

La titrisation en Afrique de l'ouest : nous y sommes enfin !

Novembre 2019

NOTE DE RECHERCHE

No.3

Hamza HAJI

hamza.haji@rating-africa.org

+221 33 825 72 22 | + 221 77 392 78 27

Oumar NDIAYE

oumar.ndiaye@rating-africa.org

+221 33 825 72 22 | +221 77 400 42 91

La titrisation en Afrique de l'ouest : nous y sommes enfin !

Nous y sommes enfin : la titrisation de créances (et plus généralement d'actifs) a pris pied en UEMOA. En novembre dernier arrivait à maturité la première opération de titrisation notée de l'histoire de l'UEMOA, celle de COFINA. Le fonds commun de titrisation de créances (FCTC) COFINA portait à son actif des créances de mésofinance (comprenez « des crédits de petite taille unitaire ») et à son passif un volume de 12 milliards de FCFA d'obligations de titrisation notées tAA par WARA (<https://www.wara-ratings.com/notations/fctc-cofina/>). Dix-huit mois étaient la maturité initiale de cette émission obligataire... qui a fait date et qui s'est déroulée sans encombre, comme prévu.

Cette opération s'inscrit dans un cadre réglementaire robuste mis en place il y a presque une décennie : juridiquement, les FCTC sont les seuls véhicules à même de porter des opérations de titrisation. Ils sont régis par le Règlement n°02/2010/CM/UEMOA relatif aux FCTC et aux opérations de titrisation dans l'UMOA et par ses différents textes d'application, en particulier, l'Instruction n° 43/2010 relative à l'agrément des FCTC, au visa de leurs notes d'informations ainsi qu'aux modalités de placement de leurs titres sur le marché financier régional de l'UMOA. Aujourd'hui, dans la sous-région, seules des créances peuvent être titrisées, mais à l'avenir, on peut aisément imaginer que d'autres actifs financiers et non financiers puissent faire l'objet d'une opération de titrisation, modulo quelques évolutions réglementaires.

La titrisation : qu'est-ce que c'est au juste ?

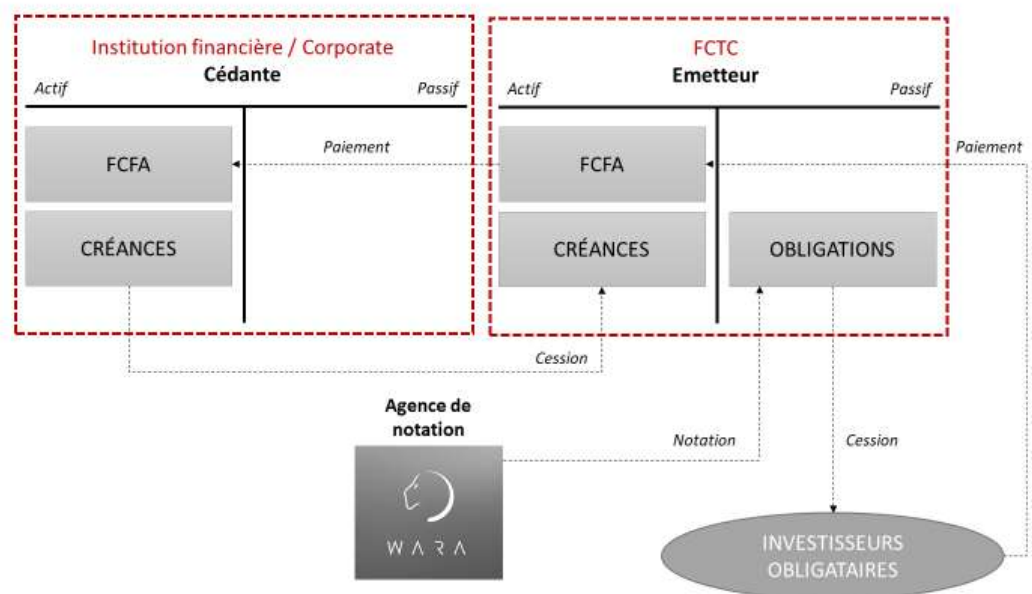
La titrisation est une technique financière de désintermédiation bancaire. Adjoindre les termes « désintermédiation » et « bancaire » peut paraître paradoxal de prime abord. En effet, la désintermédiation consiste précisément à recourir à des ressources financières en-dehors du système bancaire, notamment par voie d'émission obligataire. Or le cadre réglementaire en UMOA, eu égard au principe de monopole bancaire sur les créances, ne donne qu'aux banques le privilège de constituer des créances, lesquelles sont une forme de création monétaire (à quelques exceptions près comme les créances commerciales par exemple). C'est d'ailleurs parce qu'elles sont régulées par la BCEAO et ses normes prudentielles que les banques disposent de ce privilège.

Mais la réglementation prudentielle est à double tranchant. Dans l'arsenal réglementaire, la BCEAO impose ce qu'on appelle une norme prudentielle de fonds propres, qui limite la quantité de risque de crédit (donc de créances) que les bilans bancaires peuvent porter en fonction du quantum de fonds propres dont les banques

disposent. C'est ce qu'on nomme communément la norme de Bâle II (ou III) du nom de la ville Suisse où la Banque pour les Règlements Internationaux abrite le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB ou BCBS en anglais). Par conséquent, les banques (et les institutions de microfinance ou SFD) ne peuvent pas prêter à l'infini et, par conséquent, ne peuvent pas créer une quantité illimitée de monnaie. Mais au même moment, les institutions financières souhaitent pouvoir continuer à bénéficier d'opportunités d'affaires et de gagner des parts de marché pour les plus compétitives d'entre elles.

Une manière d'atteindre ces deux objectifs contradictoires (continuer de croître sans inflater leurs bilans au-delà de ce que leurs fonds propres n'autorisent) consiste précisément à « titriser » leurs créances, en les cédant à un FCTC, lequel se refinance sur les marchés désintermédiés (la BRVM) par émission obligataire. C'est la raison pour laquelle une institution financière originatrice de créances de titrisation est appelée « cédante » ; le FCTC est bien propriétaire, à son actif, des créances cédées par l'institution financière, laquelle ne les porte plus sur son bilan.

Les investisseurs obligataires, par définition atomisés et dont le métier n'est pas forcément d'analyser en détail la qualité de crédit des créances portées par le FCTC, s'en remettent aux agences de notation pour mesurer la qualité de crédit de ces obligations, laquelle est directement corrélée à la qualité de crédit des créances sous-jacentes, évidemment. Comme une obligation de titrisation est une forme d'appel public à l'épargne et que tout appel public à l'épargne en UMOA doit faire l'objet d'une notation, toute opération de titrisation doit donc être notée. Chez WARA, nous disposons d'une méthodologie de notation des opérations de titrisation, qui a fait ses preuves plus d'une fois.



A quoi sert la titrisation ?

La titrisation, c'est comme le shampoing, mais en mieux... C'est du 5 en 1 ; en titrisant des créances, on peut :

- **rendre liquide ce qui ne l'est pas** : en effet, le marché secondaire des créances bancaires est rachitique dans nos pays, voire quasi-inexistant. En passant par une titrisation de ces créances, ce qui donne naissance à des titres obligataires, on améliore la liquidité globale du marché de l'argent, ce qui est un bénéfice net ;
- **donner accès aux créances à des épargnants hors monopole bancaire** : cela permet d'élargir le pool des investisseurs. En effet, les investisseurs obligataires, comme les fonds d'investissement, les institutionnels voire les particuliers n'ont pas d'agrément bancaire. Le métier du crédit leur est interdit. En passant par une opération de titrisation, le marché financier leur donne indirectement accès à une classe d'actif qui élargit le champ de leur univers investissable ;
- **refinancer les bilans** : cela permet d'organiser la rotation des actifs des institutions financières à fonds propres constants. En d'autres termes, les institutions financières peuvent prêter davantage et améliorer le financement de l'économie sous-régionale et canalisant des formes d'épargne désintermédiées vers le marché du crédit ;
- **gérer dynamiquement le risque de crédit** : comme nous le soulignerons un peu plus loin, la titrisation permet de « packager » le risque de crédit en le transformant et en adaptant ses caractéristiques aux goûts des investisseurs obligataires, c'est-à-dire au couple rendement-risque qu'ils préfèrent, ce que des créances bancaires brutes n'offrent pas forcément, sauf si elles sont intégrées à un portefeuille diversifié.
- **piloter ses fonds propres réglementaires** : les risques de crédit consomment des fonds propres réglementaires. Plus une institution prête, plus elle prend des risques de crédit sur son bilan et plus ses fonds propres prudentiels sont sous tension. Pour « libérer » des fonds propres réglementaires, la titrisation est une technique puissante.

Mais attention, la titrisation n'est en rien la panacée. Le risque de crédit ne disparaît pas comme par enchantement : il est simplement translaté d'un compartiment du secteur financier (les banques et autres établissements de crédit) vers un autre compartiment du secteur financier (le marché obligataire). « *Garbage in, garbage out* » disent les Anglo-saxons : cela signifie que si les créances titrisées sont de piètre qualité, alors les obligations émises seront de risque élevé... et donc mal notées. C'est cette même logique qui a sous-tendu le fiasco des *subprimes*, tandis que les soi-disant « grandes agences de notation » ont très mal fait leur travail d'évaluation rigoureuse

des risques de crédit sous-jacents. Nous tâcherons, chez WARA et en UEMOA, de ne pas répéter les mêmes errements du passé, dont nous ressentons encore aujourd'hui les effets. A cette époque, ce n'est pas la titrisation en tant que technique qui était en cause, mais bien l'usage quasi-criminel que Wall Street en a faite, au nez et à la barbe de régulateurs américains complaisants, voire tacitement complices. La titrisation c'est comme une Ferrari : tout dépend de qui la conduit... et certainement pas à contresens sur l'autoroute.

Pour améliorer le risque de crédit « sortant », i.e. celui qui sera servi aux investisseurs, plusieurs techniques dites de « rehaussement » sont possibles. La première, que nous utilisons dans la sous-région est le surdimensionnement. Cela consiste à prévoir une quantité de créances en portefeuille sous-jacent significativement supérieure à la valeur des obligations émises. En effet, si des créances en portefeuille deviennent douteuses ou litigieuses, on se donne le droit et le devoir de les évacuer du portefeuille pour les remplacer par des créances saines. Les créances surdimensionnées sont incluses dans des portefeuilles dits de substitution et/ou de réserve. On peut aussi prévoir des poches et/ou des lignes de liquidité, lesquelles permettent de lisser les flux de trésorerie : en effet, les créances peuvent être saines, mais des décalages de trésorerie peuvent se manifester pendant la vie des obligations. Ces décalages peuvent générer des cas de défaut techniques pour les investisseurs obligataires. Les structurateurs comme Africa Link Capital Structuration ou BOAD Titrisation peuvent aussi prévoir des garanties externes à même de se substituer au FCTC en cas de défaut, ce qui améliorera le rating des obligations émises. Le FCTC peut également être équipé de fonds propres et de quasi-fonds propres (comme un fonds de réserve alimenté par les différentiels de taux d'intérêt), afin d'absorber les éventuelles premières pertes enregistrées au niveau des créances, avant que ces pertes ne contaminent les porteurs des parts obligataires. Enfin, on applique la technique du *tranching*, qui consiste à calibrer différentes classes (tranches) d'obligations n'ayant pas le même profil de risque, ni le même couple rendement-risque les unes par rapport aux autres. Certes en moyenne, leurs pertes attendues (PA) de passif seront équivalentes à la PA globale du portefeuille d'actif, ce que la notation mesure, mais chacune d'entre ces obligations de titrisation aura une PA spécifique, qui peut être reflétée par des ratings allant de tAAA (pour des PA quasi-nulles à 3 ans) à tC (pour des PA pouvant dépasser 40%), ce dont la tarification de ces tranches rendra compte.

Quelle place pour la titrisation en Afrique de l'ouest ?

En Afrique de l'ouest, à ce stade, nous avons procédé à la notation d'une opération de titrisation portant sur ces créances de micro- et méso-finance, celle de COFINA. Ce fut une réussite totale, à tout point de vue. Nous travaillons aussi en ce moment à une opération de titrisation portant, sans surprise, sur des créances bancaires, c'est-à-dire des prêts accordés à des particuliers et à des entreprises. Nous travaillons aussi à la notation d'une opération de titrisation portant sur des créances commerciales, originées non pas par une banque, mais par une société industrielle et commerciale : il s'agit là d'une forme de titrisation dite « corporate ». Enfin, nous nous intéressons de très près aux nouvelles générations d'opérations impliquant des créances aux PME, sachant que les PME ont du mal, dans la sous-région, à accéder au crédit. Sans doute la titrisation permettra-t-elle de canaliser vers elles d'autres formes de ressources financières, en provenance de la BRVM.

A l'avenir, enfin, on peut imaginer toute une série de nouvelles formes de titrisation impliquant des créances à nos Etats, des actifs sous-jacents qui ne seraient pas des créances mais des actifs amortissables (comme des avions pour les compagnies aériennes, des fermes solaires, des logements sociaux, des écoles et des hôpitaux), des services (comme des billets d'avions, des minutes de téléphonie mobile, des data)... le tout en format conventionnel ou selon les principes de la finance islamique, pour donner naissance à la toute première série de sukuk (obligations islamiques) titrisés ouest-africains. Un beau programme en perspective.

W A R A



W A R A

© 2019 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

La notation de crédit est une opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur à faire face au remboursement de ses obligations financières, et non une quelconque appréciation de la valeur des actions de cet émetteur. Il est rappelé qu'il peut être risqué pour un investisseur de fonder sa décision d'investissement sur la seule notation de crédit.

La compréhension des méthodologies et échelles propres à WARA est essentielle pour mesurer la portée des opinions présentées dans les rapports. Il est vivement recommandé aux lecteurs des rapports de se rapprocher de WARA aux fins d'en obtenir copie.

Toutes les informations contenues dans nos rapports ont été obtenues à partir de sources considérées comme fiables. Cependant, étant donné la possibilité d'erreurs humaines ou d'autres aléas, toute information est présentée « en l'état » et sans aucune garantie que ce soit. WARA met tous les moyens à sa disposition pour vérifier la qualité de l'information utilisée pour délivrer une notation. WARA n'étant pas un réviseur de comptes, aucune garantie d'exhaustivité ne peut être fournie. En aucun cas WARA ne pourrait être tenu responsable et redevable à une personne ou une entité pour une quelconque perte réalisée suite à l'émission d'un de ses rapports ; chaque utilisateur de nos rapports est pleinement responsable de l'interprétation qu'il fera des opinions présentées. Ce rapport ne constitue en aucun cas un conseil de vendre, garder ou acheter un quelconque titre de créance.