

NOUVELLES TECHNIQUES FINANCIÈRES ET RISQUE

LE CAS DE LA TITRISATION

CHARLOTTE LAVIT D'HAUTEFORT ET JEAN-MICHEL LASRY,

RESPECTIVEMENT CAISSE AUTONOME DE REFINANCEMENT ET
CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

L'innovation financière apparaît souvent comme une réponse au souci des agents économiques de transmettre certains risques dont ils avaient mal perçu l'existence ou minoré l'importance. Ces risques peuvent aussi naître d'activités nouvelles ou du développement considérable d'activités traditionnellement limitées par exemple dans le cadre du développement du commerce international.

Ce désir de « couverture » explique par exemple le développement des instruments de taux à terme qui permettent à des investisseurs ou à des emprunteurs de neutraliser le risque de variation intempestive des *cash flows* liés aux mouvements de taux. D'autres agents dont la situation ou les anticipations sont différentes prennent ce risque à leur compte sans intervenir dans les opérations de prêt ou d'emprunt qui en sont le support.

La titrisation de créances s'inscrit dans ce mouvement de segmentation des risques et d'échange sur un marché des différents types de risques issus de la segmentation. De plus, par la prise en compte dans l'activité de prêteur des contraintes du marché, elle incite efficacement les banques à mieux mesurer et surveiller les risques assumés.

La titrisation se définit comme l'émission de titres représentatifs de créances bancaires. Née aux États-Unis au début des années 1970, elle a été introduite en France par la loi du 23 décembre 1988 et constitue pour les établissements de crédit un nouvel instrument de refinancement, de liquidité du bilan, de gestion de leurs ratios prudentiels et de leurs risques. La banque cédante vend à un fond commun de créances des créances (FCC) que celui-ci finance par l'émission de parts souscrites par des tiers. L'analyse préalable des risques des créances déterminera le niveau des garanties à mettre en place pour assurer la solidité de la structure.

Au-delà de l'analyse de crédit classique, le processus de titrisation conduit à une analyse exhaustive de tous les facteurs susceptibles de perturber

l'amortissement d'un prêt. L'identification de ces risques et leur mesure par des méthodes validées conditionnent leur maîtrise et leur transfert à d'autres agents économiques par le marché.

*La titrisation : l'analyse
et la maîtrise des risques*

La sélection de créances titrisables nécessite une analyse approfondie de la qualité des actifs et de leur niveau de risque. Cette analyse doit permettre d'éliminer les créances douteuses, difficiles à céder ou exclues du champ de la titrisation par la loi et de dimensionner les garanties à mettre en place au sein de la structure de titrisation.

L'identification et l'évaluation des risques

On distingue trois types d'événements entraînant une incertitude sur le paiement par un débiteur des sommes promises aux dates promises : la défaillance, le retard de paiement et le remboursement anticipé.

Le risque de défaut se matérialise par une perte de tout ou partie du capital et des intérêts d'un prêt. Étant donné ses conséquences directes sur le résultat bancaire, le risque est relativement bien connu même si la méthode d'enregistrement varie selon les établissements. Il s'apprécie notamment à partir du taux de pertes finales, mais fait aussi dans beaucoup d'établissements, l'objet d'analyses très détaillées.

Le retard de paiement constitue la première manifestation de difficultés chez l'emprunteur. Cependant ce risque recouvre des situations très diverses allant de l'impayé « technique » qui se régularise dans un délai d'une à deux semaines à une défaillance pure et simple. Le coût du retard de paiement pour le créancier est normalement compensé par des intérêts de retard comprenant des pénalités. La non-récupération de ces intérêts se traduit par un manque à gagner. Ce risque de pertes financières s'analyse à partir des délais moyens de retard et des taux de récupération des pénalités.

Enfin le risque de remboursement anticipé représente pour le créancier un risque de réinvestissement de tout ou partie du capital, d'autant moins négligeable que c'est en cas de baisse des taux que les débiteurs tendront à refinancer leur dette. Là aussi les pénalités de remboursement anticipé peuvent couvrir ce risque mais elles sont en général peu dissuasives et ne sont pas toujours exigées pour des raisons commerciales. Ce risque, dont les banques françaises ont pris conscience récemment, reste peu suivi et mal évalué.

Pour être complet, il faut rajouter à la liste de ces risques économiques et financiers, les risques politiques et juridiques. La non-conformité des contrats de prêts par exemple ou la loi sur le surendettement du

31 décembre 1989 dite « Loi Neiertz » qui a introduit un nouveau risque de réaménagement pour les créanciers, représentent des facteurs de risque non négligeables qui s'appliquent à des contrats signés antérieurement et dont les bases financières n'incluent pas ce risque. Dans l'optique d'une titrisation, tous ses critères sont à prendre en compte.

La mesure de ces risques fait appel aux techniques statistiques, l'analyse des données historiques sur le pool de créances que détient l'établissement cédant restant le principal instrument utilisé. Elle repose sur l'idée que les évolutions futures reproduiront plus ou moins fidèlement le passé. Le recensement des événements constatés sur les différents types de prêts permet de mesurer le niveau de risque moyen du portefeuille. Plus les données disponibles seront nombreuses et fiables et mieux les différents risques pourront être identifiés et mesurés. Pour être pertinente, l'analyse doit porter sur les générations de prêts et non sur les stocks constatés au bilan : les créances consenties pendant la même période se comporteront vraisemblablement de façon homogène au cours du temps.

La faisabilité de l'analyse des données bute cependant sur l'existence même de données historiques ou sur l'accès à ces données. La vente sur le marché, en blocs ou segments des différents risques suppose une capacité d'information sur les comportements historiques bien plus importante que celle nécessaire à une simple gestion interne. Les systèmes d'information des établissements de crédit n'ont pas été conçus dans la perspective de la titrisation et doivent souvent être refondus. On peut considérer aussi que sur ce plan — comme sur le plan financier — la titrisation introduit des exigences et des disciplines salutaires, qui induisent une diminution des risques.

Enfin l'étude de données publiques sur le secteur de crédit complète l'analyse du portefeuille de créances. Celui-ci est resitué dans un ensemble plus vaste qui valide ou met en exergue certaines évolutions.

La maîtrise et le transfert des risques dans une opération de titrisation

Le processus de titrisation se caractérise par une segmentation des tâches de la banque classique et par la mise en place de réponses adaptées à chaque fonction : gestion des prêts, gestion de l'adossement. De même les risques sont traités séparément avec pour souci d'aboutir à une solution globale optimale en terme de couverture.

La conception d'un FCC consiste à émettre des titres représentant différents niveaux de risques, allant de titres totalement protégés contre le risque de crédit, de retard et de remboursement anticipé à des titres très spéculatifs de type « junk-bonds ». Les concepteurs doivent choisir entre la couverture plus ou moins totale, l'isolement des risques dans des titres

spécifiques ou le transfert pur et simple aux investisseurs, selon le degré d'aversion au risque de ceux-ci et le coût des couvertures. Celles-ci se rattachent à deux familles principales : les garanties internes à la structure de titrisation et les garanties externes.

Les garanties internes reposent sur des mécanismes de réserves dimensionnés de façon à faire face aux risques estimés. Elles peuvent être constituées par des créances achetées en excédent des titres émis et dont les flux serviront à compenser les créances défailtantes ou les pertes de retard de paiements, etc. Le surdimensionnement de l'actif par rapport au passif (*over-collateralization*) a pour contrepartie la constatation chez le cédant de moins-values de cession. Les réserves peuvent également être localisées au passif de la structure de titrisation sous forme de titres subordonnés, qui sont remboursés une fois les titres prioritaires amortis. C'est le porteur de ces titres, souvent le cédant lui-même, qui assume le risque contre un rendement attractif.

Enfin les réserves peuvent être accumulées dans le fond sous forme d'un matelas de trésorerie utilisable à tout moment.

La couverture externe nécessite l'intervention d'un tiers qui assumera le risque si celui-ci se manifeste : organisme central de caution, banque, compagnie d'assurance, Etat... Etant donné les délais d'intervention, des mécanismes transitoires de garantie sont souvent nécessaires pour assumer les risques passagers comme le risque de retard de paiement. Les systèmes d'avance de liquidité, consenties par le cédant à l'établissement gestionnaire des prêts répondent au souci de continuité des flux des créances et constituent le premier niveau de couverture. L'intervention des garants ne concernera souvent que les défauts des créances.

Les investisseurs, quant à eux, peuvent accepter de supporter une partie des risques ou un risque spécifique. En contrepartie, ils exigeront de disposer d'informations suffisantes pour les valoriser et suivre leurs évolutions. Comme sur n'importe quel marché financier, la qualité de l'information sera déterminante pour l'évaluation des valeurs et tout spécialement des titres risqués.

Les émetteurs d'actifs titrisés mettent à la disposition des investisseurs des documents descriptifs des créances, des garanties éventuelles et de la structure retenue. Les investisseurs peuvent également consulter des données de marché, publiées par les autorités de tutelles ou des organismes de place. En France, l'Observatoire des Fonds communs de créance joue ce rôle.

Dans ce domaine de l'information, la notation est un outil précieux de l'investisseur. Elle représente l'expression d'une opinion sur le niveau des risques de crédit (défaillance, retard de paiement) des titres.

Une échelle de notes fixe les divers degrés de qualité de niveau investisseur ou spéculatif. L'homogénéité des notations permet aux porteurs d'arbitrer

ces titres avec d'autres titres de dettes. Les notes sont suivies et mises à jour par les agences qui en sont à l'origine : principalement Moody's et Standard & Poor's.

La diversité et la pertinence de l'information conditionnent l'existence d'un marché sur les actifs titrisés autorisant un véritable transfert des risques entre les agents de l'économie.

L'examen des expériences étrangères, essentiellement celles des Etats-Unis, consacre l'apport réel de la titrisation dans l'analyse et la maîtrise des risques bancaires. Cependant les situations demeurent très contrastées et si les Etats-Unis ont organisé un véritable marché du risque, la France, elle, n'a pas encore franchi l'étape de la mesure des risques. On peut noter à ce propos que les Etats-Unis ont utilisé la titrisation comme un moyen d'aider le marché immobilier en contribuant à une baisse significative du taux final pour l'emprunteur.

*Examen des expériences étrangères
et françaises*

La titrisation s'est développée aux Etats-Unis et en France dans un environnement économique très différent. Comme il s'agit d'une expérience déjà ancienne aux USA et très récente en France, il est délicat de comparer les deux marchés.

73

Néanmoins, l'examen de certaines de leurs caractéristiques permet de comprendre et d'expliquer les insuffisances françaises.

Deux niveaux de connaissance des actifs à titriser

Depuis une vingtaine d'années aux Etats-Unis, se sont mis en place des mécanismes de connaissance et d'assurance des risques. Ces évolutions ont bénéficié de l'impulsion des agences fédérales chargées d'améliorer les modes de financement du logement.

Ces agences dont les principales sont Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation), Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) et Ginnie Mac (Government National Mortgage Association), ont défini des standards conditionnant l'éligibilité des créances hypothécaires à leurs programmes de refinancement et de garantie. Ce processus normatif a contribué à une homogénéisation des conditions de prêts.

Il a aussi été l'occasion de collecter et de suivre les données sur les prêts titrisés, mission remplie par des associations professionnelles ou des organismes privés. Les agences de notation également ont constitué des bases de données concernant les prêts mis sur le marché.

Introduite en France en 1988, la titrisation ne représente aujourd'hui que 12 Mds F d'encours sur une vingtaine d'opérations.

La collecte des données nécessaires à la sélection de créances titrisables s'est heurtée à des difficultés pratiques d'accès à l'information dans les cas où elle existait ou à l'absence de données concernant les options cachées du bilan telles que le remboursement anticipé. Face à ce constat, très contrasté selon les établissements il est vrai, les banques françaises ont entrepris un travail de refonte de leur système d'informations, afin de tenir compte des besoins spécifiques de la titrisation. Cette réforme s'est traduite par une redéfinition et une informatisation des procédures de gestion et de recouvrement des prêts.

L'intervention des garants externes

L'intervention des agences fédérales en garantie des créances acceptées dans leurs programmes a favorisé le transfert des risques bancaires. Elles couvrent le risque de retard de paiement ou le risque de crédit des prêts titrisés. C'est la *full faith and credit of US Government* qui est engagée. La caution de l'Etat fédéral constitue un facteur essentiel de développement du marché américain de la titrisation. Cette intervention a été décisive pour la modernisation du marché du crédit et l'abaissement des taux offerts aux emprunteurs.

Parallèlement aux opérations publiques des agences, sont apparues des émissions privées pour les créances ne répondant pas aux critères d'éligibilité. Ces opérations reposent sur l'intervention d'assureurs privés ou sur des mécanismes internes de couverture. L'existence de données fiables sur les risques a permis de dimensionner finement les couvertures et donc d'en limiter le coût.

En France, dans un contexte d'absence relative d'informations, la mesure des différents risques est délicate. Seul l'établissement cédant est capable « d'approximer » les pertes potentielles de ses créances. Les intervenants extérieurs — agences d'évaluation, garant externe — ont tendance à surévaluer le risque faute de l'estimer précisément. En conséquence, les couvertures elles aussi seront surdimensionnées et donc plus coûteuses. Le surcoût de la couverture est le prix de la méconnaissance des créances à titriser.

C'est pourquoi face à une garantie externe, l'établissement cédant aura intérêt à couvrir lui-même le risque, en donnant sa garantie ou en souscrivant une tranche spécifique qui supportera en priorité les pertes. Il conserve ainsi les risques qu'il aurait de toute façon supportés sans titrisation mais reçoit, à l'échéance du FCC, la rémunération très élevée de ces tranches.

La maturité du marché américain de la *securitization* se traduit par l'existence d'un marché secondaire actif sur les valeurs titrisées. Même les tranches à risques — *seniors, residuals,...* — sont vendues à des investisseurs équipés pour évaluer les risques sous-jacents : données à jour, modèles

développés pour ce type de produits... De ce fait l'échelle des rendements que peut procurer un fond est très large et des rémunérations très supérieures à celles des *Treasuries* sont possibles.

En France en revanche, les investisseurs ne sont pas prêts à souscrire les titres à risques conservés par les établissements cédants et la titrisation française ne remplit pas son rôle de redistributeur des risques attachés aux créances. L'absence de mécanisme de caution issu de l'Etat, l'absence de normalisation des pools de créances et de l'information associée et le manque d'expertise non bancaire sur les créances freinent l'essor du marché. Celui-ci doit se doter des moyens nécessaires à son évolution vers un système de transfert non seulement des créances mais aussi des risques, afin de permettre à la titrisation de remplir une de ses missions, la diminution du taux des crédits.

Le contraste entre les marchés américains et français doit être replacé dans une perspective historique. La réussite et l'efficacité des Etats-Unis est le fruit d'une très longue expérience, plus de 20 ans, alors que le marché français n'a que trois ans. La jeune titrisation française peut bénéficier cependant des acquis étrangers. Toutefois les moyens accordés à la titrisation par les pouvoirs publics ne sont pas toujours suffisants pour répondre aux objectifs assignés : l'absence d'intervention de l'Etat en France par exemple rend difficile la possibilité de baisse des taux du crédit.

75

Les intervenants sur ce marché ont néanmoins compris les enjeux de la titrisation à l'égard des risques bancaires. La banque qui titrise cède à d'autres intervenants (agences, assureurs, investisseurs) les risques de son bilan, reconditionnés et individualisés. Comme tout marché, par sa fonction d'échance, la titrisation a donc tout d'abord une fonction économique de meilleure répartition des risques entre les agents économiques.

Au-delà de cette fonction économique, la titrisation contribue à la diminution des risques par l'amélioration du système de contrôle et de *reporting* des risques. En effet, l'émergence de ce marché du risque induit progressivement une exigence salutaire concernant la disponibilité de l'information, son analyse attentive et la hiérarchisation des taux de rendement en fonction du risque à rémunérer. En rendant les banques plus soucieuses du *reporting* externe des conditions de leur activité de crédit, cette technique contribue à diminuer les risques du système bancaire.

Enfin, la titrisation implique également une transparence de prix, donnant aux banques le moyen de connaître le coût des ressources nécessaires pour rentabiliser un prêt. La titrisation propose ainsi une approche plus rigoureuse de l'exploitation bancaire, et incite les producteurs à ne pas sacrifier le rendement et la sécurité aux parts de marché.