

STIMULER LE CRÉDIT BANCAIRE À DESTINATION DE LA TRANSITION ECOLOGIQUE VIA LA TITRISATION

Auteurs : Victor Lequillerier, Pierre Michel Becquet

Cet article constitue l'un des chapitres du rapport transmis par BSI Economics à la Mission d'évaluation et de contrôle de la Commission des finances de l'Assemblée nationale dans le cadre de sa mission sur l'investissement privé dans la transition écologique, sur la base duquel des membres de BSI Economics ont été auditionnés le 28 juin 2018.

Constats et propositions

- L'environnement favorable en vue de lier financement de la transition écologique et énergétique, crédit bancaire et titrisation. Le crédit bancaire français est dynamique mais en deçà des performances d'avant-crise et le marché de la titrisation reprend progressivement au sein de l'Union européenne, dans le sillage de la nouvelle réglementation européenne. Les CLO (*Collateralized Bond Obligation*) ont connu une progression marquée en 2017.
- Dans ce contexte, l'article de BSI Economics vise à :
 - présenter les fondations d'un modèle français de titrisation qui concilierait hausse du crédit bancaire pour le financement de la TEE et création d'une nouvelle gamme d'actifs à hauts rendements, répondant aux objectifs de la TEE ;
 - proposer la création d'un Organisme Public de Titrisation (OPT) pour stimuler la titrisation dite « classique » et dédier le capital libéré au financement de la TEE ;
 - définir les conditions d'éligibilités des créances cédées à l'OPT et interdire les possibilités de « retitrisation » des titres émis par l'OPT ou encore les possibilités de conflits d'intérêt ;
 - établir les contours d'un système incitatif à effet rétroactif pour les banques qui augmentent leur volume de financement de la TEE, tout en respectant les conditions d'éligibilité des créances ; et
 - étendre l'éligibilité des titres émis par les fonds de dettes privées afin de renforcer les effets du financement de la TEE par le capital investissement.

Mots clefs : titrisation, organisme public de titrisation, capital investissement, crédit bancaire

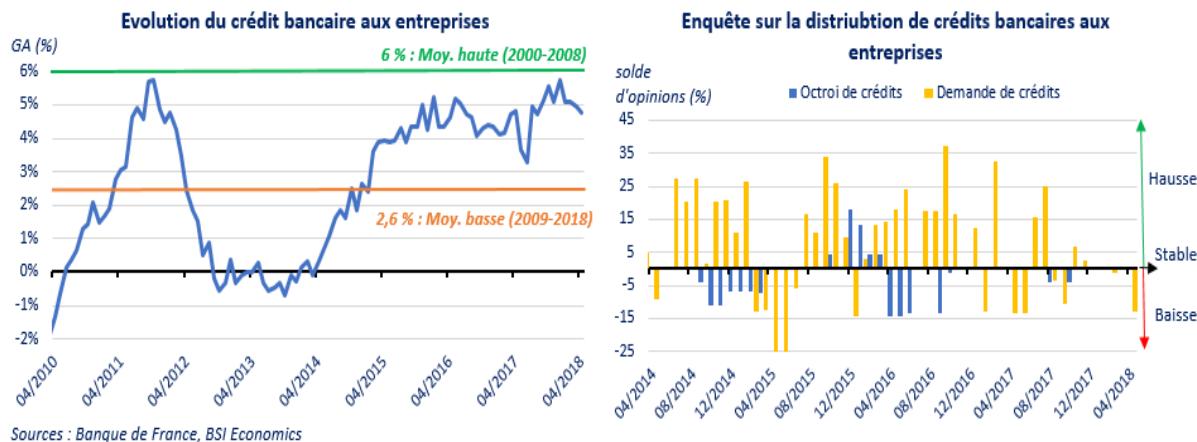
1) La titrisation : une technique pour accroître le crédit bancaire

1.A) Un crédit bancaire dynamique mais limité

Le crédit bancaire aux entreprises s'avère particulièrement dynamique en France, bénéficiant de conditions d'endettement favorables depuis plusieurs années et d'un coût global du crédit en baisse. Pour autant, la croissance du **crédit bancaire n'a toujours pas renoué avec le niveau de croissance moyen de 6 %**, soit le niveau atteint lors de la période d'avant crise de 2000-2008 (cf. graphique ci-dessous à gauche). Par ailleurs, les

enquêtes de la Banque de France révèlent **un écart entre la demande et l'octroi de crédits** (cf. graphique ci-dessous à droite). Un constat d'autant plus marqué pour les PME, dont le manque d'accès au crédit est souvent cité comme une faille de marché, justifiant par ailleurs l'intervention d'acteurs publics sur ce segment de marché.

Une telle situation invite à se questionner sur les moyens existants pour augmenter le volume de crédits, tout en prenant en compte les exigences réglementaires, notamment pour combler certaines failles de marché et relever les défis stratégiques du financement de la transition écologique et énergétique (TEE).



1.B) La titrisation : une technique financière éprouvée pour stimuler le crédit

Le recours à la titrisation est parfois évoqué pour stimuler l'offre globale de crédits et dès lors **accroître la distribution de crédits** pour des projets favorisant la transition écologique et énergétique. Pour rappel, cette technique financière consiste à transférer le risque de certaines expositions (voire céder ces expositions) à des investisseurs de long terme, permettant ainsi de libérer du capital, initialement destiné à la couverture du risque lié à ces expositions. La titrisation sous sa forme dite « simple » fonctionne en plusieurs étapes :

1. Une banque cède un ensemble de créances homogènes, à un organisme de titrisation (OT) ;
2. Cet organisme crée alors un actif financier, adossé à ces créances ;
3. Il vend ensuite ce nouvel actif sur le marché à des investisseurs ;

Ce nouvel actif est attractif pour des investisseurs car il bénéficie généralement d'une **notation plus avantageuse** que celle des créances initiales et propose **des rendements plus élevés** qu'un autre actif disposant d'une notation équivalente.

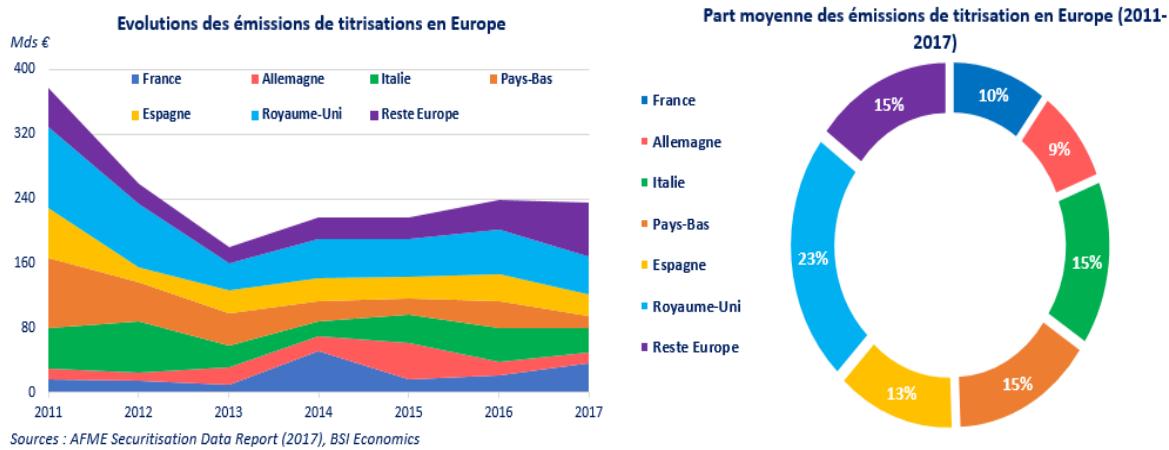
2) Un nouvel essor de la titrisation, permis notamment par la réglementation

2.A) La titrisation, une réputation à refaire mais un marché français qui se développe

Si les vertus de la titrisation sont bien connues, ses faiblesses le sont également et ont été mis en exergue lors de la crise financière des *subprimes* aux Etats-Unis : prises de risques excessives, mauvais *monitoring* de la qualité des crédits distribués, traçabilité difficile des porteurs de risque, recours à la titrisation de titrisation, régulation émolliente, etc.

Depuis la crise, cette technique financière ne jouit plus d'une bonne réputation, expliquant en partie la chute des volumes des émissions de titrisation en Europe (819 Mds € de titres émis en 2008, 377 Mds € en 2011 et seulement 235 Mds € en 2017). Après avoir fortement chuté, les émissions de titrisation semblent légèrement se redresser (cf. graphique ci-dessous à gauche) et la France reste en Europe un des principaux marchés d'émission (10 % des

émissions en moyenne entre 2011 et 2017, cf. graphique-dessous à droite). Si la France reste derrière le Royaume-Uni (23 %), les Pays-Bas ou l'Italie (15 %), l'année 2017 s'est montré particulièrement propice, **avec des émissions de l'ordre de 36,9 Mds € (+ 75 % en glissement annuel)**.



Sources : AFME Securitisation Data Report (2017), BSI Economics

Un point important à souligner est la progression des **émissions de CDO / CLO** (*Collateralized Debt Obligation / Collateralized Loan Obligation*), qui ont **plus que doublé sur un an pour atteindre 49,2 Mds € en 2017**, alors que les autres formes de titres émis ont eu tendance à reculer (ceux adossés à des prêts hypothécaires, à des prêts automobiles, aux cartes de crédit, etc.) les CLO correspondent à des titres de créance adossés à des prêts aux entreprises, soit ceux présentant le meilleur profil dans le cadre du financement de la TEE (cf. partie 3).

2.B) Un cadre réglementaire de plus en plus favorable à un nouvel essor de la titrisation

Cependant, la titrisation rencontre un nouvel engouement depuis 2014, notamment dans le cadre de l'Union des Marchés des Capitaux. Des avancées significatives ont également été apportées sur le sujet avec l'entrée en vigueur en janvier 2018 de nouveaux critères réglementaires pour encadrer la titrisation (**STS** : simple, transparent, standardisé), qui seront appliqués dès le 1^{er} janvier 2019 ainsi qu'un amendement sur le règlement sur les exigences en fonds propres bancaires (**CRR II**).

L'introduction des STS et CRR II peut être perçue comme un premier pas décisif pour observer un regain d'intérêt des investisseurs pour les actifs issus de la titrisation. En effet, ces dispositifs réglementaires permettent de clarifier les usages et de proposer des standards réglementaires (Bâle III, Solvabilité II) tant pour les entités émettrices que pour les différents investisseurs pouvant acquérir de tels titres. Une clarification d'autant plus nécessaire qu'elle offre une visibilité accrue pour les investisseurs afin de connaître en amont les besoins de provisionnement liés à la détention de ces titres au sein de leur bilan.

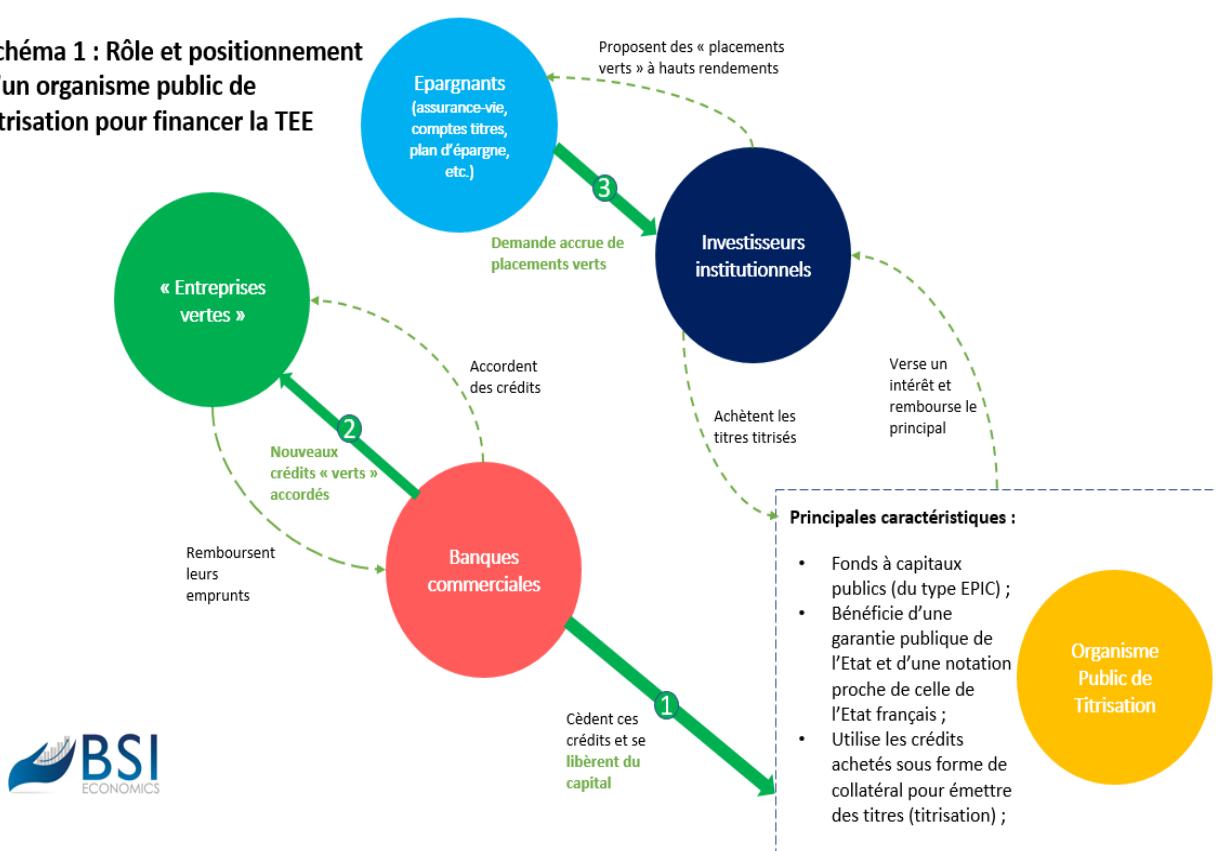
Si des points restent à éclaircir (notamment sur la part de rétention, soit la part de risque conservée par la banque qui vend à un OT un portefeuille de crédits, qui est actuellement de 5 %), **la nouvelle réglementation offre de réelles perspectives pour élargir le marché de la titrisation**, allant dans le sens d'une demande accrue de ce type d'actifs tant de la part des investisseurs français qu'europeens.

3) L'organisme public de titrisation : une entité à même de promouvoir le financement de la TEE

Nous observons que le financement de la TEE pourrait bénéficier des « bienfaits » de la titrisation. Cependant sans structure générale, il semble difficile d'imaginer comment la titrisation pourrait stimuler ce financement de manière très significative. **La création d'un Organisme Public de Titrisation** (OPT) pourrait répondre à cet objectif, tout en permettant de proposer une nouvelle gamme d'actifs à destination des investisseurs institutionnels et les épargnants, soit un moyen efficace et vertueux pour relier épargne des français et financement de la TEE.

3.A) Architecture générale autour d'un Organisme Public de Titrisation

Schéma 1 : Rôle et positionnement d'un organisme public de titrisation pour financer la TEE



Le schéma ci-dessus résume les principales étapes de ce nouveau format de titrisation, incluant différents acteurs ainsi que les principales caractéristiques l'OPT :

- Tout d'abord, il s'avèrera nécessaire que **l'organisme de titrisation soit à capitaux publics** pour une raison : **les titres qu'il émettra bénéficieront quasi-automatiquement d'une notation proche de celle l'OPT** (une notation qui sera bien évidemment fournie par les principales agences de notation). Cet alignement sur la notation permettra de proposer aux investisseurs **une gamme d'actifs dont la charge en capital sera moins élevée qu'un autre actif à rendement équivalent, dont la notation associée est généralement de moins bonne qualité**. L'Etat français serait donc actionnaire de l'Etablissement public à caractère industriel ou commercial (EPIC) éponyme à l'OPT, soit à hauteur de 100 % soit au moins à 50 % en partageant l'actionnariat avec une autre entité publique (par exemple, la Caisse des Dépôts et Consignations). En outre, disposer d'un organisme public permet à l'Etat, en tant que principal actionnaire, d'assurer un suivi des objectifs en termes de financement de la TEE et d'orienter l'OPT lors des conseils d'administration. La justification de la création d'un nouvel EPIC, qui consisterait notamment à prouver

l'existence d'une faille de marché claire pour ne pas tomber sous la coupe de sanctions des autorités européennes, pourrait être un obstacle à sa création. Une alternative serait alors de relier l'OPT à un autre organisme de financement public ou à capitaux publics, ce qui permettrait par ailleurs de réaliser des économies d'échelles.

- **Une titrisation dite « classique », impliquant donc un transfert intégral des crédits** octroyés par les banques commerciales à l'OPT, est recommandable. Première conséquence, cela implique que les flux de remboursement des crédits, liés à l'amortissement de la dette bancaire, seront perçus par l'OPT. Deuxième conséquence, celle-ci encore plus importante que la première, la cession complète des crédits offre de **plus grandes possibilités en termes de libération de capital pour les banques commerciales**. Ainsi, la créance n'apparaît plus à l'actif des banques, ce qui leur permet de consacrer le capital libéré lors de cette opération à l'octroi et au provisionnement de nouveaux crédits (la nature et le lien entre ces crédits et la TEE est commentée dans la partie 3.B).
- L'OPT utiliserait les créances récupérées sous forme de collatéral pour émettre des titres sur le marché sous la forme de CLO (cf. partie 2, les CLO étant des titres adossés à des prêts aux entreprises) à destination des investisseurs institutionnels, qu'ils soient français ou étrangers. Ainsi, **les fonds nécessaires pour l'acquisition de crédits par l'OPT auprès des banques commerciales seront en partie financés par les achats des investisseurs**. En contrepartie de quoi, l'OPT s'engage à verser un intérêt et à rembourser le principal auprès de ces derniers à l'échéance de maturité des titres. De tels produits pourraient dès lors tout à fait répondre à la demande des épargnants de disposer de placements à hauts rendements, permettant de tisser un lien plus profond entre épargne des français et financement des entreprises issues de la TEE.
- Plusieurs moyens existent pour titriser des actifs peu échangeables sur le marché, comme peuvent l'être des crédits aux entreprises, **en vue d'améliorer leur notation (rehaussement de crédit)**, but visé de l'opération : tranchage, surdimensionnement, utilisation de la marge nette, etc... En procédant de manière assez classique par **tranchage**, le nouvel actif est découpé en plusieurs tranches. La tranche junior, celle qui absorbe en premier les potentielles pertes liées à un incident de paiement des entreprises ayant contracté un prêt, serait composée des créances cédées par les banques commerciales, tandis qu'une tranche dite mezzanine serait composée de titre avec une meilleure notation (comme des actifs bénéficiant d'une garantie publique) et une dernière tranche senior composée d'actifs dits « surs », comme des obligations du Trésor.

3.B) Spécificités en vue d'augmenter la « force de frappe » d'un Organisme Public de Titrisation

Si la Commission Européenne s'attelle à proposer un cadre réglementaire claire pour encadrer la titrisation et éviter de reproduire un schéma similaire à celui de la crise des *subprimes*, et que l'Autorité des Marchés Financiers fournit une documentation très claire sur les OT qu'elle supervise, il n'en reste une technique financière complexe. Il convient alors de s'intéresser à plusieurs aspects pour s'assurer du bon fonctionnement de l'OPT.

La « retitrisation »

- Pour tous les titres émis par l'OPT, **une stricte interdiction de procéder à une seconde titrisation de ces actifs**, sous peine de sanctions. Le phénomène de « retitrisation » observé aux Etats-Unis avant la crise financière, qui visait à une dilution du risque, n'a qu'engendré davantage de complexités tout en rendant opaque la traçabilité des risques et de leurs porteurs. Eviter d'allonger davantage la chaîne

de financement ne saurait être garanti sans établissement au préalable d'un cadre strict sur ce sujet.

L'éligibilité des créances

- Si l'objet final de l'OPT est celui de décupler très significativement le crédit en faveur de la TEE, alors **l'éligibilité des créances pouvant être cédées par les banques peut prendre une forme très large**. En effet, pour favoriser l'octroi de nouveaux crédits pro TEE, il suffit de **maximiser la part de capital libérée pour les banques** et dès lors élargir les critères d'éligibilité à des créances sans forcément de lien direct avec la TEE. Dans ce schéma, une grande gamme de prêts aux entreprises peut servir à faciliter le financement de la TEE. Une telle option nécessiterait une taille de bilan conséquente de l'OPT, pour absorber une grande quantité d'achats.
- Si le but de l'OPT est de **privilégier uniquement les crédits destinés à la TEE, même en amont du processus**, alors les conditions d'éligibilité nécessitent un *design* plus méticuleux, voire la nécessité de créer un système de notation au niveau national ou européen d'un « prêt pro TEE ». Seul ce type de prêt pourrait donc être cédé à l'OPT, ce qui impliquerait moins de capital libéré par rapport à la première option, mais un mécanisme davantage ancré dans l'esprit de la TEE. Cette étape est incontournable et doit se nourrir des **travaux de réflexion sur la taxonomie** (dont plusieurs constats sont dressés avec des propositions dans la partie « La proposition européenne de taxonomie des actifs verts : étude comparative, caractéristiques clefs et pistes de mise en œuvre »). Une fois cette réflexion menée, elle permettra de décider quels types de crédits sont éligibles parmi l'ensemble de la gamme de crédits existants (engagements par signature, trésorerie, investissement, court terme, moyen-long terme, etc.)
- **D'autres critères** pourraient faire l'objet d'une réflexion, en se basant sur ceux définis par la Banque Centrale Européenne (BCE) dans le cadre **des opérations de repo**. Les banques de la Zone euro ont en effet la possibilité d'avoir accès à certaines opérations de refinancement auprès de la BCE via des opérations de repo (mise en pension de titres pour une durée déterminée) impliquant notamment des titres issus de la titrisation comme les ABS (*asset backed securities*). Une autre possibilité serait de réserver la cession de créances pour **les crédits bénéficiant d'une garantie publique** ou encore des prêts réalisés en **cofinancement avec Bpifrance** (14 Mds € d'activité de financement en 2017, pour un montant de 800 millions € supplémentaires tous les ans d'ici 2022 de financement sur l'axe de la TEE), permettant de coordonner l'action de différentes entités publiques françaises de financement.

Des incitations favorisant une certaine discipline

- Lors des opérations classiques de titrisation, les banques cédant leurs créances le font généralement à un prix inférieur à la valeur du nominal, soit une décote. Pour aller au-delà de ce schéma de titrisation, une piste serait de favoriser la **mise en place d'un mécanisme incitatif, avec effet rétroactif**, l'idée étant qu'un tel dispositif favorise de manière effective le financement par le crédit de la TEE. Chaque lot de créances cédés le serait à un prix inférieur au nominal à une date donnée, permettant de libérer du capital. En fonction de l'usage fait du capital libéré, une clause rétroactive pourrait intervenir. Dans le cas où ce capital libéré permet, au cours de l'année suivante, de financer à 100 % des nouveaux projets de financement en faveur de la TEE, parfaitement éligibles à des opérations avec l'OPT (et en accord avec la réglementation baloise), alors la banque pourrait se faire payer une prime pouvant aller jusqu'à 100 % du montant de la décote initiale. Si le capital libéré ne permet de financer ou provisionner qu'à hauteur de 80 % par exemple des nouveaux projets pro TEE et éligibles, alors la prime versée ne correspondrait qu'à 80 % du

montant de la décote initiale et ainsi de suite. Ce procédé pourrait même être plus incitatif en instaurant un seuil de réutilisation (50 % par exemple) en dessous duquel la prime versée est très faible (plafonné à 20 % du montant de la décote initiale, pouvant aller jusqu'à 0 %). Pour que l'effet incitatif soit même maximal, si le seuil de réutilisation passe sous le seuil établi, une décote plus importante pourrait être appliquée lors des opérations réalisées avec l'OPT, l'année suivante. Il est évidemment possible de fusionner ces deux effets incitatifs à effet rétroactif pour concilier efficacité et discipline de marché.

Des pistes alternatives pour maximiser l'efficacité de l'OPT

- L'émergence d'une nouvelle classe de titres « pro TEE », à hauts rendements et avec une notation de qualité ne peut suffire à assurer une large profondeur de marché. Il s'avèrerait nécessaire d'entamer une réflexion sur les possibilités des épargnants français pour accéder à ces titres. Un moyen d'y parvenir est de **laisser aux épargnants la possibilité de placer leur épargne sur des compartiments « pro TEE » de leurs supports de placements**, que cela soit via l'assurance-vie en unités de compte, les plans d'épargne action ou encore les plans d'épargne entreprise. Cette possibilité bénéficierait dès lors d'une étiquette de placements éco-responsables tout en garantissant d'une certaine des niveaux de rendements élevés, qui seront à même d'attirer les épargnes uniquement en quête de rendements. La promotion de compartiments « pro TEE » sur les différents supports de placements privilégiés des épargnants français constituerait une étape importante pour renforcer et assurer une profondeur de marché au circuit avec un OPT.
- Dans cette proposition, seule l'axe de financement de la TEE via le crédit bancaire a été observé. Il pourrait tout à fait être possible de trouver **un moyen d'intégrer une autre source de financement, comme le capital investissement**. L'idée sous-jacente serait de voir comment la titrisation permettrait de générer davantage de capacités de financement. Etant donné que les fonds directs de capital investissement supposent la détention de parts dans une entreprise, sous forme d'actions, une cession directe par un fonds de capital d'investissement de ses parts dans une entreprise n'est pas envisageable. Il existe néanmoins un relais afin de d'offrir des leviers au financement direct des entreprises en capital investissement. Cela consiste à rendre éligible la titrisation des financements en dette privée réalisés par les fonds spécialisés. Les cibles de ces financements sont les entreprises investies en capital par les fonds directs sous forme d'opérations à effet de levier, de financement de croissance organique ou externe, ainsi que les opérations de refinancement. Les titres prennent la forme de dettes senior, unitranche ou encore mezzanine. Ces opérations connaissent une forte dynamique depuis 2015, et le marché reste très concentré. L'opportunité d'orienter la dette privée vers les opérations de financement de la TEE pourrait d'une part engendrer une diversification des acteurs ainsi que renforcer les capacités de financement du secteur.