

## LA TITRISATION : ENJEUX ET OPPORTUNITES



Hicham KARZAZI\*

Le marché financier Marocain s'apprête à accueillir son nouveau né, le Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT). Cette structure qui n'est autre qu'un véhicule de transformation de créances en valeurs mobilières, est porteuse de grands espoirs quant à la dynamisation du financement de l'économie, en particulier le secteur du logement. Elle permet de lever les contraintes de liquidité et de risque inhérentes à l'activité du crédit hypothécaire en multipliant la capacité de financement des établissements de crédit et en optimisant leur gestion de bilan. Elle présente aussi une opportunité pour les pouvoirs publics. Ces derniers peuvent utiliser la titrisation comme levier pour le développement et l'amélioration de différents programmes liés au logement.

En octroyant des prêts sur de longues durées, les banques courent des risques financiers considérables, notamment de taux, en transformant des ressources à court terme en emplois à long terme. Elles se trouvent exposées à une éventuelle déformation de la courbe des taux, les obligeant à renouveler leurs ressources à des taux élevés alors que la rémunération de leurs emplois reste inchangée pendant une longue durée. A cela, s'ajoute les risques de crédit et de remboursement anticipé dont l'impact financier est non négligeable.

L'alternative classique qui est le recours à l'emprunt obligataire, n'est pas toujours la meilleure. Le coût de ce type de financement dépend non seulement de la signature de l'émetteur mais aussi de la qualité de l'ensemble de ses actifs, de son taux d'endettement et de la propension de ses actionnaires à injecter des fonds propres additionnels. Ceci étant, la titrisation constitue un moyen de financement mieux adapté aux besoins et réalités des banques. Tout d'abord, elle permet d'atténuer voire redresser l'inadéquation entre la structure des ressources et celle des emplois ; en cédant un portefeuille de créances longues, on réduit la durée des emplois.

C'est aussi un outil de recyclage des créances ; on vend des créances pour en financer d'autres. Cette rotation des actifs peut théoriquement se faire à l'infini et multiplie la capacité de financement de la banque par autant, sans entraîner une augmentation de la valeur comptable des engagements, et donc sans aucune incidence sur les fonds propres de la banque. Les frais étant fixes et le niveau de fonds propres inchangé, une augmentation du volume financé peut éventuellement se traduire par une

amélioration de la rentabilité de la banque.

Par ailleurs, la titrisation peut aussi entraîner un abaissement du coût des ressources ; le financement s'effectue sous une autre signature – celle du FPCT – contre une classe d'actifs dont la qualité peut être rehaussée en y adossant certains mécanismes de couverture tels que : une assurance externe, des parts à amortissement séquentiel et/ou subordonné, un surdimensionnement etc. On obtient alors un FPCT qui a une meilleure signature que celle de son émetteur et qui peut donc lever des ressources à des conditions moins coûteuses.

Ce sont ces mêmes avantages qui ont motivé le CIH à titriser une partie de ses créances. Pour ce faire, il a créé en avril 2001, avec la CDG, Le Crédit Immobilier de France, La Proparco, Upline et MSIN, la première société de titrisation en Afrique et dans le monde arabe. Cette société, dénommée Maghreb Titrisation, a pour mission l'ingénierie financière, le montage, la gestion et le dépôt de tout FPCT. Son premier projet est la structuration et la gestion d'un FPCT de 500 MDH pour le compte du CIH. Ce fonds sera constitué le premier semestre 2002. Il se compose de créances hypothécaires de 1er rang, consenties pour l'acquisition ou la construction de logements individuels. Pour acquérir ces créances, le FPCT émettra des parts en plusieurs catégories, chacune ayant ses propres caractéristiques en terme de durée, taux, risque et amortissement. Plusieurs techniques de couverture ont été prévues dans le cadre du rehaussement de crédit, dont notamment, une structuration subordonnée, un système d'avances de liquidité et une assurance externe.

Ceci dit, Les questions qu'on peut se poser sont les suivantes : est ce qu'à travers quelques opérations de titrisation, on peut considérer le problème du financement du logement résolu ? Sinon, comment accélérer ou optimiser la concrétisation de la relation cause à effet entre la titrisation et le financement du logement ?

Les expériences étrangères nous révèlent que c'est un travail de longue haleine dont l'implication des pouvoirs publics est incontournable. En effet, pour que la titrisation produise les résultats escomptés, il faut que le recours à cette technique soit récurrent, et accessible à d'autres établissements de crédit. Et encore plus important, il faut que les investisseurs y trouvent un intérêt. C'est ce qui conditionne le succès de la titrisation en tant que véhicule de dynamisation du financement du logement et c'est à ce niveau là que l'intervention des pouvoirs publics reste indispensable.

Voici quelques idées perfectibles qui peuvent être mises en oeuvre en vue de susciter l'intérêt pour la titrisation et accélérer sa mise en place. Garantie de l'état : accordée à une catégorie spécifique de prêts que les pouvoirs publics souhaitent encourager, par exemple aux portefeuilles de prêts sociaux. Bénéficieront de cette garantie, seuls les portefeuilles de créances destinés à la titrisation, pour un montant minimum par transaction étant fixé à l'avance, par exemple à 300 MDH, et satisfaisant certains critères

\* Directeur Général de Maghreb Titrisation



d'éligibilité en terme de durées initiale et restante, montants initial et résiduel, taux d'intérêt, sûretés, LTV... Pourront aussi bénéficier de cette garantie, les parts de FPCT qui achètent des prêts d'une certaine catégorie. Les investisseurs dans ce type de parts bénéficieront d'un traitement fiscal et/ou de règles de pondération favorables. Le but étant d'augmenter le volume de prêts pour une cible particulière et en même temps faciliter, par le biais de mesures incitatives, la titrisation de ces prêts et surtout le placement des parts auxquelles ils sont adossés. Taux de valorisation : auquel seront évaluées les créances acquises par un FPCT. L'idée est d'assurer aux établissements de crédit ayant octroyé des prêts à des taux préférentiels, la possibilité de les céder à un prix supérieur à leur valeur nominale. Cette compensation post titrisation permet de neutraliser le coût d'opportunité tout en contournant les difficultés d'attribution et de gestion des ristournes. Ca pourrait constituer une bonne alternative au système actuel de bonification. Création de Fonds Etatiques de Créances Titrisées (FECT) : qui achèteront des prêts hypothécaires par l'émission d'obligations étatiques ou garanties par l'état. Ces obligations seront remboursées par les flux des créances et pourront bénéficier de privilèges fiscaux. L'idée est similaire au principe de la Caisse de Refinancement Hypothécaire (CRH) mais elle apporte, en plus, les avantages de la titrisation. Car en passant par des FECT, les établissements de crédit pourront sortir les créances de leur bilan, facilement et à des prix intéressants du fait de la garantie de l'état. Cette mesure ne nécessitera pas la création d'une agence ou d'une caisse spécialisée. La structuration et la gestion de ces fonds, seront réalisées par une société de titrisation telle que Maghreb Titrisation, dont le tour de table pourra être élargi à d'autres établissements de crédit du pays, pour en faire une société nationale de titrisation.

En conclusion, la titrisation est un outil de développement économique qui a fait ses preuves dans plusieurs pays et qui permet d'étendre la contribution du marché des capitaux à plusieurs secteurs. En élaborant et en adoptant la loi 10-98, les pouvoirs publics ont réalisé une action fondamentale dans le cadre de la relance du financement de l'habitat. Toutefois, leur mission doit se poursuivre par la mise en place de mesures d'accompagnement ciblées pour créer un véritable marché hypothécaire porteur d'opportunités pour l'ensemble des intervenants.

