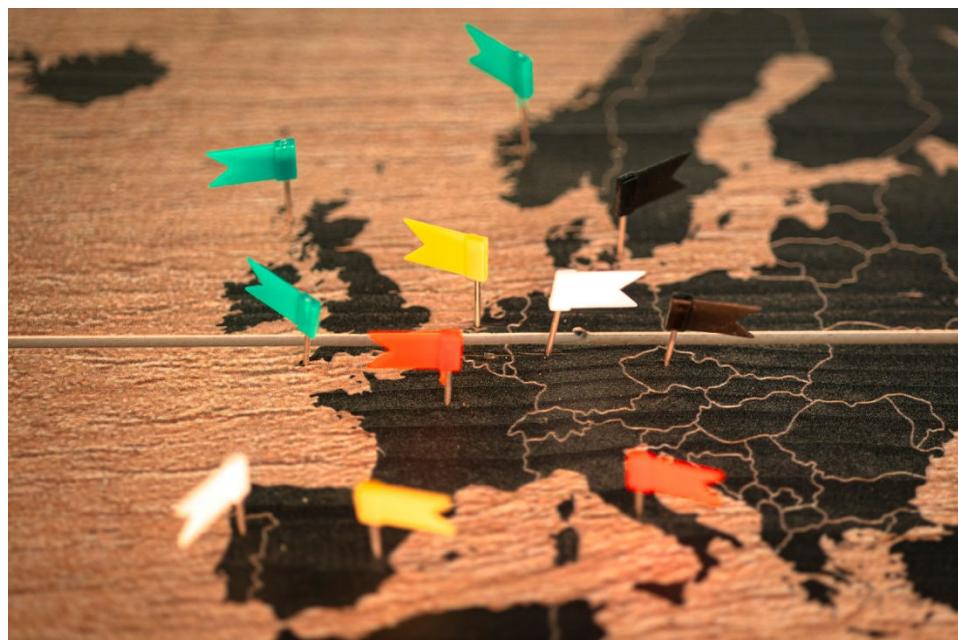


Le retour de la titrisation en Europe (Partie 1)



Résumé :

- En juin 2025, la Commission européenne a relancé la titrisation pour financer les transitions écologique et numérique, quinze ans après la crise des *subprimes* qui avait discrédité cet instrument.
- Au préalable, le cadre réglementaire européen avait radicalement sécurisé la titrisation via le label STS (Simple, Transparent, Standardisé) en 2019 : homogénéité des actifs, interdiction des re-titrisations, rétention obligatoire de 5 % du risque, et traitement prudentiel préférentiel. Les données confirment son efficacité : taux d'impayés inférieurs de 0,77 point, résilience accrue aux chocs économiques.
- L'accord du Conseil de l'UE du 19 décembre 2025 marque une avancée décisive en facilitant l'accès au label STS pour les portefeuilles de prêts aux PME, levant ainsi un obstacle réglementaire majeur au financement des petites et moyennes entreprises.
- Malgré ce cadre robuste, le marché reste atrophié (245 Mds € en 2024, un montant qui ne représente que 15,7 % de celui des Etats-Unis), révélant des obstacles structurels que notre seconde note analysera.

Le [17 juin 2025](#), la Commission européenne a proposé de nouvelles mesures pour dynamiser le marché européen de la titrisation. Ce mouvement a franchi une étape supplémentaire et historique le [19 décembre 2025](#), lorsque le conseil de l'Union Européenne (UE) a statué afin de concrétiser cette relance et de simplification du marché de la titrisation en UE.

Cette initiative s'inscrit dans le cadre plus large de l'Union de l'épargne et des investissements (UEI), dévoilée [le 19 mars précédent](#), qui vise à mobiliser les capitaux privés pour financer les transitions écologique et technologique. Ces besoins, évalués à plusieurs centaines de milliards d'euros annuels

dans le rapport Draghi [1], ne peuvent être couverts par les seuls budgets publics ou le crédit bancaire traditionnel. La titrisation, présentée comme un outil de diversification des sources de financement, fait ainsi son retour dans l'agenda politique européen après quinze ans de mise sous surveillance réglementaire.

Toutefois, ce retour en grâce interroge. La titrisation, mécanisme qui permet de transformer des créances bancaires en titres négociables, a longtemps incarné les dérives ayant conduit à la crise des *subprimes* de 2008. Près de vingt ans plus tard, le marché reste profondément atrophié : en 2024, les émissions européennes ont atteint 244,9 milliards d'euros, soit à peine 35 % du pic de 2008 (700 milliards d'euros) et une fraction des volumes américains (15,7%).

Pourtant, les enjeux sont considérables. [La Banque de France](#) estime à 620 milliards d'euros les besoins annuels d'investissement additionnels pour financer la transition écologique à l'horizon 2030. Face à ces défis, la titrisation est présentée comme un levier permettant de réallouer le capital bancaire et de diversifier les sources de financement de l'économie réelle.

Cet article explique d'abord le mécanisme de titrisation avant d'analyser comment le cadre réglementaire européen l'a radicalement « sécurisé » depuis 2008.

1) Comprendre la titrisation

La titrisation [2] consiste à structurer des titres financiers pour transférer le risque de crédit.

Pourquoi une banque chercherait-elle à transférer ce risque ? Trois raisons principales motivent cette opération :

1. Optimiser les fonds propres réglementaires : en cédant ou en transférant le risque de créances, la banque réduit ses actifs pondérés par les risques (RWA) et libère du capital qui peut être réalloué vers de nouveaux prêts.
2. Diversifier ses sources de financement : plutôt que de financer l'intégralité de son portefeuille de prêts par des dépôts ou des emprunts, la banque mobilise l'épargne des investisseurs institutionnels via les titres émis.
3. Gérer le risque de concentration : en cédant une partie de ses expositions, notamment sur certains secteurs ou zones géographiques, la banque réduit sa vulnérabilité en cas de choc localisé.

Concrètement, une banque cède un portefeuille de créances (prêts immobiliers, crédits à la consommation, prêts automobiles) à une entité externe (Special Purpose Vehicle, SPV [3]), qui émet en contrepartie des titres financiers vendus à des investisseurs.

Ces titres sont structurés par le SPV en tranches hiérarchisées selon leur niveau de risque : les tranches seniors sont les plus sûres, car essentiellement constituées de titres avec un niveau de notation supérieure, soit une probabilité de défaut très faible. En cas de perte, liée par exemple à un défaut de paiement sur les créances « sous-jacentes » (soit les créances de départ acquises par le SPV), les tranches seniors sont payées prioritairement et en principe ne subissent des pertes qu'en dernier, tandis que les tranches « mezzanine » (des titres avec une notation généralement moins favorable, entre BBB et B) et surtout « equity » (titres avec une notation basse, voire du non côté) supportent les premières défaillances.

Cette structure permet de créer des produits adaptés à différents profils d'investisseurs, certains étant en recherche de sécurité (intérêt par des titres de la tranche senior, à plus faible risque et donc plus

faible rendement) ou d'autres ayant un appétit plus fort pour le risque (en échange d'un rendement plus élevé, ce qui les amène vers les tranches « mezzanine » et « equity »).

Pour illustrer ce fonctionnement, considérons un portefeuille de 100 millions d'euros segmenté en trois niveaux. Les investisseurs exposés sur la tranche *Senior* (80M€, notée AAA) sont remboursés en priorité et bénéficient d'une protection maximale. En dessous, la tranche *Mezzanine* (15M€, BBB) correspond à une exposition intermédiaire. Enfin, la tranche *Equity* (5M€, non notée) est directement exposée en cas de pertes. Dans un scénario où 10 millions d'euros de prêts « sous-jacents » feraient défaut, la tranche *Equity* serait totalement effacée et la tranche *Mezzanine* perdirait un tiers de sa valeur, tandis que la tranche *Senior* resterait intacte. C'est cette « sur-collatéralisation » par les tranches subordonnées qui permet aux tranches les plus hautes de conserver une notation d'excellence, même face à des actifs sous-jacents de qualité moyenne.

Deux modalités de « transfert » des portefeuilles de créances coexistent selon la stratégie de l'établissement. La titrisation traditionnelle (*true sale*) entraîne une cession juridique ferme des créances au SPV. Dans ce cas, une banque sort définitivement son portefeuille de créances de son bilan. La titrisation synthétique, quant à elle, maintient les actifs au bilan de la banque : seul le risque de crédit est transféré via des produits dérivés de crédit ou des garanties financières. Cette modalité est particulièrement stratégique pour le financement des PME car elle permet aux banques d'optimiser leur capital réglementaire tout en préservant la relation commerciale avec les clients.

Toutefois, le financement des PME via la titrisation se heurtait jusqu'ici à un obstacle réglementaire de taille. Comme nous le verrons dans la partie suivante, le label STS impose une exigence stricte d'homogénéité : les créances titrisées doivent être de même nature (prêts immobiliers résidentiels, crédits automobiles, etc.). Or, les portefeuilles de prêts aux PME sont par nature hétérogènes : ils mélangeant des financements d'équipement, des crédits de trésorerie, des prêts immobiliers professionnels, avec des maturités et des garanties variables. Cette diversité, intrinsèque au financement des petites entreprises, rendait difficile l'accès au label STS et donc au traitement prudentiel préférentiel.

L'accord du Conseil de l'UE du 19 décembre 2025 apporte une solution pragmatique à ce dilemme. Le nouveau cadre introduit une flexibilité cruciale : un portefeuille est désormais jugé homogène, et donc éligible au label STS, dès lors qu'il est composé à au moins 70 % de prêts aux PME, même si ces prêts sont de nature différente. Concrètement, une banque peut désormais titriser un portefeuille mélangeant 40% de crédits d'équipement, 25% de lignes de crédit et 35% de prêts immobiliers professionnels, et obtenir le label STS si l'ensemble représente au moins 70% de PME. Cette évolution lève un blocage majeur : elle permet aux banques de libérer du capital réglementaire sur leurs expositions PME tout en conservant la relation client, alignant ainsi instrument financier et réalité économique du financement des petites entreprises.

À travers ces mécanismes, les banques opèrent une transition vers le modèle « [originate-to-distribute](#) » : plutôt que de conserver les prêts jusqu'à leur échéance (modèle « *originate-to-hold* »), elles les octroient dans le but de les distribuer rapidement à des investisseurs via la titrisation. En ne conservant plus l'intégralité des risques à leur bilan, elles libèrent des capacités de fonds propres significatives, leur permettant de recycler continuellement leur capital pour financer de nouveaux cycles de crédit au profit de l'économie réelle.

Toutefois, ce modèle présente un risque structurel majeur : le désalignement des intérêts entre prêteurs et investisseurs. Lorsqu'une banque sait qu'elle va céder rapidement un prêt via la titrisation, elle peut être incitée à relâcher ses critères d'octroi de crédit. L'objectif devient alors de maximiser le volume de prêts originés plutôt que leur qualité, puisque le risque de défaut sera transféré aux investisseurs finaux. Ce mécanisme a directement alimenté la crise des subprimes : les banques ont massivement octroyé des prêts immobiliers à des emprunteurs peu solvables, sachant que ces créances seraient immédiatement titrisées et vendues. Les investisseurs, de leur côté, se fiaient aux

notations AAA sans vérifier la qualité réelle des actifs sous-jacents, créant une chaîne de délégation du risque qui s'est effondrée en 2008.

2) Pourquoi 2025 n'est pas 2008 : le facteur STS

La crise de 2008 a révélé les conséquences d'une mauvaise appréciation du risque liés à certains titres financiers, notamment à cause d'un manque de transparence ou de simplicité. Les pratiques qui ont conduit à l'effondrement sont désormais bien documentées [4] : titrisation de prêts de qualité médiocre (*subprimes*), structures opaques avec re-titrisation en cascade (CDO de CDO), absence d'incitation des banques à vérifier la qualité des actifs cédés, et conflits d'intérêts endémiques des agences de notation.

Le règlement européen sur la titrisation, entré en vigueur en 2019, a créé le label STS (Simple, Transparent, Standardisé) pour corriger ces dérives. Ce cadre impose une discipline stricte à plusieurs niveaux. D'abord, l'homogénéité des sous-jacents : un portefeuille STS ne peut contenir que des expositions de même nature. Un véhicule de titrisation de prêts immobiliers résidentiels ne peut ainsi inclure de prêts commerciaux ou de créances corporate, éliminant les mélanges opaques qui caractérisaient les produits pré-crise. Ensuite, les re-titrisations sont formellement proscrites. Un titre STS ne peut être adossé à d'autres titres de titrisation, supprimant les montages en cascade qui avaient amplifié le risque systémique.

Le règlement introduit également une rétention obligatoire du risque : l'initiateur du crédit (ou la banque à l'origine du prêt), aussi appelé le sponsor, doit conserver au moins 5 % de l'exposition, généralement sous forme de tranche equity ou de participation horizontale [5]. Cette participation au risque réaligne les intérêts des investisseurs et des originateurs en empêchant les banques d'octroyer des prêts de mauvaise qualité dans l'unique but de les céder rapidement (modèle « originate-to-distribute ») et force ainsi les banques à maintenir des standards de qualité élevés dans l'octroi de crédit. Parallèlement, les investisseurs institutionnels se voient imposer une obligation de *due diligence* renforcée, incluant la vérification de la qualité des créances, la robustesse du servicer (l'entité gérant le recouvrement) [6], et la transparence de la structure. Enfin, le règlement CRA (Credit Rating Agencies) encadre strictement les agences de notation pour limiter les conflits d'intérêts et améliorer leur méthodologie.

Ces garde-fous ont produit des résultats tangibles. Sur le marché européen des titrisations hypothécaires résidentielles entre 2013 et 2021 les titrisations hypothécaires répondant aux critères STS affichent des taux d'impayés annuels inférieurs de 0,77 point de pourcentage [7] à ceux des titrisations traditionnelles, et se révèlent plus résilientes face aux chocs macroéconomiques adverses. Toutefois, cette rigueur réglementaire a un coût : elle complexifie la structuration et limite l'éligibilité de certains portefeuilles au label STS.

Au-delà du cadre STS, la réforme du CRR (Capital Requirements Regulation) a transformé le traitement prudentiel de la titrisation. Avant la réforme, une exposition de titrisation supportait des pondérations de risque allant de 100 % à 250 %, voire 1 250 % pour les tranches les plus risquées, rendant leur détention extrêmement coûteuse en capital pour les banques. Avec le label STS, les pondérations des tranches seniors peuvent descendre à 10 % pour les RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities, titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels) de haute qualité, et entre 15 % et 25 % pour les ABS (Asset Backed Securities, titres adossés à des prêts non immobiliers, à la différence des MBS qui sont adossés à des prêts hypothécaires) [8] selon la notation et la maturité.

Cette réduction de la charge en capital change radicalement l'équation économique, mais uniquement pour les actifs les moins risqués éligibles au label STS. Les créances non conformes restent soumises

aux pondérations standard, et les banques s'exposent au risque de reclassement en cas de dégradation du portefeuille, ce qui peut rapidement alourdir les exigences en capital.

Néanmoins, cette amélioration technique ne suffit pas à relancer significativement le marché européen : les contraintes demeurent élevées et le cadre réglementaire exigeant. Malgré la mise en place du cadre STS, les volumes de titrisation restent bien en deçà des niveaux pré-crise et très loin des standards américains, suggérant que les freins ne sont pas uniquement réglementaires ou prudentiels, mais structurels

Conclusion

Le cadre réglementaire européen a réussi à transformer la titrisation en un instrument plus sécurisé. Le label STS, avec ses exigences strictes d'homogénéité, de transparence et de rétention du risque, a tiré les leçons de 2008. Les données empiriques confirment que ces produits fonctionnent : les titrisations STS affichent de meilleures performances et une plus grande résilience que leurs équivalents traditionnels. La réforme du CRR a également amélioré l'attractivité économique pour les banques, en réduisant drastiquement les exigences en capital sur les tranches senior de qualité. Sur le papier, tous les ingrédients semblent réunis pour une relance.

Pourtant, le marché ne décolle pas. Six ans après l'introduction du label STS, les émissions européennes représentent moins de la moitié des niveaux de 2008 et restent marginales comparées aux États-Unis. Cette asymétrie ne s'explique pas par un manque de sécurité des produits, mais par des blocages structurels profonds. Quels sont ces blocages ? Pourquoi les investisseurs institutionnels européens restent-ils à l'écart ? Pourquoi l'Europe ne peut-elle pas reproduire le modèle américain ?

Une [seconde note](#) analyse les limites intrinsèques du modèle européen de la titrisation, la fragmentation du marché, les réticences culturelles des investisseurs institutionnels, et les véritables enjeux économiques de cette relance face aux besoins massifs de financement de la transition écologique.

Léo NICOLAU (article rédigé le 23/12/2025)

NOTES DE BAS DE PAGE / SOURCES

[1] Mario Draghi, 'The Future of European Competitiveness', 2024

[2] Pour une présentation détaillée, voir : BSI Economics (2019), La titrisation : enjeux et mécanismes, <https://www.bsi-economics.org/images/articles/a225.pdf> ; BSI Economics (2017), Solvabilité II, titrisation et financement de l'économie française, <https://bsi-economics.org/solvabilite-2-titrisation-et-financement-de-leconomie-francaise-2-2/>

[3] Le SPV est une entité juridique distincte, isolée du risque de faillite de la banque initiatrice. Cette séparation garantit que les créances titrisées ne sont pas affectées par d'éventuelles difficultés financières de la banque.

[4] Voir notamment : Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard, « La crise des subprimes », Rapport du Conseil d'analyse économique, octobre 2008 ; Jacques de Larosière, « Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU », Commission européenne, février 2009.

[5] La participation horizontale consiste pour l'initiateur du crédit à conserver une même fraction de toutes les tranches émises, ce qui l'expose proportionnellement au risque total de la structure

[6] Le servicer est l'entité chargée de gérer les prêts titrisés : collecte des remboursements, suivi des retards, mise en œuvre des procédures de recouvrement et transmission des informations au véhicule de titrisation et aux investisseurs

[7] Billio, M., Dufour, A., Segato, S., & Varotto, S. (2023). "Complexity and the default risk of mortgage-backed securities", *Journal of Banking & Finance*, 155, 106993.

[8] Règlement (UE) 2017/2401 du Parlement européen et du Conseil (modification du CRR), Article 254-267, notamment Article 260 pour les pondérations préférentielles des titrisations STS.