexity of the security. Some asset-backed securities can be more exotic, involving very complex interactions among the involved parties. Even intricate securities—such as synthetic collateralized debt obligations, in which the role of originator is blurrier—rely on an SPV/trust structure.

### A Representative Securitization Deal



under GAAP sale rules outlined in the Financial Accounting Standards Board's Statement No. 125.

Another important role in the securitization process is performed by the *servicer*, the party responsible for processing payments and interacting with borrowers, implementing the collection measures prescribed by the pooling and servicing agreements and, if needed, liquidating the collateral in the event of default. In cases in which the issuer is also the lender of the underlying assets, there is a greater likelihood that the issuer would retain these servicing rights.

In addition to managing payment flows, servicers are expected to provide administrative help to the *trustee*. The trustee is an independent firm with the fiduciary responsibility for managing the SPV/trust and representing the rights of the investors (that is, the noteholders). The primary role of the trustee is to disperse payments to investors and to oversee the security on behalf of the investors by collecting information from the servicer and issuer while validating the performance of the underlying collateral.

The role of *underwriters* in structured finance is similar to that in other methods of securities issuance. Asset-backed-security underwriters fulfill traditional arranger roles of representing the issuer (here, the SPV or trust). The primary job of the underwriter is to analyze investor demand and design the structure of the security tranches accordingly. Consistent with traditional, negotiated cash-offer practices, underwriters of asset-backed bonds would buy at a discount a specified amount of the offer before reselling to investors. In addition to

marketing and selling these securities, underwriters provide liquidity support in the secondary trading market. Because asset-backed securities trade in over-the-counter markets, the willingness of underwriters to participate as broker-dealers by maintaining an inventory and making a market enhances the issuance process.

Working closely with the *rating agencies*, the underwriter helps design the tranche structure of the SPV to accommodate investors' risk preferences. Under the guidance of rating agencies, the expected cash flows from securitized assets are redirected by the underwriter into multiple tranches. The rating agencies played a critical role in the rapid growth of structured finance in the United States over the past two decades. Rating agencies provide certification services to investors who need to carry out a due-diligence investigation of the underlying assets and evaluate the structure of the security. Ratings are necessary because many large institutional investors and regulated financial firms are required to hold mostly investment-grade assets.

Although asset-backed-security ratings of subordination structures vary across product types, most of them rely on a common blueprint. These securities are typically structured into several separate tranches. Asset-backed tranches usually have different risk ratings and different maturities derived from the same pool of assets. The diversity in tranches makes them more appealing to a heterogeneous pool of investors with various risk preferences and investment objectives. The core components of each security include a number of senior tranches rated AAA, a class of subordinate tranches with a rating below AAA, and an unrated residual equity tranche. The senior tranches receive overcollateralization protection, meaning that credit losses would initially be absorbed by these subordinate classes. Sometimes junior (mezzanine) below-AAA classes that are subordinate to senior classes may also have a buffer of protection from the residual tranche or receive other credit enhancements. The remaining cash flows are distributed to the residual (equity) certificateholders. The residual investors receive any leftover cash flows, but have no claim on the collateral until all obligations to the more senior classes of securities are fully met.

In addition to overcollateralization cushions, several other *ancillary enhancements* are put in place to further protect investors from default and other risks (such as liquidity risk, currency fluctuation risk, and interest rate risk). In contrast to overcollateralization buffers that are built into the security internally, these credit enhancements are provided for a fee from a third party. For example, it was a common practice in the early years of nonagency mortgage securitization to buy credit bond insurance (often referred to as a wrap) from

independent insurance providers. Foreign exchange and interest rate swaps are sometimes used to improve the overall risk profile of the security, making it more attractive and easier to price for investors. In addition, the SPV may lower risk exposures by obtaining a letter of credit or an asset-swap agreement.

Focusing on this taxonomy of roles allows us to better understand the “shadowy” financial system of securitization. Essentially, we argue that structured finance retains all the unique facets of financial intermediation. Leaving aside rating agencies, we show that securitization requires the primary services of issuer, trustee, underwriter, risk enhancer, and servicer. At the same time, banks perform exactly the same roles in the traditional model of intermediation: They are loan issuers and implicitly underwrite the loan portfolio to investors (the depositors and equityholders). They serve in the role of trustee as the delegated agent for their depositors and provide credit enhancement, represented by the existence of equity held on their balance sheets. They provide liquidity services, on both sides of the balance sheet, to firms and depositors. And they act as a servicer, collecting loan payments and paying interest to depositors.

Although a bank in the traditional model of intermediation performs all these roles, its compensation is determined implicitly by the asset-liability contracts. With asset securitization, however, the same roles can be played by multiple entities, each compensated separately for its services. This proliferation of markets and entities involved in the securitization process is perhaps the main reason why the modern system of intermediation seems so hard to decipher. We hope this study contributes to enhanced understanding of its main dynamics.

## APPENDIX: THE EVOLUTION OF ASSET SECURITIZATION

### THE SECURITIZATION MARKET

Securitization is a financial innovation with a long history in U.S. capital markets and in several economies overseas. It involves the issuance of securities that derive their cash flow from underlying assets. The most common asset-backed structure sells shares in this securitized pool to investors. The novelty of asset securitization is that the performance of the security is determined by the cash flow of the pledged collateral and in theory should not depend on the financial strength of the asset issuer.

### AGENCY MORTGAGE-BACKED SECURITIES

Structured finance techniques were the foundation of the *agency mortgage market*, which began in the early 1970s when the Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) used these techniques to pool government-sponsored mortgage loans. These structures were later embraced by the Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) and the Federal National Mortgage Association (Fannie Mae). The key mechanism in the agency securitization market was the pass-through mortgage-backed security, which facilitated the seamless transfer of cash flows from mortgage lenders to investors.

Another important phase of asset securitization in the United States emerged in the mid-1980s and was aimed at satisfying investors looking for more diverse mortgage securities with different maturities and different interest rate characteristics. Initially, securitization products, such as collateralized mortgage obligations and multiclass structures, were used to transform and resecutize existing agency mortgage-backed securities. The resecutization of agency securities greatly expanded the role of Freddie Mac and Fannie Mae, which were chartered by Congress with the mandate of

supporting the secondary market in mortgage debt and enhancing credit availability in the housing finance market (Fabozzi and Dunlevy 2001).

### NONAGENCY ASSET-BACKED SECURITIES

The traditional agency securitization structures offered a mechanism for the creation of a nonagency securitization market that began to flourish in tandem with the agency market in the mid-1980s. A key catalyst in this process was the Tax Reform Act of 1986, which enabled the creation of *real estate mortgage investment conduits* (REMICs). The authorization of REMICs was a watershed event in the agency resecutization and nonagency market. This accounting vehicle essentially allows the transfer of assets into a bankruptcy-remote trust that is insulated from the performance of the asset issuer.<sup>a</sup>

The REMIC spurred the explosive growth in the securitization of nonconforming mortgage-backed securities using alternative credit enhancement structures. The nonconforming mortgage market, more commonly referred to as the *private-label* securities market, consists of loans that are too large to meet the agencies' size limits. In 1995, the longstanding Community Reinvestment Act was modified to encourage the securitization of lower-credit-quality loans. An environment of lower interest rates also made homeownership affordable, allowing borrowers to refinance and consolidate their debt.

Technological innovations and advanced credit-scoring systems also played a critical role in automating underwriting procedures and lowering borrowing costs. These financial innovations and lower underwriting standards spurred the rapid growth of the subprime mortgage market, which surged from roughly \$65 billion in 1995 to about \$1.3 trillion in 2007, according to *Inside Mortgage Finance*.

<sup>a</sup> The Tax Reform Act of 1986 required income from REMICs to be treated as regular interest and specified several rules concerning the taxation of the residual payments from REMIC investments.

## APPENDIX: THE EVOLUTION OF ASSET SECURITIZATION (CONTINUED)

A key requirement in a REMIC is that the underlying collateral must be static—that is, a real property or a real property derivative. The REMIC structure cannot be applied to a large subset of cash-flow-producing assets, such as car loans, revolving credit card receivables, lease receivables, student loans, corporate debt, and commercial real estate loans. To fill this gap, asset securitization has relied on several alternative bankruptcy-remote structures. The primary mechanisms for securitizing nonmortgage assets are provided by a variety of common-law *trusts* and revolving special-purpose entities such as *master trusts* and *commercial paper conduits*.<sup>b</sup>

### CLASSIFICATION OF NONAGENCY SECURITIES

This study follows the Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) classification and terminology for nonagency asset-backed securities. While it is true that the term *asset-backed security* (ABS) is sometimes used to describe any structured security that is backed by an asset's cash flows, SIFMA uses this definition more narrowly to refer to any asset receivables other than direct mortgage loans. According to this designation, the ABS class represents a wide variety of consumer finance assets (automobile loans, credit card

receivables, student loans, consumer loans, and other, more exotic, lease financing receivable structures). The ABS class also encompasses home equity loan (HELOAN) and home equity lines of credit (HELOC) products. Securities backed by mortgages are commonly described as *mortgage-backed securities*, or MBS (sometimes known as RMBS, for residential MBS).

Recall that there are two large subgroups of MBS: private-label MBS (based on prime or Alt-A nonagency mortgage products) and subprime MBS (derived from subprime mortgages). Because subprime MBS, HELOAN, and HELOC securities are all inherently collateralized by the value of a home, our analysis lumps these asset classes together. Finally, structures backed by commercial real estate loans are referred to as *commercial mortgage-backed securities* (CMBS).

Another important asset-backed class is the *collateralized debt obligation* (CDO), which includes securities backed by debt instruments. In particular, CDOs backed by corporate loans or bonds are referred to as *collateralized loan obligations* (CLOs) or *collateralized bond obligations* (CBOs), respectively. Many of the recent and complex multiclass CDO securities that were based on existing nonagency MBS are often referred to as “CDO squared.” Over the last few years, an important category to emerge is synthetic CDOs. This class of CDOs relies on credit derivatives (typically, credit default swaps) to transfer asset risks and cash flow payments between investors and issuers.

<sup>b</sup> Static trusts are typically created as *grantor trusts* or as statutory entities referred to as *owner trusts*. In many ways, a grantor trust is similar to a pass-through security in that it facilitates the transfer of income from the underlying asset (for example, automobile interest rate payments and principal) to investors. A grantor trust must be passive, with no management responsibilities for the investors, and limited in the number of asset classes. In comparison, an owner trust sells certificates to investors, allowing for a more complex structure of ownership between senior and subordinate investors and sequential payment distributions according to the maturity of the different tranches. Revolving structures are often very useful for credit card and home equity line asset-backed securities. In a revolving master trust, the principal and interest cash flows are distributed in phases (initially a revolving and subsequently an amortization phase).

## Titrisation STS : rassurer sans brider

*Simple, transparente et standardisée. C'est le type de titrisation que veut relancer le régulateur européen. À la clé, un traitement prudentiel plus avantageux pour ceux qui choisiraient d'en acheter. Mais les premières propositions ne font pas l'unanimité.*

### Titrisation : pour une meilleure répartition des risques

STS : trois lettres pour relancer le marché de la titrisation. Trois lettres pour faire oublier les déboires d'un outil ayant joué un rôle clé dans la crise des subprime. C'est ce que proposent les régulateurs européens avec le concept de titrisation « simple, transparente et standardisée ». Après une phase de consultation et la publication d'une proposition de l'EBA, la Commission européenne rend sa copie début octobre à travers un projet de règlement visant à définir ce cadre spécifique.

Le projet n'est pas neuf. Dès 2010, régulateurs et professionnels s'interrogeaient sur l'opportunité de définir une forme de label de qualité pour rassurer le marché. À l'initiative de l'industrie, le label pan-européen PCS a ainsi vu le jour en juin 2012. Côté régulateurs aussi, on s'est astreint à définir des règles pour assainir le marché : règles sur la transparence à travers l'information prêt par prêt, règle sur la rétention d'au moins 5 % du risque au bilan de l'émetteur pour limiter les conflits d'intérêts, augmentation de la charge en capital à mettre en regard des titrisations les plus risquées, obligation de mener une due diligence poussée pour les investisseurs... Ces exigences sont disséminées à travers une multitude de textes réglementaires européens, de la CRD 2 à Solvabilité 2, en passant par AIFM et les règles de prise en pension de la BCE. L'idée de la Commission est donc d'aboutir à un cadre uniforme, donnant droit à divers traitements favorables dans les différentes législations sectorielles.

### Des principes de base partagés

Le qualificatif STS s'appliquera à l'ensemble de l'opération de titrisation et non pas seulement à ses tranches senior. Par le passé, certains textes avaient en effet appliqué leur traitement prudentiel privilégié aux titres les moins exposés aux pertes, excluant de principe les tranches mezzanines et junior. « Beaucoup de capital politique a été investi dans ce travail sur la titrisation et le nouveau cadre doit être suffisamment large dans son périmètre pour avoir des effets positifs visibles. La décision de couvrir l'ensemble de la transaction et pas seulement les tranches senior est une illustration de cette volonté », note ainsi Richard Hopkin, en charge des questions de titrisation à l'AFME. De quoi aussi satisfaire ceux qui redoutaient que ce cadre STS incorpore des notions de risque de crédit et se traduise dans l'esprit des investisseurs par une sorte de blanc-seing donné à certaines opérations, rappelant les pratiques d'avant-crise où les AAA généreusement distribués par les agences de notation étaient aveuglément suivis par les acheteurs. Ce qui explique aussi que les régulateurs ne parlent plus de « titrisation de haute qualité ». « Le cadre STS est une forme de label de conformité, explique Thierry Dufour, directeur financier du Crédit Foncier. Il permet d'être raisonnablement sûr que la structure a été montée par des gens sérieux, compétents et indépendants, et qu'elle est assez simple. Le fait de ne pas être STS ne veut d'ailleurs pas dire que la titrisation est mauvaise ni même qu'elle doit être plus chère mais seulement qu'elle nécessite un supplément d'attention chez l'investisseur ».

## **Simples, transparentes et standardisées, mais encore ?**

Les critères STS portent à la fois sur le montage et sur les actifs sous-jacents. La cession des créances doit notamment être réelle, c'est-à-dire faire l'objet d'une « true sale » au véhicule de titrisation (SPV), de sorte que ce dernier soit le véritable propriétaire des actifs utilisés comme collatéral. Le pool de ces actifs sous-jacents doit être homogène -on ne mélange pas des prêts à la consommation avec des crédits immobiliers- et l'originateur de ces créances doit avoir de l'expérience en la matière. Les créances ne doivent pas être douteuses et les risques de taux d'intérêt ou de change doivent être atténués et documentés. Les retitrisations, comme les tristement fameuses CDO<sup>2</sup>, sont explicitement interdites. À quoi s'ajoute la réaffirmation d'obligations préexistantes comme la rétention d'une partie des risques par l'originateur -principe du « skin in the game »-, la due diligence des investisseurs et l'information prêt par prêt.

« Conceptuellement, ces critères nous semblent quasiment tous sains et bons, souligne Ian Bell, directeur du secrétariat du label PCS. Mais ils sont nombreux -nous en avons compté plus de 50- et beaucoup d'entre eux restent très vagues et qualitatifs. Il n'y a par exemple pas de liste des actifs autorisés pour chaque catégorie de titrisation, permettant de jauger l'homogénéité d'un pool. La question de l'interprétation de ces critères va se poser ». D'autant que les autorités compétentes pour superviser ces titrisations STS seront nommées à l'échelle des États membres. De quoi multiplier les divergences d'interprétation. Il est toutefois prévu que l'EBA élabore, en coopération avec l'ESMA et l'EIOPA, des standards techniques pour harmoniser les pratiques.

### **La certification en débat**

Les régulateurs ont choisi de confier à l'émetteur de la titrisation la responsabilité de déclarer leur opération comme STS au marché et au superviseur, en l'occurrence l'ESMA. Cette désignation, perçue par certains acteurs de l'industrie comme une « auto-certification », fait toutefois débat. « Lorsque vous vendez quelque chose à quelqu'un, vous avez la responsabilité de lui dire de quoi il s'agit. Et l'acheteur doit en vérifier les éléments de base. Quant au superviseur, il doit s'assurer que chacun fait ce qu'il a à faire. C'est une manière de procéder tout à fait normale », justifie un régulateur. « Évaluer si une opération est STS nécessite d'avoir accès à toute l'information et l'originateur est le mieux placé pour cela », souligne par ailleurs un investisseur.

« Comment attester qu'une opération est STS sachant que cela implique la conformité à plus de 50 critères, parfois sujets à interprétation ? Qui va prendre le risque d'une sanction si l'attestation est invalidée ? », s'interroge au contraire Ian Bell. « Le système proposé fait peser une charge de responsabilité significative sur les arrangeurs, regrette aussi Fabrice Susini, responsable mondial de la titrisation chez BNP Paribas. L'Europe a pourtant déjà confié ce type de mandat à des structures tierces, encadrées et contrôlées. Pourquoi n'y a-t-elle pas recours cette fois-ci ? » La proposition alternative d'une partie de l'industrie est en effet de confier cette « certification » à un organisme indépendant, sur le modèle, très régulé, des agences de notation, ou sous le statut, plus léger, de « notified body ». Un tel tiers certificateur soulèverait des questions de conflits d'intérêts car il faudrait qu'il soit financé par une des parties, argumente-t-on côté régulateur.

L'enjeu n'est pas seulement de savoir à qui incombe la responsabilité mais surtout de voir si un tel système est capable d'apporter la confiance nécessaire au décollage de la titrisation STS. « Pour que les investisseurs puissent savoir que la titrisation qu'ils s'approprient à acheter est bien STS et qu'elle sera considérée comme telle par d'autres investisseurs susceptibles de la racheter



plus tard sur le marché secondaire, il faut un langage commun », relève Ian Bell. Le travail de précision et d'harmonisation des critères que mènera l'EBA sera-t-il suffisant pour permettre aux intervenants de marché de s'accorder sans l'intervention d'un arbitre homologué ? De la réponse à cette question dépendra une grande partie du succès du cadre STS. « Si les régulateurs décident de ne pas créer ce type de structures, nous, en tant qu'industrie, devons trouver un autre moyen d'atteindre notre but : disposer d'un process limpide, cohérent et rapide pour établir si une opération est STS ou non », tranche Richard Hopkin.

### **Charges en capital : une piètre motivation ?**

L'idée sous-jacente de ce nouveau régime est que les titrisations STS puissent bénéficier d'un cadre réglementaire et prudentiel plus favorable. Et en particulier, que les investisseurs aient moins de capitaux propres à mettre en regard des titres STS qu'ils achètent. La Commission prépare ainsi simultanément un projet de règlement pour amender la CRR. Elle s'est pour cela appuyée sur les propositions techniques de l'EBA, qui découlent elles-mêmes des pondérations recommandées par le Comité de Bâle en décembre 2014. Le principe de base est qu'une titrisation coûte plus cher en capital que la détention en direct des actifs sous-jacents, afin de tenir compte de la complexité apportée par le recours à un tel montage, fût-il simple, transparent et standardisé. Mais pour une partie de l'industrie, cette surcharge est disproportionnée. « Par ses pondérations, le comité de Bâle dit que l'acte de titriser rend 2 à 6 fois plus dangereux un pool d'actifs. Et si la titrisation est STS, c'est-à-dire qu'elle satisfait plus de 50 critères, l'EBA estime que cela atténue le risque de seulement 25 %. Ce n'est pas raisonnable », dénonce Ian Bell.

Derrière la question de la pondération en ratio de solvabilité bancaire, se cachent des considérations à la fois techniques et stratégiques. En effet, le traitement prudentiel est bien plus défavorable aux titrisations évaluées via des modèles reposant sur des notations externes. « Les banques américaines n'ont pas le droit d'utiliser le rating externe pour déduire leurs exigences en capital et le régulateur leur autorise l'utilisation de proxy basés sur leurs propres modèles. C'est très rarement le cas des banques européennes qui doivent s'en remettre aux notations externes », explique Fabrice Susini. Et la proposition de l'EBA ne gommerait pas suffisamment cette différence de traitement. « Une solution pourrait être d'élargir le choix de méthodes de calcul du capital réglementaire des banques européennes, par exemple en disant que, pour une titrisation STS, il est possible de se reposer sur des systèmes internes, suggère Fabrice Susini. Cela présenterait aussi l'avantage de créer un level playing field avec les États-Unis ».

Reste que l'objectif de la Commission n'est pas tant de favoriser l'achat de titrisations par les investisseurs bancaires -aujourd'hui la moitié de la base d'investisseurs en Europe- mais plutôt d'inciter d'autres secteurs de la finance à acquérir les risques cédés par les banques. C'est tout particulièrement le cas des assureurs mais il faudra attendre encore quelques mois avant de connaître les propositions d'amendements de Solvabilité 2.

Les trois lettres feront-elles des miracles pour relancer un marché qui ne représente plus que le quart de son niveau d'émissions de 2008 ? « Le projet de la Commission remplit 80 % de ce que l'on pouvait désirer. Mais les 20 % restant peuvent être fatals au renouveau du marché », prédit Ian Bell. Les débats vont en tout cas pouvoir continuer : une fois la proposition de la Commission publiée, c'est le Conseil et le Parlement qui s'empareront du sujet.

**Séverine Leboucher**