

Les effets des travaux du Comité de Bâle II

Les propositions du Comité de Bâle applicables à la titrisation ordinaire et synthétique, affecteront sensiblement l'intérêt financier de ces opérations. Elles poursuivent un but affiché de neutralité de traitement prudentiel et la volonté d'adopter un modèle où les exigences en fonds propres collent au plus près aux risques économiques encourus.

JONATHAN LEWIS
RICHARD PAROLAI
Associés
Clifford Chance

LA TITRISATION EST DE TOUT TEMPS apparue comme une méthode d'optimisation des conditions financières offertes aux sociétés commerciales candidates, cette optimisation passant nécessairement par celle du coût en capital alloué aux engagements souscrits par les banques pour permettre ces opérations, notamment des lignes de liquidité consenties dans le cadre de programmes de billets de trésorerie ou de *commercial paper*. Cette recherche d'optimisation s'est également manifestée de manière particulièrement directe avec le développement des opérations de titrisation dite «synthétique». Les banques françaises et étrangères se sont engouffrées depuis trois ans dans ce marché qui leur offre une économie de fonds propres particulièrement intéressante. Les opérations prennent la forme soit de CLOs placées auprès d'investisseurs, soit la conclusion de CDS (ou dérivés de crédit) selon un *tranching* minutieux en fonction du risque sous-jacent attaché à chaque tranche.

NI FAVORISER, NI DÉCOURAGER LES OPÉRATIONS DE TITRISATION

Dans le cadre de ses travaux, le Comité de Bâle s'est penché de près sur ces opérations. Le groupe titrisation du Comité a ainsi publié en octobre 2001 un

document de travail relatif au traitement prudentiel des opérations de titrisation. Reprenant les grands concepts des travaux du Comité, notamment sur les méthodologies à retenir pour appréhender certains risques, le document de travail décrit la méthodologie basée sur le *rating* interne (méthode dite «IRB») pour les opérations de titrisation ordinaires, et les méthodologies «standards» et «IRB» pour les opérations de titrisation synthétiques. Le présent article a pour objet d'explicitier les méthodologies proposées, d'apprécier leur impact sur certaines opérations de titrisation et de faire état du débat animant les acteurs du marché.

Le document de travail pose les principes généraux suivants : tout d'abord, le souhait de ne pas ni favoriser, ni décourager les opérations de titrisation ; ensuite, l'adoption d'un traitement prudentiel reflétant correctement les risques de crédit attachés aux différentes tranches d'une opération ; enfin, la nécessité de

couvrir ces risques tant par des exigences de fonds propres que la mise en place de mesures opérationnelles appropriées. Il n'en reste pas moins qu'en dépit des principes énoncés, certaines des mesures proposées peuvent avoir pour effet de restreindre le développement du marché de la titrisation.

LA MÉTHODOLOGIE IRB APPLIQUÉE AUX OPÉRATIONS DE TITRISATION ORDINAIRES

A titre liminaire, il convient de noter que le document de travail ne retient pour les opérations de titrisation que la seule méthodologie «*IRB Foundation*» et non une méthodologie IRB dite «avancée», qui n'a pas été validée pour la titrisation à ce jour. La méthodologie IRB introduit, notamment, une échelle de pondération applicable aux titres ABS, le concept de pondération implicite, le traitement des titrisations non notées (formule de supervision), des lignes de liquidité et opérations revolving, que nous examinons ci-après.

La pondération du risque applicable aux titres ABS (titres adossés à des actifs) détenus par les banques est fonction de la notation attribuée par une agence de notation agréée et indépendante (tableau 1). Elle est déterminée par référence à la note à long terme d'un risque *corporate*, présentant une probabilité de défaut et une échéance iden-

Les opérations de titrisation revolving

Pour les opérations de titrisation revolving (de type cartes de crédit), le document de travail prévoit que la banque originatrice alloue le même montant de fonds propres que celui qui prévalait avant la titrisation des actifs en cause. Cette exigence s'applique si l'opération prévoit des clauses d'amortissement anticipé, déclenchées par une détérioration du crédit dudit portefeuille. Ainsi, la banque originatrice n'obtiendrait aucun gain en capital régle-

mentaire en procédant à une telle opération. Cette solution est fort contraignante. Le Comité relève cependant que cette approche est actuellement adoptée par plusieurs banques internationales. Cependant, certains observateurs font remarquer que cette exigence en fonds propres est excessive par rapport à la faible probabilité que l'amortissement anticipé soit déclenché, et que le recours implicite contre une banque originatrice devrait être traité autrement.

tique au titre ABS en cause, multiplié par un facteur d'ajustement. Celui-ci est fixé à 1 pour les titres ABS bénéficiant d'une note d'au moins «A», et augmente progressivement selon que la qualité de crédit diminue, pour atteindre 3 lorsque la notation des titres s'établit à «Ba3». La détention par une banque d'instruments financiers dont la note est inférieure à «Ba3» doit faire l'objet d'une déduction des fonds propres en totalité.

LES OBJECTIONS CONCERNANT LA PONDÉRATION DU RISQUE

L'introduction de ce facteur d'ajustement fait l'objet d'objections importantes de la part des acteurs du marché qui souhaitent aligner, à notation identique, le traitement prudentiel des titres ABS sur celui appliqué au risque *corporate*. Il est en effet soutenu que la notation devrait avoir des conséquences identiques, quelle que soit la nature du titre émis et que l'introduction de ce facteur d'ajustement aurait pour effet de créer une discrimination injustifiée au détriment des titres ABS. Il est proposé soit la suppression pure et simple de ce facteur, soit de réduire substantiellement l'échelle afin de minimiser l'effet de ce facteur sur la pondération du risque crédit à notation identique.

Par ailleurs, l'échelle de pondération proposée retient une réduction importante du taux de pondération des titres ABS bénéficiant d'une notation élevée, par rapport à la pondération de 100 % actuellement en vigueur (ou 50 % pour les titres adossés aux créances hypothécaires). Ceci a pour effet de rendre plus attractifs les investissements dans les tranches seniors (jusqu'à Baa1) pour ceux des établissements de crédit appliquant la méthode IRB. En revanche, l'augmentation du taux de pondération lié à la détention de tranches moins bien notées (notamment en dessous de Baa1), conjuguée avec la relative discrimination due à l'introduction du facteur d'ajustement applicable aux titres ABS, sont susceptibles de réduire la profondeur et la liquidité du marché des tranches mezzanines ou subordonnées et d'augmenter leurs *spreads*.

LE RECOURS À UNE PONDÉRATION IMPLICITE

Le document de travail introduit la notion de pondération implicite (*inferred*) pouvant s'appliquer aux tranches seniors non notées dans certaines conditions. Lorsqu'il existe une tranche subordonnée notée, il est prévu que la pondération applicable à la tranche senior

non notée serait la même que celle retenue pour la tranche subordonnée, dès lors que cette tranche est d'une durée résiduelle au moins équivalente à celle de la tranche senior. Cependant, le recours aux pondérations implicites pourrait être conditionné par l'exigence d'avoir deux agences de notation ayant noté la tranche subordonnée en cause, et l'existence d'au moins deux investisseurs porteurs de cette tranche subordonnée.

LES INVESTISSEMENTS DANS DES OPÉRATIONS DE TITRISATION NON NOTÉES

Lors d'un investissement par une banque dans une opération de titrisation non notée, le montant de fonds propres requis sera calculé dans un premier temps par référence directe aux actifs sous-jacents représentés par les titres émis. Ce calcul se fera selon la méthodologie IRB appliquée par la banque, comme si celle-ci détenait des actifs sous-jacents directement dans son bilan. Le montant de fonds propres alors calculé est le Kirb. Si la banque n'est pas en mesure de faire ce calcul (par manque d'informations, par exemple), l'investissement en cause sera déduit en totalité des fonds propres. Par contre, si le calcul

Les lignes de liquidité

Le document de travail met à nouveau l'accent sur les critères exposés dans le nouvel accord de Bâle auxquels les banques doivent se conformer, afin qu'une ligne de crédit soit traitée comme telle et non comme une technique de rehaussement de crédit. L'approche standard résultant du document consultatif de janvier 2001 proposait que les lignes de liquidité non utilisées soient soumises à un facteur de

conversion de 20 % et à une pondération de 100 % quelle que soit leur maturité. A ce stade, le Comité n'a pas arrêté une méthodologie IRB applicable aux lignes de crédit et différentes approches sont discutées : soit l'utilisation de notations externes ou implicites, soit retenir la formule de supervision ou traiter les lignes de liquidité comme des engagements. Quelle que soit la méthodologie qui sera finalement retenue, le

document de travail écarte d'ores et déjà le maintien du système actuel basé sur une charge de capital réglementaire réduite à zéro pour les lignes de crédit de 364 jours au plus. Par conséquent, il est acquis que le coût des lignes de liquidité augmentera. Ceci sera notamment le cas pour les véhicules de titrisation multi-cédants reposant traditionnellement sur l'utilisation d'une ligne de liquidité de 364 jours, renouvelable de

façon discrétionnaire. Les banques sponsors seront ainsi obligées de refinancer ces véhicules, soit par la mise en œuvre de procédures et de critères qui réduisent le montant des lignes de liquidité requises, soit en ayant recours aux sources de liquidité provenant des intervenants non-bancaires, telles que les sociétés titrisant leurs créances dans le véhicule, soit en sollicitant l'intervention d'assureurs financiers.

du Kirb peut être effectué, alors le besoin en fonds propres sera ajusté par référence à une formule de supervision. Celle-ci s'applique aux opérations de titrisation non revolving, telles que les *mortgage-backed securities* (titres adossés à des créances hypothécaires) et les *collateralised debt obligations* (obligations adossées à des dettes), que la banque en cause soit originatrice ou investisseur. Seuls les établissements de crédit dotés d'une méthodologie IRB peuvent avoir recours à cette formule.

UTILISER LA FORMULE DE SUPERVISION

Pour les tranches subordonnées à concurrence d'un montant égal au Kirb, les banques originatrices devront déduire de leurs fonds propres la totalité des dites positions. Elles devront également déduire toute forme de rehaussement de crédit consentie à la structure, notamment sous forme d'*excess spread*. En revanche, pour les banques investissant dans ces positions, la pondération serait déterminée selon l'échelle de pondération figurant dans le *tableau 1* à la condition que la tranche en cause soit notée.

Les exigences en fonds propres relatives à la détention de tranches excédant le Kirb, que la banque soit investisseur ou originatrice, seront déterminées par la formule de supervision qui est pondérée en fonction, tant du niveau de subordination de la tranche en cause, que de son importance par rapport au montant global de l'opération en question.

Par ailleurs, pour les tranches excédant le Kirb cette formule introduit une prime qui a pour effet d'augmenter le montant de fonds propres requis par un facteur de 0,2. Le document de travail envisage également l'introduction d'un seuil minimum de capital réglementaire (*capital floor*) lors de la détention et l'investissement dans des opérations de titrisation, y compris pour les risques de très bonne qualité.

UN ÉLÉMENT DISSUASIF AU DÉTRIMENT DE LA TITRISATION ?

Ces aspects particuliers de la formule de supervision ont été critiqués en ce qu'ils ne respectent pas le principe de neutralité entre la détention directe des actifs à son bilan et l'investissement desdits titres adossés à ces actifs, et intro-

Echelle de pondération applicable aux titres ABS

Notation long terme (Moody's)	Probabilité de défaut présumée à 1 an (%)	Pondération des risques «corporate» (perte en cas de défaut retenue : 50 %)*	Facteur d'ajustement applicable aux titres ABS	Pondération des risques ABS
Aaa	0.03	14 %	1.0	14 %
Aa	0.03	14 %	1.0	14 %
A	0.05	19 %	1.0	19 %
Baa1	0.15	37.7 %	1.2	45 %
Baa2	0.25	52 %	1.4	73 %
Baa3	0.40	70 %	1.7	119 %
Ba1	0.70	100 %	2.0	200 %
Ba2	1.00	125 %	2.5	313 %
Ba3	1.70	174 %	3.0	522 %

Les positions non notées et les positions notées en dessous Ba3 doivent être déduites des fonds propres.

* Les risques «corporate» sont présumés avoir une maturité de 3 ans.

duisent en fait un élément dissuasif au détriment de la titrisation. Ceci est vrai en particulier avec l'introduction de ce facteur de prime applicable aux positions excédant Kirb et l'exigence d'un seuil minimum de capital réglementaire qui semble être fondé sur l'existence d'un risque résiduel attaché aux opérations de titrisation. Enfin, la différence de traitement prudentiel d'une tranche inférieure au montant du Kirb pour une banque originatrice (déduction de fonds propres) et une banque investisseur (pondération si ladite tranche est notée) pourrait donner lieu à une distorsion préjudiciable au marché, qui ne trouve aucune justification dans une différence de risque économique.

LA POSITION DU COMITÉ DE BÂLE SUR LA TITRISATION SYNTHÉTIQUE

Le document de travail note, comme si c'était en soi critiquable, que la mise en œuvre des opérations de titrisation synthétiques est plus simple, rapide et économique que les opérations de titrisation classiques (avantages bien compris des banques originatrices). Par ailleurs, il observe que certaines de ces opérations ont pour objectif un arbitrage de leur position en termes de capital réglementaire. Dans ce contexte, il faut noter que le nouvel Accord de Bâle, qui réduit le niveau de pondération du risque *corporate* de haute qualité, aura pour effet de réduire l'économie en fonds propres des opérations synthétiques dont le risque du portefeuille sous-jacent est faible. Le Comité a clairement souhaité endiguer

“Le nouvel accord de Bâle aura pour effet de réduire l'économie en fonds propres des opérations synthétiques dont le risque du portefeuille sous-jacent est faible.”

les opérations synthétiques motivées exclusivement par une volonté d'arbitrage de capital réglementaire en imposant certaines contraintes.

DE NOUVELLES CONTRAINTES

A titre d'exemple, les propositions suivantes sont faites.

Les banques adoptant l'approche standard seront obligées d'acheter un dérivé de crédit en vue de minorer le montant de fonds propres requis pour leurs positions «super seniors» non notées. Ceci entraîne un surcoût lié à la nécessité de couvrir un risque de crédit qui est économiquement souvent moins risqué qu'une tranche plus junior notée «AAA».

Les banques adoptant l'approche IRB pourront retenir une pondération implicite ou la formule de supervision pour les tranches «super seniors» même si elles ne sont pas couvertes par un contrat de couverture. Cependant, cette approche s'avère plus stricte que l'approche actuelle du Federal Reserve Board américain qui retient une pondération de 0% pour certaines positions «super seniors». Par conséquent, l'ISDA a suggéré que le Comité de Bâle retienne pour les tranches «super seniors» en cause, soit une pondération de 0%, soit un facteur de conversion risque de crédit fixé à 5%.

Afin de minorer les exigences de fonds propres pour la banque originatrice, les tranches mezzanines devront être notées par un minimum de deux agences de notation agréées, et placées auprès d'au moins deux investisseurs. L'intervention de deux agences de notation aura inévitablement un impact sur les coûts de ces opérations. L'exigence de deux contreparties aura en particulier un impact sur les opérations synthétiques réalisées par plusieurs établissements bancaires de la place sous forme de dérivés de crédit bilatéraux. Une opinion juridique devra également être émise afin de confirmer la validité du transfert de risque effectué par la documentation. Cette exigence aura également un impact sur les coûts.

Enfin, la structure et la documentation des opérations de titrisation synthé-

tiques ont des implications significatives : la protection de crédit achetée doit être irrévocable, inconditionnelle, explicite et directe ; la banque originatrice ne prend à sa charge aucun risque de crédit (par exemple, les clauses d'amortissement anticipé lié à la performance de portefeuille seront prohibées) ; il est interdit de substituer des actifs de référence en vue de maintenir la qualité de crédit du portefeuille.

UNE VOLONTÉ AFFICHÉE DE NEUTRALITÉ DE TRAITEMENT PRUDENTIEL

Les propositions générales modifiant l'Accord de Bâle combinées aux propositions spécifiques relatives au traitement du capital réglementaire applicable aux opérations de titrisation ordinaires et synthétiques, affecteront sensiblement l'intérêt financier de telles opérations et auront un impact certain sur la structuration de ces opérations dans le futur.

Les propositions actuelles trahissent le but affiché de neutralité de traitement prudentiel et la volonté d'adopter un modèle où les exigences en fonds propres collent au plus près aux risques économiques encourus. Conscient des enjeux, le Comité de Bâle a annoncé le 13 décembre 2001 que la publication du prochain document de consultation sera repoussé afin de parfaire certaines études quantitatives sur l'impact des différentes approches proposées. De plus, sans attendre l'issue de ces consultations et débats, la Commission bancaire, à l'occasion de l'actualisation au 1^{er} janvier 2002 de la notice relative aux modalités de calcul du ratio international de solvabilité, a unifié le traitement applicable aux établissements de crédit qui gardent ou qui assument des risques de crédit sur les actifs sous jacents à des opérations de titrisation. A cet égard, le montant de fonds propres exigibles sera fondé exclusivement sur le niveau de risque pris, indépendamment de la qualité de banque originatrice ou investisseur de l'établissement de crédit en cause dans l'opération. Nul doute que cette prise de position officielle d'une autorité de tutelle, alors que le débat reste très animé autour de ces sujets, est suivie avec grand intérêt par l'ensemble de la communauté financière concernée. ■

“Les propositions actuelles trahissent la volonté d'adopter un modèle où les exigences en fonds propres collent au plus près aux risques économiques encourus.”

