

# Transferts et titrisation d'actifs

(Septembre 1992)

Le présent rapport<sup>1</sup> passe en revue, sous l'angle du contrôle bancaire, divers aspects des transferts et de la titrisation d'actifs en mettant plutôt l'accent sur l'émetteur ou le vendeur de titres adossés à des actifs (TAA) que sur l'acquéreur ou l'investisseur. Il décrit le mécanisme de titrisation, ses motivations et les risques qu'il comporte ainsi que certaines considérations d'ordre prudentiel.

## 1. Introduction

Ces dernières années, les banques ont procédé de plus en plus à des transferts (complets ou partiels) de prêts ou d'autres créances puis, plus récemment, à des émissions de titres garantis par de tels actifs. Le transfert de prêts ou de participations à des prêts est désormais courant dans la plupart des pays du G 10; plus complexe, la titrisation est moins répandue et n'est d'ailleurs pas autorisée par le cadre juridique dans certains pays.

La titrisation s'est surtout développée aux états-Unis, notamment pour les prêts hypothécaires (dont quelque 40% de l'encours des crédits au logement). À n'en pas douter, ce processus a été favorisé par le soutien apporté, sous forme de rehaussement de crédit, par les agences du gouvernement fédéral. Il s'étend maintenant à d'autres catégories d'actifs, comme les créances sur cartes de crédit et prêts à la consommation, de sorte que son volume global s'est fortement accru. Au Canada et au Royaume-Uni également, des montants significatifs de titres adossés à des hypothèques (TAH) ont été émis; dans d'autres pays, les banques et institutions financières se montrent de plus en plus intéressées.

En substance, la titrisation consiste à regrouper des créances de même nature et à les céder à une structure *ad hoc* (SAH ou fonds commun de créances), qui s'en sert comme garanties pour émettre des titres négociables. Le paiement des intérêts et du principal sur ces titres est directement lié aux flux financiers générés par le fonds commun. Pour les souscripteurs, l'intérêt des TAA réside dans leur rendement élevé par rapport au risque de crédit, un rehaussement de crédit étant généralement offert sur l'ensemble ou une partie de l'émission. En outre, les caractéristiques de libellé et les flux de trésorerie peuvent être adaptés aux besoins spécifiques de catégories particulières d'investisseurs.

Ces mécanismes ne sont toutefois pas figés. De nombreuses techniques sont relativement récentes et l'innovation s'accélère. Des formules modernes, reposant sur des structures complexes et raffinées, cherchent à élargir la nature et la composition des créances sous-jacentes. Si les pertes de crédit ont été jusqu'à présent négligeables, certains de ces montages n'ont pas encore été véritablement mis à l'épreuve de tensions ou de perturbations sur les marchés des titres.

La titrisation procure aux banques plusieurs avantages du point de vue des exigences prudentielles, de la gestion actif/passif et de la rentabilité. De leur côté, les institutions financières non bancaires y prennent une part de plus en plus active, car ce mécanisme, en dissociant des fonctions globalement dévolues jusque-là aux établissements de crédit, leur ouvre un marché.

Plusieurs préoccupations sont cependant apparues, notamment la crainte que le risque de crédit reste supporté par le cédant si le transfert de créances ne correspond pas à une cession véritable et le danger, pour une banque, d'une détérioration de la qualité de ses actifs si elle titre ses meilleurs avoirs. En outre, certaines structures peuvent créer un flux de crédit direct d'investisseur final à emprunteur, réduisant par là le rôle des banques dans l'intermédiation.

L'impact de la titrisation sur le profil global de risque d'une banque exige donc une attention vigilante des autorités de contrôle, qui doivent s'assurer que les opérations sont menées de manière prudente.

---

<sup>1</sup> Cette étude d'un groupe de travail du Comité de Bâle, qui n'a pas été formellement approuvée par le Comité de Bâle, a néanmoins été diffusée, pour information, aux autres autorités de contrôle.

Il convient également de s'interroger sur les conséquences, pour la profession bancaire, de la concurrence de participants non bancaires qui peuvent encourir les mêmes risques sans faire nécessairement l'objet d'un contrôle adéquat.

## **2. Mécanismes de titrisation**

### **a) Montage, cession et gestion**

La première étape est la constitution d'un lot d'actifs de même nature, tels que prêts hypothécaires, créances sur cartes de crédit ou prêts à l'achat d'automobiles. Cette homogénéité est nécessaire pour permettre une analyse peu coûteuse du risque de crédit et obtenir un flux de paiements commun. L'initiateur d'un programme est soit une banque, soit une autre institution financière. S'il s'agit d'une banque, elle peut utiliser son propre portefeuille de prêts, mais, de plus en plus fréquemment, elle achète des actifs à un tiers ou mobilise des créances non bancaires (de nature commerciale).

La deuxième étape consiste à vendre ce lot de créances à une SAH, laquelle finance son acquisition par émission de titres adossés au fonds commun, qui sont ses seules ressources. À ce stade, il est souvent fait appel à des tiers, ainsi qu'à une agence de notation, pour fournir des avis, expertiser la qualité de crédit du lot et structurer le montage. Si un agent de placement intervient, les titres peuvent être inscrits dans ses livres avant d'être cédés.

Pour faciliter le processus, un organe de gestion et un dépositaire y sont normalement associés. Le premier – souvent l'initiateur – est responsable de la collecte des paiements d'intérêts et des remboursements de principal sur le lot de créances et, parfois, de la remise de ces fonds au dépositaire. Rémunéré pour ses services, l'organe de gestion peut, en outre, bénéficier du placement temporaire des fonds collectés jusqu'à leur transfert. Une agence de notation évalue ses capacités et compétences ainsi que la qualité des actifs sous-jacents et la structure de l'opération. Ses conclusions déterminent le degré de rehaussement de crédit éventuellement nécessaire, surtout si les actifs ont un classement inférieur à celui que recherchent les investisseurs potentiels.

Le dépositaire agit pour le compte des investisseurs. Pour cela, il doit disposer d'un privilège sur les actifs garantissant l'émission de titres, être habilité à suivre la manière dont les autres parties à l'opération, y compris l'organe de gestion, exécutent leurs obligations, analyser l'inventaire périodique de l'actif, veiller à la distribution des paiements aux investisseurs et, le cas échéant, déclarer la liquidation de l'émission et engager en justice les actions nécessaires pour protéger les intérêts des investisseurs.

### **b) Rehaussement de crédit et soutien de liquidité**

Comme, en règle générale, les investisseurs ne sont pas prêts à endosser la totalité des risques de crédit inhérents à un lot d'actifs, les TAA bénéficient habituellement d'un rehaussement de crédit fourni par un tiers (banque ou compagnie d'assurances) et parfois l'initiateur lui-même. Souvent, différentes formules sont associées. La plus simple consisterait, pour l'acheteur des créances, à bénéficier d'une garantie de paiement par le tiers si le débiteur faillit à ses obligations. Le cas n'est toutefois pas fréquent, car il revient à transférer en intégralité le risque de crédit sur cette tierce partie.

Pour déterminer le niveau approprié de rehaussement, on évalue le risque de crédit lié au lot de créances en fonction des antécédents de pertes sur ce type d'actifs. On définit alors la couverture à un multiple du taux de défaillance. En pratique, les formes les plus courantes de protection sont: lettre de crédit irrévocable, assurance, compte de marge, compte de garantie espèces, surdimensionnement et hiérarchisation de tranches.

Une *lettre de crédit irrévocable* peut être émise par une banque tierce et couvrir une partie des créances correspondant normalement au profil de pertes estimé; cette forme de protection est souvent activée après les autres.

Des compagnies d'assurances (institutions non bancaires sans lien avec les parties au montage) tiennent également un rôle actif au Royaume-Uni en fournissant une *assurance* couvrant la part première du risque de défaillance.

Un *compte de marge* est alimenté par la différence entre les intérêts reçus sur le lot de créances et ceux, plus faibles, payés sur les titres émis. Au lieu de verser cette différence à l'initiateur, l'organe de gestion remet la totalité des fonds collectés au dépositaire, jusqu'au niveau de rehaussement requis. Au-delà, les excédents peuvent être payés à l'initiateur. En prévision de pertes initiales, celui-ci approvisionne normalement ce compte à l'avance. Il est destiné à couvrir toute perte liée au lot de créances, et son solde éventuel au moment de l'amortissement des titres revient à l'initiateur.

Un *compte de garantie espèces* consiste en un dépôt constitué au bénéfice des détenteurs de titres et égal au rehaussement de crédit jugé nécessaire. L'initiateur y dépose des fonds qui lui appartiennent ou qu'il a empruntés auprès d'un tiers. Des tirages sont effectués en cas de pertes.

Dans le cas du *surdimensionnement*, les créances du lot ont une valeur supérieure à celle des titres émis. Cet écart doit être maintenu à un niveau suffisant pour assurer le degré convenu de rehaussement; si un seuil minimal est franchi, le tiers fournissant le rehaussement de crédit doit apporter de nouvelles garanties.

Lorsque le rehaussement prend la forme d'une *hiérarchisation de tranches*, au moins deux catégories de TAA sont émises. L'une est privilégiée, avec un droit de préférence sur les flux de paiements générés par le lot d'actifs sous-jacents, de sorte que les pertes affecteront d'abord les titres de rang inférieur, à concurrence de leur volume. Par exemple, si une émission est constituée à 90% d'une tranche privilégiée et à 10% d'une tranche de rang inférieur, les détenteurs des titres de cette dernière catégorie subiront la totalité des pertes jusqu'à 10% du total des actifs.

A première vue, tous ces mécanismes ne semblent protéger qu'une fraction du portefeuille global, mais ils sont en réalité très efficaces. Normalement utilisés en combinaison, comme cela a déjà été indiqué, ils couvrent effectivement plusieurs fois les pertes anticipées sur l'ensemble du portefeuille: le tiers assurant le rehaussement se trouve donc dans la même situation que s'il détenait la totalité des actifs. Lorsque diverses formules sont associées, les pertes sont réparties entre elles selon un ordre prédéterminé. Ces facteurs doivent être pris en compte pour le calcul des exigences de fonds propres des tiers concernés (voir section 5 c).

Une autre technique qui peut également être utilisée pour améliorer la notation des TAA est le *soutien de liquidité*. Elle est très répandue pour les émissions de papier commercial, montages où le lot d'actifs sous-jacents est constitué de différents types de créances à recouvrer, dont l'échéance ne correspond pas, la plupart du temps, à celle du titre dérivé; celui-ci doit donc être renouvelé ou remplacé par de nouvelles émissions.

Pour couvrir le risque que l'émetteur ne soit pas en mesure de renouveler le papier à son échéance, un tiers accepte de fournir les fonds requis. Il ne garantit pas les titres, à proprement parler, mais ouvre une ligne de crédit à court terme en faveur de l'émetteur, de sorte qu'il assume, en réalité, le risque résiduel au-delà de la couverture fournie par le rehaussement de crédit du lot de créances – unique actif de la SAH émettrice. Par conséquent, cette protection peut être considérée comme une ligne de crédit pure et simple si elle est activée, en cas de liquidation, avant tout rehaussement de crédit.

### **3. Facteurs de développement**

Pour les banques, le principal avantage de la titrisation résulte du transfert, vers d'autres parties, des risques liés aux prêts, ce qui libère des fonds propres pour des crédits qu'elles ne seraient pas, sinon, en mesure d'octroyer. La conversion de créances non liquides en fonds disponibles améliore leur situation en termes de financement et de liquidité. En outre, le rehaussement de crédit confère souvent aux TAA une notation supérieure à celle de l'initiateur, qui peut ainsi obtenir des ressources qui lui sont normalement inaccessibles.

La titrisation est également, pour les banques, un instrument de gestion actif/passif. Le risque de taux d'intérêt est réduit par transfert à des investisseurs. Un établissement souhaitant étendre la durée de ses prêts sans disposer de ressources d'échéance appropriée peut éviter une impasse de taux en titrisant les prêts qu'il consent à long terme. Elle permet aussi à une banque fortement engagée sur une région ou un secteur économique de transférer une partie de son portefeuille et même d'en affecter le produit à l'acquisition de nouveaux types de TAA, diversifiant ainsi ses actifs.

Les banques participant en plusieurs qualités à la titrisation (prêteur, organe de gestion, dépositaire ou tiers procurant un rehaussement de crédit) peuvent accroître et diversifier leurs revenus de commissions et intérêts. En transférant leurs actifs, elles peuvent maintenir leur volume de prêts ou investir leurs produits dans d'autres activités, évitant ainsi une concentration de leur risque de crédit.

Pour les emprunteurs également, la titrisation présente d'importants avantages. Comme elle améliore, en général, la liquidité des marchés du crédit, elle peut accroître l'offre et abaisser le coût des emprunts.

## **4. Implications de la titrisation**

### **a) Risques encourus par les organisations bancaires**

Si le processus de titrisation n'est pas mené de manière prudente, l'initiateur peut se voir confronté à des risques qui n'auront pas été couverts par des fonds propres. Si les risques opérationnels et juridiques sont inhérents à toute activité bancaire, ils sont d'autant plus grands que les opérations sont complexes. Pourtant, le principal risque pour une banque résulte de l'absence de cession véritable, la forçant ainsi à endosser une partie ou la totalité des pertes au cas où les actifs cédés deviendraient improductifs. Elle peut également encourir des risques de financement et des difficultés de trésorerie quand, après constitution du fonds de créances, les TAA dérivés ne peuvent être placés, en raison de perturbations sur le marché des titres. Il existe, en outre, un conflit d'intérêts, au moins potentiel, si une banque agit simultanément comme initiateur, organe de gestion et agent de placement pour une même émission.

Même lorsqu'une banque a constitué un lot de créances et l'a effectivement transféré, elle peut néanmoins se trouver exposée à des pressions morales pour racheter les titres s'ils deviennent improductifs. Plusieurs éléments pourraient renforcer ce genre de pressions: la complexité des montages, les fonctions que le vendeur continue généralement d'exercer en rapport avec l'opération à l'issue de la titrisation, et surtout le fait que l'identité du vendeur des actifs sous-jacents est parfaitement connue, ce qui peut créer des liens, au moins moraux, avec l'acheteur qui pourraient le contraindre à soutenir l'opération pour défendre sa réputation.

Pour une banque agissant en qualité de gestionnaire, les risques sont principalement de nature opérationnelle et s'apparentent à ceux qu'encourt l'agent d'un crédit consorsial. Il convient toutefois de préciser que le nombre des crédits en portefeuille et des parties impliquées accroît les risques de dysfonctionnement qui engagent aussi la responsabilité de l'organe de gestion. Celui-ci est donc amené à se doter d'un personnel hautement qualifié et de technologies de pointe pour réduire au maximum son risque opérationnel.

On accuse parfois la titrisation d'accroître le risque moyen sur un portefeuille d'actions en encourageant les banques à céder leurs actifs de meilleure qualité pour assurer la réussite du placement des TAA. Les exigences des investisseurs et des agences de notation les y incitent, en effet. On ajoute qu'un programme permanent de titrisation requiert un portefeuille de prêts en expansion, ce qui pourrait conduire un établissement à assouplir ses critères d'octroi pour s'assurer le volume nécessaire de prêts. Enfin, les normes de fonds propres, conçues en fonction d'un portefeuille bien diversifié et de bonne qualité, pourraient s'avérer trop faibles si la cote moyenne des actifs se dégrade.

Les faits n'étayant guère de tels arguments. On n'observe pas de signe de dégradation de la qualité des actifs dans les banques qui ont titrisé de gros montants. Il convient également de souligner que les établissements ayant un programme permanent de titrisation ont tout intérêt à maintenir la qualité de leur portefeuille de prêts. Toute détérioration affecterait leur réputation et leur note ainsi que les exigences de fonds propres imposées par leurs autorités prudentielles.

Les fonds de créances rechargeables (sur cartes de crédit, entre autres) offrent un exemple particulièrement complexe d'émission de titres de valeur et d'échéance fixes adossés à un gisement d'actifs de montant variable et de durée indéterminée. Un tel portefeuille évolue chaque jour, en effet, avec la hausse ou la baisse des comptes individuels et en fonction des modes de remboursement (plus ou moins rapides) des porteurs. Il est d'ailleurs probable que, lorsqu'un programme de cette nature parvient à plein régime, les détenteurs de TAA sont remboursés par prélèvement d'une part fixe sur les flux financiers bruts générés par les sous-jacents, c'est-à-dire provenant essentiellement

des payeurs les plus diligents qui éteignent rapidement leurs dettes. Ces montages doivent donc reposer sur une structure permettant d'assurer le contrôle du processus d'amortissement et de garantir une répartition appropriée des risques, pendant cette phase, entre les détenteurs de TAA.

#### **b) Incidence sur les systèmes financiers**

L'incidence possible de la titrisation sur les systèmes financiers peut varier d'un pays à l'autre en fonction des différences dans les structures de ces systèmes ou dans les modalités d'application de la politique monétaire. Le degré de développement de la titrisation joue également un rôle. En termes nets, les effets peuvent être bénéfiques ou dommageables, mais, au vu des préoccupations examinées ci-après, il apparaît que, dans certaines circonstances, les inconvénients l'emportent sur les avantages. Quelques-unes de ces préoccupations, qui ne sont pas essentiellement d'ordre prudentiel, sont néanmoins étudiées ici parce qu'elles peuvent influencer l'attitude des autorités monétaires face à la titrisation.

Si les transferts et la titrisation d'actifs peuvent améliorer l'efficacité du système financier et l'offre de crédit en donnant aux emprunteurs un accès direct aux investisseurs finals, ils peuvent, en revanche, restreindre l'action des banques dans l'intermédiation financière. Dans la mesure où ce phénomène pourrait réduire la part des actifs et engagements financiers détenus par les établissements, la mise en œuvre de la politique monétaire pourrait être rendue plus difficile dans les pays où l'institut d'émission s'appuie sur des réserves obligatoires variables. Une diminution de la place des banques pourrait également affaiblir la relation entre prêteurs et emprunteurs, surtout dans les pays où elles jouent un rôle prépondérant dans l'économie.

L'un des avantages de la titrisation, à savoir la transformation de prêts non liquides en titres négociables, peut aboutir à un accroissement de la volatilité du prix des actifs, même si les rehaussements de crédit atténuent ce mouvement. La volatilité pourrait aussi être accentuée par des facteurs étrangers aux variations de la note de crédit de l'emprunteur. En outre, si les banques disposent surtout d'actifs dont le prix de marché est facile à établir, il se pourrait, dans certaines circonstances, qu'on tende à leur appliquer le critère de valeur de liquidation et non d'exploitation.

De surcroît, la titrisation pourrait peser sur la rentabilité des banques si des institutions financières non bancaires qui ne sont pas soumises aux exigences de fonds propres obtenaient un avantage concurrentiel dans le placement des TAA.

Comme la titrisation autorise l'octroi de prêts hors des contraintes de fonds propres, elle pourrait amener le système bancaire à être moins capitalisé, rendant ainsi l'ensemble du système financier plus vulnérable, à l'échelle nationale et internationale. Lorsque le système bancaire dispose d'une large base de fonds propres, il peut absorber les pertes sur prêts; plus cette base est étroite, plus les pertes doivent être partagées par d'autres intervenants. Ce risque n'est pas nécessairement présent dans tous les pays, mais surtout dans ceux où les banques sont, de longue date, les principaux intermédiaires financiers.

## **5. Considérations d'ordre prudentiel**

En exerçant leur contrôle, les autorités prudentielles doivent examiner avec soin si le risque lié aux actifs sous-jacents a été effectivement transféré, en totalité ou en partie, à l'investisseur ou au tiers fournissant le rehaussement de crédit et s'assurer que le montage est géré de manière prudente, en maintenant les risques opérationnels à un niveau acceptable.

#### **a) Concept de cession véritable**

En premier lieu, les autorités de contrôle doivent vérifier s'il y a eu cession véritable des actifs sous l'angle juridique et, dans la mesure du possible, sous ses aspects moraux. Si tel n'est pas le cas, il est évident qu'une couverture de fonds propres reste nécessaire.

Lorsqu'une banque cède ses actifs à un initiateur ou constitue un fonds à partir de créances qu'elle détient ou achète à un tiers, on peut considérer qu'il n'y a pas cession véritable si l'une des conditions suivantes, notamment, existe:

- la banque est tenue de racheter ou d'échanger l'un ou l'autre des actifs;
- la banque peut faire l'objet d'un recours légal l'exposant à endosser un risque quelconque de perte liée aux actifs vendus;
- la banque reste redevable envers un tiers du paiement du principal ou des intérêts sur les actifs vendus (en dehors des versements correspondant à des prestations de services).

Dans chacun de ces cas, les actifs devraient normalement être assimilés à des créances sur les fonds propres de la banque.

On peut également douter de la validité de la cession si la banque vendeuse (d'actifs propres ou acquis auprès de tiers) est propriétaire de la SAH détenant le fonds de créances et émettant les TAA, si elle exerce un contrôle quelconque sur le capital/la direction de celle-ci ou si elle est tenue d'établir ses bilans consolidés en l'incluant comme filiale. La reprise du nom de la banque vendeuse dans la raison sociale de la SAH atteste aussi l'existence de liens étroits.

En outre, tout rehaussement de crédit (voire, soutien de liquidité) accordé par la banque vendeuse peut indiquer que celle-ci a endossé une responsabilité en cas de recours et qu'il n'y a donc pas eu de véritable cession. Cette conclusion vaut également s'il y a rétention de toute forme subordonnée de TAA.

Il peut exister des exceptions. Dans certains pays, un compte de marge pourrait apparaître comme fourni non par l'initiateur, mais par la SAH elle-même. À l'inverse, une avance de l'initiateur sur un tel compte n'engagerait pas sa responsabilité si elle est déduite du capital. Une facilité de liquidité procurée par le vendeur parallèlement à un rehaussement de crédit important offert par un tiers, et qui serait activée en premier, pourrait être considérée comme ligne de crédit et ne constituerait pas un obstacle à une cession véritable. Une couverture de fonds propres en regard du risque de crédit ne serait donc pas nécessaire, sauf lorsque ce risque reste supporté par la banque.

#### **b) Gestion d'une opération de titrisation**

Une banque intervenant dans la gestion d'une opération de titrisation en qualité uniquement de prestataire de services ou de dépositaire peut être néanmoins exposée à une forme de responsabilité morale. L'élément d'aléa moral s'accroît lorsque l'organe de gestion est aussi l'initiateur. Pour éviter d'être soumise à des exigences de fonds propres dans le cadre de ses responsabilités de gestion, la banque doit donc, en général, s'assurer que la note d'information sur les TAA précise clairement et de façon très visible qu'elle ne garantit ni l'émission ni la SAH et n'assumera aucune perte relative au portefeuille sous-jacent. En tant que prestataire de services, elle peut évidemment recevoir une rétribution, mais celle-ci doit nettement apparaître comme une commission à ce titre et non comme une rémunération du risque encouru en qualité de propriétaire.

Une banque peut être étroitement associée au fonds de créances et se trouver exposée à un risque de crédit du fait de ses fonctions de gestion. L'existence d'une responsabilité à cet égard est attestée, comme on l'a vu, par l'exigence de bilans consolidés incluant la SAH ou par la présence du nom de la banque dans sa raison sociale.

D'autres indices montrant la possibilité d'un lien de crédit sont les suivants:

- obligation de fournir un soutien à la SAH ou au fonds de créances, par exemple, en épongeant les pertes de l'émission;
- obligation soit de remettre des fonds à l'acheteur avant de les recevoir du débiteur, soit de financer des déficits de trésorerie résultant de retards ou défauts de paiement sur les actifs sous-jacents, à moins qu'il ne s'agisse de modalités visant à régulariser les flux financiers.

Dans tous ces cas, il y a fort à penser que la banque est exposée à un risque de crédit, sous une forme ou une autre, qui nécessite un niveau de fonds propres approprié.

#### **c) Rehaussement de crédit ou soutien de liquidité par une banque tierce**

Un rehaussement de crédit fourni par une banque tierce est assimilable à un engagement de hors-bilan et est généralement considéré comme un substitut direct de crédit. Les autorités prudentielles pourraient décider que l'exigence de fonds propres est à calculer sur le montant total du

fonds de créances pondéré en fonction des risques, surtout si le rehaussement concerne les premières pertes enregistrées ou si la somme ainsi couverte est importante en termes d'antécédents de pertes. Une autre solution consisterait à déduire des fonds propres la valeur du rehaussement.

Un soutien de liquidité accordé en l'absence de tout rehaussement de crédit significatif par un tiers constitue en fait lui-même le rehaussement; il devrait être assimilé, en pratique, à une garantie des titres et recevoir le même traitement prudentiel. Un soutien de liquidité *stricto sensu*, c'est-à-dire parallèle à un véritable rehaussement de crédit, peut être généralement considéré comme une simple facilité de crédit et, de ce fait, comme un engagement aux fins du contrôle prudentiel.

