

Quel impact sur la solvabilité des banques ?

La titrisation permet de réduire substantiellement les actifs affichés au bilan ou hors-bilan, alors même qu'une grande partie (sinon la totalité) du risque de crédit sur ces actifs reste souvent à la charge du cédant.



TANYA AZARCHS
Managing director,
financial institutions
Standard & Poor's

DEPUIS DE NOMBREUSES ANNÉES, Standard & Poor's effectue une analyse détaillée de la structure des opérations de titrisation publiques et visibles. Le niveau de capital exigé pour une banque qui titre certaines de ses créances dépend de l'évaluation du risque de crédit qu'elle conserve. Dans les cas où le transfert de risque est très faible, il est préférable de réincorporer les actifs dans le bilan (ou d'ajuster simplement les actifs pondérés par le risque pour les opérations de titrisation synthétiques). Quand le transfert de risque est substantiel, il est préférable de calibrer le montant de fonds propres à adosser aux risques conservés par la banque. Standard and Poor's ne considère pas que d'éventuelles modifications comptables ou réglementaires visant à réintégrer les actifs titrisés dans le bilan entraîneraient l'insolvabilité, ou la non-conformité de certaines banques avec les dispositions réglementaires. L'effet de levier apparaît toutefois plus fort pour de nombreux établissements, élément déjà pris en considération dans leur notation. Il

reste que toutes les opérations de titrisation n'ont pas été rendues publiques, ni portées à la connaissance de Standard & Poor's.

DE MULTIPLES AVANTAGES

Bien que les opérations de titrisation augmentent sensiblement le niveau de complexité analytique des banques, leur finalité n'est pas forcément de réaliser un arbitrage réglementaire ou comptable. La titrisation offre des avantages à la fois aux entreprises ayant recours à cette technique et aux marchés de capitaux dans leur ensemble. Même si de nombreuses opérations de titrisation doivent être simplement considérées comme des mécanismes de financement, ceux-ci sont très précieux, notamment pour les entreprises moins bien notées, à qui la titrisation peut apporter des sources de financement moins onéreuses. La présence de la titrisation parmi l'éventail d'instruments financiers disponibles permet aussi de considérer les portefeuilles de crédit comme des actifs plus liquides que par le passé. Pour les investisseurs, le contrôle du collatéral procure une certaine sécurité et accroît le volume de capital disponible pour financer ce type d'actifs. Quant aux marchés de capitaux, ils bénéficient globalement de l'émission de titres notés «AAA» et «AA», toujours très recherchés mais dont l'offre se restreint en raison de la discipline budgétaire plus stricte à laquelle sont soumis les Etats.

L'ENREGISTREMENT COMPTABLE DES REVENUS EST MODIFIÉ

La forme la plus extrême de transformation des revenus apparaît lorsque les produits de la cession des actifs aux véhicules de titrisation sont enregistrés au bi-

La titrisation en quelques chiffres

Le tableau ci-dessous donne un aperçu de l'ampleur des activités de titrisation des dix banques les plus actives dans ce domaine. Outre l'ampleur des portefeuilles hors-bilan d'actifs titrisés des plus grands groupes, il convient de remarquer que certaines institutions financières de taille plus réduite (tel le fournisseur de cartes de crédit MBNA Corp.) ont une exposition relative bien supérieure.

Dix banques les plus actives* en titrisation

(Mil. \$)	Prêts immobiliers	Cartes de crédit	Créances commerciales	Autres actifs titrisés	Conduits CP	Total des actifs titrisés inscrits hors-bilan, CP inclus	En % du total de bilan
Citigroup Inc.	4,740	64,718	346	8,207	51,441	129,452	12.1 %
ABN AMRO Bank NV	0	0	43,937	1,412	46,955	92,304	17.8 %
JP Morgan Chase & Co.	13,922	18,724	0	5,656	42,350	80,652	10.1 %
Bank One Corp.	383	39,955	0	1,688	36,972	78,998	29.2 %
MBNA Corp.	0	67,803	0	5,731	0	73,534	170.6 %
Bank of America Corp.	12,135	8,195	2,198	2,237	18,301	43,066	6.7 %
Wachovia Corp.	6,987	0	4,630	23,862	4,278	39,757	12.2 %
CountryWide Credit Industries Inc.	32,589	0	0	3,443	0	36,032	100.6 %
Deutsche Bank AG	4,552	0	23,244	0	5,245	33,041	6.4 %
Morgan Stanley	0	29,247	1,403	0	0	30,650	6.4 %
Dean Witter & Co.							

*Classement issu d'une liste non exhaustive de 30 banques, élaborée à partir des dettes émises (hors CDO d'arbitrage).

Sources : Standard & Poor's, fichiers d'enregistrement réglementaires américains et canadiens, et rapports annuels des banques.

lan, ce qui constitue une reconnaissance accélérée et purement scripturale des flux de paiements futurs estimés des actifs. Or ceux-ci évoluent au rythme de la performance des actifs au sein des véhicules de titrisation, ainsi que du niveau de pertes de crédit précédemment enregistré. Il n'est donc possible que de faire des estimations de ces cash flows futurs, par nature incertaines. Standard & Poor's estime que de tels «bénéfices» enregistrés au bilan doivent être déduits des fonds propres. Etant donné que ces montants peuvent parfois représenter une part importante des capitaux propres, il est plus prudent d'étudier ces cash flows comme on le ferait si les actifs figuraient toujours au bilan, et de n'utiliser la méthode de l'estimation qu'en dernier recours.

DES CASH FLOWS PARFOIS MAL ÉVALUÉS

Par ailleurs, les flux de paiements réels générés tout au long de la vie des actifs au sein des véhicules de titrisation sont à peu près équivalents (en montant et, dans une moindre mesure, en timing) à ceux qu'on aurait observés si ces actifs étaient demeurés au bilan de la banque.

Il est déjà arrivé que des estimations de ces cash flows se révèlent erronées, conduisant à d'importantes réévalua-

tions des montants portés au bilan. Dans certains cas où ils représentaient une proportion significative des fonds propres, les révisions à la baisse de ceux-ci (*write-downs*) ont conduit à la faillite de l'entreprise.

En outre, une fois que les gains futurs estimés d'un pool d'actifs ont été enregistrés, les entreprises qui veulent afficher des profits en croissance doivent accélérer leurs émissions d'actifs afin de générer des gains en hausse à l'exercice suivant. Cette «pression à la croissance» engendre des prises de risque plus grandes. Il est donc très important pour les analystes financiers d'avoir connaissance des opérations dans lesquelles les banques sont impliquées, afin de savoir si un transfert de risque a eu lieu, et si oui dans quelle mesure. Ils doivent également comprendre le traitement comptable des gains issus des véhicules de titrisation de titrisation et comment ils se comparent aux cash flows en cours perçus par les véhicules de titrisation. Mais les règles en vigueur en matière de divulgation de l'information ne vont généralement pas dans ce sens...

“Les entreprises qui veulent afficher des profits en croissance doivent accélérer leurs émissions d'actifs afin de générer des gains en hausse à l'exercice suivant.”

ESTIMER LES RISQUES TRANSFÉRÉS

Les premières informations requises pour identifier et comprendre la structure d'une opération initiée par une institution financière concernent : les classes d'actifs ; les différentes structures de parts émises et leur note ; les événements déclenchant l'amortissement anticipé ; les tranches conservées par le cédant ; la nature des *cash flows* que le cédant peut continuer à percevoir.

Une attention toute particulière doit être accordée aux cessions des parts résiduelles (*first-loss tranche*). Souvent, le véritable premier niveau de protection n'est pas un titre mais du cash supplémentaire donné en garantie, apporté par le cédant de la transaction, voire le différentiel de taux d'intérêt (*excess spread*) produit par les actifs en sus de leurs niveaux normaux de pertes de crédit (en particulier dans les classes d'actifs revolving). Les investisseurs en parts subordonnées constituent en général un groupe restreint, et sont parfois les mêmes institutions financières à l'origine d'autres opérations de titrisation de même nature. Les parts subordonnées sont également fréquemment vendues à des conduits émettant du papier commercial (conduits CP), après avoir été préalablement «rehaussées» par le cédant à un plus haut niveau de note, de sorte que le cédant continue de supporter le risque de première perte affectée à cette tranche subordonnée.

COMPRENDRE L'ÉCONOMIE RECHERCHÉE DANS LA STRUCTURE

En second lieu, il convient de comprendre l'économie recherchée dans la structure. En quoi les flux financiers issus des actifs titrisés sont-ils différents de ce qu'ils seraient si les actifs restaient au bilan, en faisant l'hypothèse que les coûts de financement sont les mêmes ? Outre la possibilité d'un enregistrement anticipé des flux de paiements futurs escomptés, il est possible de faire figurer une proportion non négligeable du profit avant impôts du véhicule de titrisation sur une seule ligne du compte de résultat de la banque (revenu de commissions), au lieu d'une ventilation plus pertinente d'un point de vue analytique

entre revenus d'intérêts, autres revenus, charges d'intérêts, provisions pour risques et frais généraux.

LE PRINCIPE DE LA CONSERVATION DU RISQUE

La titrisation ne fait pas disparaître le risque : elle ne fait que le diviser et le redistribuer. Toute la difficulté consiste à déterminer exactement comment se fait cette répartition et qui est porteur du risque en dernier lieu : la banque cédante, les investisseurs, ou les compagnies d'assurance ou les autres garants financiers qui interviennent parfois dans les opérations de titrisation ?

C'est généralement le cédant qui supporte les niveaux de pertes de crédit les plus probables. La présence de parts subordonnées dans les structures de titrisation est la forme la plus évidente de mécanisme de rehaussement de crédit : elles ont pour but de servir de coussins d'absorption des pertes, destinés à préserver les parts les mieux notées de la structure. Ainsi, le cédant qui conserve des parts subordonnées conserve au moins une partie du risque. Les pertes peuvent également être absorbées au moyen d'une réduction des commissions de gestion consenties à la banque cédante. Les pertes peuvent être également supportées par le cash, par le différentiel de taux d'intérêt, ou encore par des comptes de réserve que le cédant a pu constituer. Supports de liquidité peuvent également fonctionner comme des mécanismes d'absorption des pertes dans certaines structures : c'est seulement après épuisement de toutes ces ressources que les pertes sont reportées sur les niveaux successifs de parts subordonnées de la structure.

Les pertes de crédit portées par les parts subordonnées et les garants financiers peuvent ne représenter qu'une faible proportion du total de pertes de crédit potentielles, et n'avoir qu'une très faible probabilité d'occurrence. Dans ce cas, l'émetteur supporte bien la quasi-totalité des pertes de crédit attachées aux actifs, de la même façon que s'ils figureraient toujours au bilan. Standard & Poor's considère qu'il est alors plus simple d'ajouter les actifs au portefeuille de crédit gérés pour calculer les ratios de capital et de profits. ■

“La titrisation ne fait pas disparaître le risque : elle ne fait que le diviser et le redistribuer. Toute la difficulté consiste à déterminer cette répartition.”