



# LA TITRISATION ET LE SYSTÈME FINANCIER

SYLVIE MATHERAT  
PHILIPPE TROUSSARD\*

**L**a titrisation, qui permet de transformer des actifs financiers en titres négociables et donc liquides, peut être considérée comme un produit dérivé de la désintermédiation. En effet, celle-ci, en supprimant les barrières entre marchés et en libéralisant leur accès, a également modifié le rôle des intermédiaires financiers qui, de passages obligés entre prêteurs et emprunteurs, sont devenus des intervenants parmi d'autres. Cette évolution les a progressivement conduit à se spécialiser et à mieux segmenter leurs activités afin de maintenir leurs positions en se préservant des niches à forte valeur ajoutée.

De fait, de « transformateur d'échéances et de risques », la titrisation a pu conduire certains intermédiaires financiers, dans les pays où ce procédé s'est beaucoup développé, comme aux États-Unis, à se spécialiser dans la sélection de la clientèle et l'octroi des encours, quitte à laisser à d'autres intervenants, arrangeurs, banquiers d'affaires, agences de notation, investisseurs... le soin d'analyser, de rehausser, le cas échéant, et de gérer les risques et les financements.

Le rôle du banquier au sein du processus financier évolue donc, de même que les risques qu'il encourt. Ces évolutions doivent être mesurées afin de permettre aux autorités réglementaires et prudentielles d'accompagner ce mouvement de désintermédiation tout en continuant d'assurer la protection des déposants et du système financier dans son ensemble.

## *TITRISATION ET DÉSINTERMÉDIATION : QUEL RÔLE POUR LES INTERVENANTS FINANCIERS ?*

Le développement de la titrisation a suivi le mouvement général de désintermédiation qui a affecté, à partir du milieu des années 1970 aux États-Unis et de la fin des années 1980 en Europe, les marchés financiers.

\* Respectivement Chef du service des Études bancaires, et Service des Affaires internationales, direction de la Surveillance générale du système bancaire, secrétariat général de la Commission bancaire.

Les conséquences de ce mouvement se sont traduites par une modification du rôle des intermédiaires financiers.

*La titrisation a connu un essor rapide aux États-Unis,  
moindre en Europe*

La possibilité pour les établissements financiers de négocier leur bilan en transformant, pour schématiser, des prêts ou des créances immobilières en titres cessibles sur un marché, et d'obtenir de ce fait des financements alternatifs aux emprunts traditionnels, a connu un essor considérable aux États-Unis.

Ce mouvement, initié au milieu des années 1970, a d'abord concerné des créances hypothécaires et a été facilité par l'octroi de garanties d'État sur ces portefeuilles qui ont permis le placement de ces titres auprès d'investisseurs ainsi sécurisés quant à leur risque final. On estime généralement que ces encours représentatifs de créances hypothécaires représentaient déjà un montant de plus de 600 milliards de dollars au milieu des années 1980<sup>1</sup>.

Après les créances hypothécaires, suivirent les crédits automobiles et surtout, à partir de la deuxième moitié des années 1980, les encours de cartes de crédit, qui ont rapidement représenté un gisement de grande ampleur.

En Europe, le démarrage de la titrisation a été plus lent. Cette lenteur relative est imputable à plusieurs facteurs, dont le principal est vraisemblablement, comparé aux États-Unis, la moindre maturité et la moindre profondeur des marchés financiers qui limitent, de fait, le nombre d'investisseurs potentiels. En outre, en dépit de l'unification européenne, les marchés sont restés cloisonnés avec, encore, des réglementations différentes et, jusqu'à récemment, des risques de taux différents.

Comme aux États-Unis, cette technique s'appliquait, théoriquement, aussi bien aux actifs bancaires qu'aux créances commerciales (les « portefeuilles clients ») des grandes entreprises. Néanmoins, dans certains pays comme la France, la réglementation a initialement limité l'utilisation de la titrisation aux créances bancaires. De fait, en France, l'intégration de ce mécanisme dans le processus réglementaire a été progressive. La première loi date, en effet, de 1988 et n'autorisait la titrisation que pour les établissements de crédit sur des créances d'une durée supérieure à deux ans, au moyen d'un véhicule particulier : le fonds commun de créances. Bien que cette réglementation ait été modifiée à plusieurs reprises pour tenir compte de l'évolution du marché et de la structure des produits (1993 : suppression de la durée minimale des créances, possibilités de rechargement... ; 1996 : possibilité pour les fonds communs de créances de réémettre des parts ; 1998 : ouverture de cette technique aux entreprises, titrisation de créances futures...), le

développement de la titrisation par le biais des fonds communs de créances a été assez lent comme le montre le tableau ci-dessous.

**Tableau n°1**  
**Statistiques relatives aux fonds communs de créances**

	1995	1996	1997	1998	1999
Nombre de fonds agréés	28	24	18	8	5
Nombre de fonds lancés	27	25	17	10	5
Nombre de fonds existant au 31/12	99	99	101	102	94
Nombre de fonds arrivés à échéance	19	25	15	9	13 *
* Dont 3 fonds liquidés par anticipation.					

Source et réalisation : Banque de France

**Tableau n°2**  
**Émissions de parts de fonds communs de créances**  
**(en millions d'euros)**

	Montant annuel des parts émises	Montants cumulés depuis l'origine	Encours des parts de FCC
1989	103	103	103
1990	745	848	695
1991	1 734	2 582	2 248
1992	2 225	4 807	4 024
1993	2 719	7 526	5 672
1994	2 956	10 482	6 652
1995	2 620	13 102	7 264
1996	8 958	22 060	13 387
1997	9 241	31 301	19 723
1998	4 672	35 973	20 646
1999	3 978	39 951	*
*Donnée non disponible.			

Source et réalisation : Banque de France

Surtout, ces montants ne reflètent pas totalement la réalité du marché, dans la mesure où beaucoup d'opérations ont été réalisées en dehors de ce cadre légal et réglementaire pour titriser, avant que la loi française ne reconnaisse cette possibilité, des créances commerciales, supports qui, aux États-Unis par exemple, représentent une part significative des opérations. En effet, ces dernières permettent aux entreprises de « marchéiser » leur portefeuille client et d'obtenir ainsi une trésorerie complémentaire.

*Les intermédiaires financiers trouvent dans cette technique des motivations diverses*

Conçue majoritairement aux États-Unis comme une technique de financement alternative et peu coûteuse en offrant aux investisseurs les avantages attachés aux financements structurés, la titrisation a d'abord été vue, en Europe et en France, comme une technique d'allègement de bilan pour les établissements cédants.

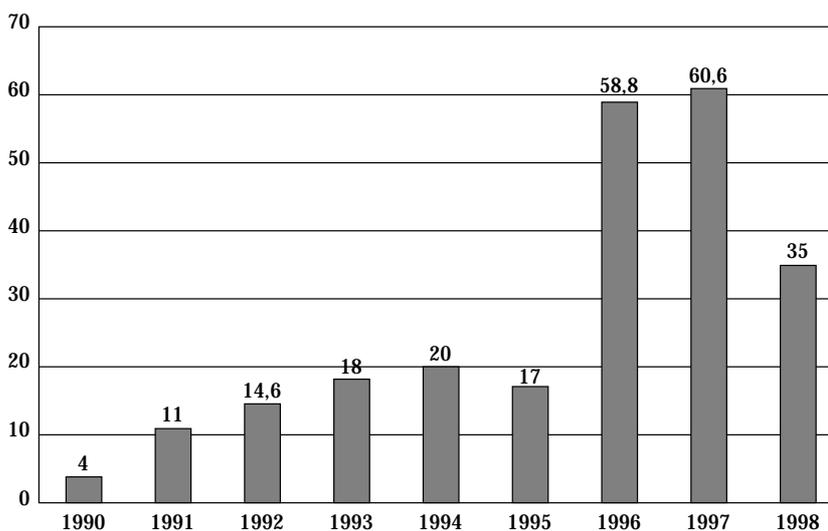
*Un allègement des bilans bancaires*

Dans la mesure où les années 1990 ont été caractérisées par le développement des exigences des autorités prudentielles mais aussi des marchés, des agences de notation et des investisseurs en matière de fonds propres (application du ratio dit « Cooke » à partir de 1988, date également de la première loi sur la titrisation), beaucoup d'établissements financiers ont utilisé cette technique pour céder des actifs coûteux en fonds propres.

La première motivation des établissements français a donc été un souci d'économie de fonds propres comme en témoigne l'évolution des chiffres ci-dessous, portant majoritairement sur des encours pondérés à 100 %.

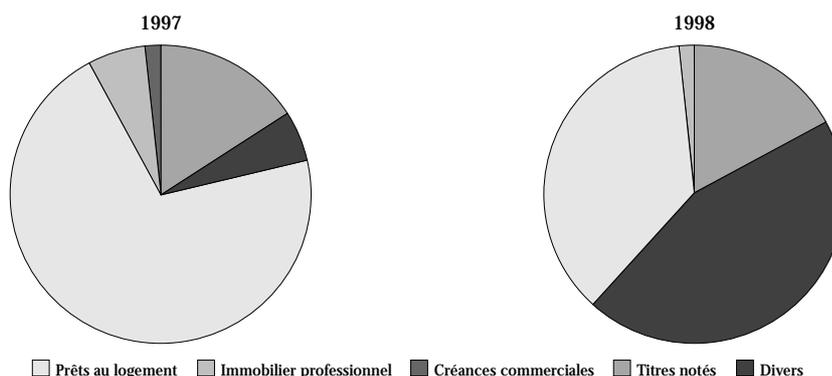
4

**Graphique n°1**  
**Encours des émissions publiques en France**  
**depuis la création des fonds communs de créances**  
**(en milliards de francs)**



Source : Moody's

**Graphique n°2**  
**Répartition par type d'actifs titrisés des opérations en France**  
**notées par Standard & Poor's en 1997 et 1998**



#### *Une modalité de financement avantageuse*

Les cédants peuvent également trouver dans l'utilisation de cette technique une modalité de financement susceptible, dans certains cas, de devenir récurrente. Elle modifie ainsi le rôle des intermédiaires financiers qui se spécialisent dans la sélection initiale des créances et, éventuellement, la gestion des risques<sup>2</sup>, mais laissent à d'autres intervenants (rehausseurs, banquiers d'affaires, investisseurs...) le soin de supporter les risques, notamment de crédit. Ce procédé semble être arrivé à un stade de maturité élevé aux États-Unis où certains types de créances ne font que « traverser » les bilans bancaires ; elles sont, en effet, dès leur octroi par l'établissement financier, immédiatement cédées à des véhicules qui structurent des émissions *ad hoc*. Dans ce pays, le marché du court terme (*commercial paper*) est particulièrement sollicité pour sa liquidité et son faible coût par le biais de véhicules le plus souvent multicédants (*conduit*).

En cédant des portefeuilles de créances, les établissements financiers peuvent ainsi avoir accès à des ressources moins coûteuses que s'ils effectuaient, eux-mêmes, un emprunt direct sur le marché dans la mesure où les émissions bénéficient généralement d'une notation supérieure à celle de l'établissement cédant. Dans le processus de titrisation, en effet, les investisseurs achètent non pas un risque sur l'émetteur dans sa globalité, mais des titres directement adossés à des portefeuilles de créances identifiées, sélectionnées, analysées en termes de risques et protégées contre la survenance de ceux-ci par des moyens divers et adaptés à la notation recherchée (rehaussement de crédit par le biais de *monoline* ou assureurs spécialisés, émissions de parts spécifiques



ou subordonnées supportant donc les premiers risques de défaut et offrant, par conséquent, une rémunération plus élevée aux investisseurs, émission de tranches de risques différenciées par la priorité des paiements en cas de défaut...).

Les premières utilisations de la titrisation comme moyen de financement ont été le fait, en France, d'émetteurs spécialisés dans le crédit à la consommation, encours qui, avec les cartes de crédit, se prêtent particulièrement bien à ces opérations. En effet, la structuration et la notation de ce type d'opérations sont facilitées par l'existence de portefeuilles de créances homogènes et bénéficiant d'un historique assez détaillé.

#### *Une source de commissions pour les arrangeurs*

Les établissements financiers peuvent jouer différents rôles dans le processus de titrisation. Si les motivations d'allègement de bilan et de financement appartiennent aux cédants, certains établissements (*investment bankers* ou « banquiers d'affaires ») se sont spécialisés dans le montage de ces opérations. Bien que le marché des « arrangeurs » soit majoritairement dominé par des établissements anglo-saxons, certains établissements européens ont développé un savoir-faire reconnu en la matière. Ces montages, rémunérés par des commissions souvent liées au montant des émissions effectuées, consistent à sélectionner et analyser le portefeuille de créances du cédant, notamment en ce qui concerne les historiques de risques (*static pool analysis*) et de remboursements, ainsi qu'à adapter le portefeuille au type d'émission souhaitée en mettant en place les protections adaptées contre le risque de crédit (rehaussement, parts spécifiques, *cf supra*), le risque de taux ou le risque de liquidité. Les premières opérations européennes ont consisté à transférer une partie des risques, notamment de remboursements anticipés, sur les investisseurs ; ces opérations se sont progressivement orientées vers des émissions *in fine* assimilables à des obligations (plus intéressantes en termes de prix mais plus compliquées à structurer pour les arrangeurs). Enfin, l'arrangeur présente éventuellement, en cas d'opérations notées, le dossier aux agences de notation.

#### *Un placement pour les investisseurs*

Les intermédiaires financiers peuvent également intervenir sur ce marché comme investisseurs. Ils bénéficient de toutes les caractéristiques attachées à ces produits structurés. En particulier, la rémunération offerte sur ces produits est souvent supérieure, à niveau de notation et donc de risque égal, aux émissions directes. En effet, beaucoup d'émissions de titrisation, même notées AAA, présentent encore une rémunération très attractive en dépit d'un risque extrêmement faible. Cette caractéristique des produits structurés s'explique vraisemblablement en Europe par un marché encore peu mature.

Les rôles des intermédiaires financiers dans la titrisation sont donc diversifiés ; par ailleurs, le développement de cette technique a également conduit à davantage segmenter les différentes étapes du processus d'octroi de crédit.

Cela étant, comme toute technique financière, elle n'est pas exempte de risques qui doivent être correctement analysés et pris en compte dans les réglementations comptables et prudentielles.

*TITRISATION ET RISQUES :  
QUELLES CONSÉQUENCES POUR LES INTERVENANTS ?*

Comme toute technique de gestion active du bilan, qui par nature ne fait pas disparaître les risques mais les transfère, la titrisation redessine les contours des risques et le périmètre des porteurs de risques : la banque cédante porte des risques résiduels classiques de crédit à travers des garanties éventuellement accordées, mais aussi des risques « diffus » plus délicats à évaluer ; en tant qu'investisseurs, les banques portent des risques de crédit ; enfin, on ne peut exclure que le système bancaire et financier dans son ensemble supporte des risques « collatéraux » diffus.

*La banque cédante conserve un certain nombre de risques*

*Des risques de crédit*

Bien que la titrisation permette à une banque de céder des engagements qui figurent à son bilan, voire à son hors-bilan, et donc de diminuer son risque de crédit, elle continue généralement de supporter des risques de cette nature au titre des différentes formes de garanties qu'elle apporte au véhicule de titrisation, nécessaires pour que les parts émises sur le marché obtiennent une notation satisfaisante.

En général, ces garanties prennent les formes suivantes :

- *la souscription de parts subordonnées*, qui absorbent en priorité les pertes constatées sur les créances. La moyenne générale des opérations examinées par le Secrétariat général de la Commission bancaire révèle des parts subordonnées ou spécifiques d'un montant de 2 % à 4 % du montant des créances transférées ;
- *un surdimensionnement*, obtenu par différence entre le nominal cédé et le flux payé (par exemple, la banque cède des créances d'un nominal de 100 et ne perçoit que 98 de la structure de titrisation ; le surdimensionnement est alors de 2). Il est destiné à absorber les pertes sur les créances cédées ;
- *une réserve de liquidité*, constituée initialement par le cédant au profit du fonds, puis généralement alimentée progressivement par la différence des flux créditeurs et débiteurs ;
- *des paiements anticipés techniques, avances de liquidité ou avances*



*techniques*, qui obligent l'établissement cédant à fournir la liquidité au fonds en cas de difficultés momentanées de trésorerie. S'ils ne sont pas, en théorie, constitutifs d'un rehaussement de crédit, dans les faits, en cas de défauts de paiements importants, ils supportent le risque de non-recouvrement ;

- *des parts séquentielles*, qui s'amortissent chronologiquement. S'il est clair que les parts longues ne concentrent pas le risque, il existe *de facto* un décalage dans le temps puisqu'elles supportent les risques de défaut après l'amortissement des premières parts ;

- *des parts subordonnées « intermédiaires »*, le véhicule de titrisation émettant sur le marché la plupart du temps plusieurs tranches de titres, subordonnées entre elles<sup>3</sup>, et faisant l'objet d'une notation externe.

#### *Des risques diffus (« floppy risks »)*

D'autres risques, tenant aux liens plus ou moins explicites que maintient la banque cédante avec le véhicule de titrisation, existent. Ils sont diffus, au sens où leur quantification est délicate, soit parce que les outils actuels de mesure ne sont pas assez développés, soit parce que ces risques sont principalement de nature qualitative, soit parce que leur prise en compte réglementaire n'est pas encore adéquate. Ces risques, qu'on peut qualifier de « frictionnels », tiennent souvent à l'éclatement des fonctions entre plusieurs intervenants et à une dilution des responsabilités. Il s'agit par exemple :

- *des risques opérationnels*: lorsque la banque cédante continue à gérer les créances cédées pour le compte du fonds et que des insuffisances ou des erreurs de gestion apparaissent ;

- *du risque de réputation* : il s'agit du risque que la banque cédante, appréhendant une détérioration de son image liée au sort du véhicule de titrisation et des titres émis, intervienne, même en dehors de toute obligation contractuelle (garantie implicite), pour soutenir le véhicule. Pour ce faire, elle peut, par exemple, acheter les titres aux investisseurs ou céder de nouveaux actifs (rechargement) de bonne qualité au véhicule qui viendraient compenser une détérioration de la qualité des actifs initialement cédés ;

- *d'un risque d'illiquidité* : ce risque est présent surtout dans la titrisation de crédit permanent parce que certaines clauses peuvent rapidement obliger la banque cédante à financer elle-même des engagements de hors-bilan qu'elle escomptait financer via le véhicule de titrisation. Ce risque doit toutefois pouvoir être mesuré et contrôlé par la banque ;

- *des risques liés aux actifs restant dans la banque* : le profil de risque est susceptible d'être fortement affecté si les montants titrisés sont importants relativement au total de bilan de la banque. En effet, si la



titrisation peut permettre, via la cession des actifs les moins rentables parce que les moins risqués, d'accroître la rentabilité du capital, le prix en est un accroissement du risque moyen du bilan. Ce risque n'apparaît généralement pas dans les établissements qui considèrent la titrisation comme un moyen de financement récurrent. En effet, si le cédant veut utiliser fréquemment ce procédé, il doit veiller à l'équilibre et à la qualité de son bilan afin de se ménager la possibilité de procéder à des cessions ultérieures. Il appartient néanmoins aux autorités prudentielles de veiller à ce que la titrisation ne se traduise pas par une diminution de la qualité des actifs gérés par le système bancaire.

*La banque investisseur doit également faire face  
à des risques significatifs*

Pour les banques qui interviennent en tant qu'investisseurs, la titrisation présente l'intérêt de permettre une plus grande diversification des risques et procure généralement une rémunération intéressante du risque de crédit. Cet écart de rémunération entre des émissions simples et des émissions structurées reflète certes une moindre maturité du marché pour ces produits (cf supra), mais aussi l'existence de risques pour l'investisseur.

En effet, celui-ci ne connaît pas de façon formelle les crédits sous-jacents. Certes, la pratique de la notation externe lui permet de savoir comment ils se répartissent géographiquement, sectoriellement, par nature d'actifs, éventuellement comment ils se sont comportés historiquement, mais sans toutefois qu'ils soient identifiables exactement.

De plus, le niveau de risque de l'investisseur ne dépend pas uniquement des crédits sous-jacents, mais aussi des différentes parties jouant un rôle au premier rang desquelles l'établissement rehausseur de crédit. La conjonction et la corrélation des risques n'est pas aisément appréciable.

De surcroît, les investisseurs peuvent en fait créer des expositions élevées (grands risques) via leurs investissements dans plusieurs structures de titrisation qui peuvent venir s'ajouter à leurs propres engagements directs sur des contreparties, sans qu'ils soient en mesure d'en avoir connaissance.

*Enfin, l'exposition globale du système bancaire  
et financier doit être examinée tout comme  
la stabilité financière d'ensemble*

La titrisation peut constituer un moyen efficace de redistribuer entre banques ou à des investisseurs non bancaires des risques et de mieux les gérer. Dans le même temps, au-delà des risques au niveau individuel, évoqués plus haut, qu'elle génère, il peut exister des risques



globaux auxquels l'autorité prudentielle, notamment, doit se montrer attentive.

*La titrisation est susceptible de conduire à une diminution de l'exigence globale en fonds propres alors même que le niveau de risque pour le système bancaire resterait inchangé.* En effet, les titres émis par les véhicules de titrisation peuvent être, en fonction de l'intention de négociation et sous conditions strictes de liquidité, inclus dans le portefeuille de négociation des établissements bancaires pour lequel l'exigence en fonds propres est moindre que pour le portefeuille bancaire.

Si cette moindre exigence est justifiée par des raisons de liquidité et de valorisation constante des positions, il n'en demeure pas moins que, de fait, l'effet de levier du système en est accru, source d'élévation du niveau de risque global.

A cet égard, l'évaluation isolée des risques de crédit, de marché et de liquidité, en laissant de côté les corrélations négatives mais aussi positives, entre eux, peut ne pas rendre compte de la réalité des risques encourus.

*La titrisation peut provoquer une diminution du risque pour le secteur bancaire au prix d'une accentuation du risque pour le secteur financier non bancaire.*

En effet, une large palette d'investisseurs est susceptible de souscrire des parts (compagnies d'assurance, fonds d'investissements...) conduisant à une diminution du risque global porté par le secteur bancaire, partiellement reporté sur les investisseurs finaux.

Il convient donc de veiller, par des moyens adaptés, à ce que la sécurité globale du secteur financier ne soit pas menacée.

Ces dernières années, les évolutions des techniques de marché ont d'ailleurs été accompagnées par un renforcement de la stabilité financière grâce, notamment, au développement de la concertation et des échanges d'informations entre les différentes autorités concernées.

*Même si une partie du risque quitte le secteur bancaire, ce dernier conserve un risque à l'occurrence très réduite mais d'ampleur potentiellement élevée, à travers son rôle de prêteur en cas de crise sur les marchés.*

A ce titre, on soulignera ici le cas des structurations dans lesquelles les parts à moyen/long terme émises par des véhicules de titrisation sont souscrites par des véhicules *ad hoc* qui eux-mêmes se refinancent sur le marché par émission de titres à court terme.

La capacité de ces derniers véhicules à recevoir une notation satisfaisante, condition nécessaire pour émettre sur les marchés, repose sur l'apport d'engagements de hors-bilan sous forme de lignes de liquidité par le secteur bancaire qui visent à faire face à une interruption de la possibilité d'émettre sur les marchés dont l'origine proviendrait principalement du risque d'illiquidité des marchés.

### *TITRISATION ET RÉGLEMENTATION : QUELLE DÉMARCHE ADOPTER ?*

Aujourd'hui, la réglementation prudentielle concerne majoritairement le traitement des risques résiduels liés à la titrisation. Les réflexions en cours au sein du Comité de Bâle visent à une meilleure appréhension de la globalité des risques, de leur juste mesure et de leur couverture adéquate en fonds propres.

*Le traitement prudentiel actuel est fondé sur les risques résiduels*

#### *La réalité de l'opération*

La première préoccupation de la Commission bancaire est de s'assurer que l'établissement est fondé à sortir effectivement les créances de son bilan. La réalité de la titrisation doit être vérifiée, notamment au regard de la définition que le règlement n° 93-06 du Comité de la réglementation bancaire donne des titrisations auxquelles ses dispositions s'appliquent<sup>4</sup>. Si tel est le cas, la titrisation est comptabilisée conformément à l'article 2 de ce règlement.

Dans tous les cas, pour bénéficier de la déconsolidation des actifs titrisés, la banque cédante ne doit pas exercer un pouvoir de contrôle sur la structure dans son seul intérêt, conformément aux dispositions du paragraphe 10052 de la nouvelle méthodologie des comptes consolidés (annexe au règlement du Comité de la réglementation comptable n° 99-07) applicable aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2000.

Deux configurations sont à distinguer. Si le cadre juridique français du fonds commun de créances (FCC), dédié exclusivement à la titrisation, donne une grande sécurité à l'opération, il n'en va pas de même des montages recourant à des structures de droit étranger, qui utilisent des modalités variées de cession des créances. Pour apprécier la réalité de la titrisation, le Secrétariat général de la Commission bancaire se fonde, notamment, sur des opinions juridiques.

#### *Le traitement des risques de crédit supportés par la banque cédante*

La préférence du Secrétariat général de la Commission bancaire va à toute forme de cession assurant le transfert total des droits et des obligations vers le véhicule de titrisation (*clean break*). Dans les faits, des liens sont souvent maintenus, en particulier à travers différentes formes de garantie apportées par la banque cédante. Le traitement prudentiel se traduit alors par la substitution d'une exigence en fonds propres sur les garanties apportées à l'exigence antérieure sur les créances titrisées.

Le traitement actuel en solvabilité est fondé sur une exigence en fonds propres adaptée aux risques résiduels conservés par la banque cédante.

Il vise à éviter qu'une banque ne puisse céder des créances tout en conservant de fait tout ou partie du risque à travers les garanties apportées. Il est fixé par le règlement n° 90-02 du Comité de la réglementation bancaire en son article 6 bis 5 introduit par le règlement 93-07 et par la jurisprudence du Secrétariat général de la Commission bancaire (*Bulletins de la Commission bancaire* n° 11 et n° 13). De manière générale, les garanties accordées, quelles que soient leurs formes, parts subordonnées, surdimensionnement, réserve de liquidité, paiements anticipés techniques, avances de liquidité ou avances techniques (à hauteur de l'excédent des parts subordonnées ou des garanties équivalentes), parts séquentielles sous certaines conditions, doivent être déduites des fonds propres prudentiels.

Dans la plupart des titrisations effectuées jusqu'à présent, les banques cédantes ne conservent que les parts les plus subordonnées. Toutefois, de plus en plus, elles conservent aussi d'autres parts, voire rachètent des parts ordinaires. Le Secrétariat général de la Commission bancaire peut tenir compte de la notation de ces parts.

En tout état de cause, l'exigence en fonds propres est réglementairement plafonnée à 8 % des risques pondérés cédés.

#### *Le traitement des risques diffus supportés par la banque cédante*

Les risques diffus existent certes en dehors même de toute titrisation. Mais, comme du fait de celle-ci, la banque n'est plus soumise à une exigence de fonds propres pour couvrir son risque de crédit sur les créances cédées, qui, de fait, couvre aussi d'autres formes de risques, ils doivent faire l'objet, si possible, d'une évaluation de la part de la banque elle-même et aussi de l'autorité prudentielle.

Toutefois, une appréciation purement quantitative du risque est insuffisante et une exigence à due concurrence n'est pas nécessairement adaptée aux risques liés, en particulier, aux risques opérationnels, en l'état de la réglementation, et au profil de risque de la banque. Toute clause qui laisserait supposer que la banque cédante pourrait soutenir le véhicule même sans l'y obliger - par exemple, une option de rachat des titres - doit donc faire l'objet d'une attention particulière.

Le superviseur bancaire prendra en considération, dans l'évaluation du profil de risque d'un établissement, un indicateur, même fruste, rapportant par exemple le montant des encours titrisés en vie au total de bilan de la banque.

#### *Le traitement des risques supportés par les banques investisseurs*

Pour la banque investisseur, le traitement prudentiel des parts émises par un véhicule de titrisation est celui applicable à tout autre titre.

Le traitement des parts ordinaires dépend du classement des titres en « portefeuille bancaire » (défini négativement comme tous les éléments



d'actifs et de hors-bilan non inclus dans le portefeuille de négociation) ou en portefeuille de négociation.

Les parts ordinaires classées en portefeuille bancaire sont pondérées à 100 %, comme toute créance sur une contrepartie non éligible. Toutefois, une pondération préférentielle peut être appliquée. Elle dépend du statut du véhicule de titrisation.

Si le véhicule de titrisation est un FCC, du fait que le FCC est une structure juridique dédiée exclusivement à la titrisation et qu'elle offre un cadre juridique hautement protecteur pour les investisseurs, le principe de transparence peut être appliqué aux parts ordinaires à condition que l'établissement investisseur soit en mesure de justifier de la composition des actifs du FCC. La pondération est alors fonction de la pondération applicable aux actifs sous-jacents.

Si le véhicule n'est pas un FCC mais un véhicule *ad hoc* de droit étranger, une pondération par transparence peut être accordée par le Secrétariat général de la Commission bancaire, sous les conditions suivantes :

- les investisseurs ont un droit de recours direct sur l'actif support pouvant être considéré comme offrant une garantie équivalente à un nantissement ;
- les titres sont entièrement garantis par un portefeuille d'actifs éligibles (créances sur des États et des banques centrales du groupe OCDE (0 %), les Communautés européennes (0 %), des banques multilatérales de développement (20 %), des administrations régionales ou locales des pays du groupe OCDE (20 %)). En particulier, si plusieurs tranches sont émises, chaque tranche doit faire l'objet d'un adossement parfait à un collatéral distinct. Les clauses spécifiques à chaque émission garantissent aux investisseurs un recours direct sur l'actif support.

La pondération de ces titres logés dans le portefeuille de négociation est, quant à elle, fonction de la notation, sous condition de liquidité, conformément à l'article 7.3 du règlement n° 95-02.

*Ce traitement prudentiel fait l'objet d'un réexamen dans le cadre de la réforme du ratio de solvabilité*

Dans le cadre de la réforme du ratio de solvabilité entreprise par le Comité de Bâle deux aspects en matière de titrisation sont particulièrement examinés : l'incitation donnée à l'arbitrage réglementaire entre le portefeuille bancaire et le portefeuille de négociation et un certain manque de cohérence, un même niveau de risque économique pouvant donner lieu à des exigences réglementaires en fonds propres différentes selon le type de transaction retenu par la banque.

Si les risques liés à la titrisation ne sont pas nouveaux, ils sont moins évidents et plus complexes que ceux rencontrés dans l'activité tradition-

nelle de prêts. Prudentiellement, une exigence en fonds propres n'est peut-être pas le seul moyen de couvrir ces risques. Aussi un certain nombre d'exigences opérationnelles pourraient à l'avenir être exigées.

La réforme en cours du ratio de solvabilité est fondée sur trois piliers - une exigence minimale en fonds propres, un processus individualisé d'exigence prudentielle de solvabilité, le renforcement de la discipline de marché - et trouve en particulier son application pour les opérations de titrisation.

*Au titre du pilier 1*, la pondération des titres émis par les véhicules de titrisation logés dans le portefeuille bancaire pourrait mieux tenir compte du niveau de risque grâce au recours aux notations externes. Les pondérations actuellement envisagées sont les suivantes :

**Tableau n°3**  
**Pondérations envisagées**

AAA à AA	A+ à A-	BBB+ à BBB-	BB+ à BB-	B+ et au-delà, absence de notation
20 %	50 %	100 %	150 %	Déduction des fonds propres

14

Par ailleurs, en cas de titrisation de crédit permanent, quand des clauses d'amortissement anticipé risquent de poser problème, le superviseur bancaire pourrait demander une pondération de 20 % des actifs gérés.

*Au titre du pilier 2*, les banques devraient être attentives à ne pas être exclusivement ou excessivement dépendantes de la titrisation comme source de refinancement et devraient mesurer de façon intégrée dans leur système de gestion les risques de crédit, de marché, de liquidité et opérationnels. Si ces conditions ne semblaient pas remplies de manière optimale, l'autorité prudentielle pourrait exiger un niveau de ratio de solvabilité supérieur au minimum réglementaire requis.

*Au titre du pilier 3*, concernant l'information publiée nécessaire pour renforcer la discipline de marché, il serait souhaitable que les banques communiquent leurs stratégies ainsi que leurs modes de gestion des risques. Une communication sur les opérations de titrisation apparaît indispensable pour permettre une meilleure compréhension par le marché de la stratégie de gestion, du véritable profil de risque de l'établissement et de son évolution.

Ainsi, le traitement prudentiel devrait évoluer à court terme afin que les banques puissent mieux tirer parti des avantages de la titrisation en matière de gestion de leurs risques (diversification, source de financement...) tout en les incitant à convenablement mesurer les risques résiduels nouveaux ou périphériques induits et en minimisant les risques pour l'ensemble du système financier.

## NOTES

1. Source : Lowell Bryan, « La banque éclatée » (mars 1989).
  2. La gestion des encours cédés pour le compte du fonds est souvent assurée par le cédant.
  3. A titre d'illustration, une structuration « moyenne » est du type suivant : 85 % des parts notées AAA, 7 % des parts notées AA, 3 % des parts notées BBB, 2,5 % des parts notées BB-, 2,5 % des parts les plus subordonnées, non notées, conservées par la banque cédante.
  4. Article 1 : « ...Sont considérées comme opérations de titrisation pour l'application du présent règlement les cessions de créances à un fonds commun de créances effectuées conformément aux dispositions de la loi du 23 décembre 1988 modifiée susvisée et aux textes pris pour son application. Sont également soumises aux dispositions du présent règlement, les cessions de créances de même nature, ni immobilisées, ni douteuses, ni litigieuses, à tout organisme étranger ayant pour objet unique d'émettre, en vue de l'achat de celles-ci, dans le cadre de lois ou règlements locaux spécifiques qui présentent des garanties équivalentes à celles existant en France, des titres dont le remboursement est assuré par celui des créances acquises. »
  5. Article 6 bis : « Les garanties
    - accordées, dans le cadre d'une opération de titrisation, telle que définie à l'article 1<sup>er</sup> du règlement n° 93-06, par l'établissement de crédit cédant, ou par l'établissement de crédit garant avant l'opération de titrisation des créances titrisées, ou par une entreprise qui est incluse dans le même périmètre de consolidation, au sens du règlement n° 85-12 relatif à la consolidation ou de l'article 357 de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales ;
    - destinées à prémunir les porteurs de parts d'un fonds commun de créances ou d'un organisme étranger contre les risques de défaillance des débiteurs ;
    - et comptabilisées conformément aux dispositions du règlement n° 93-06 ;sont déduites, nettes de provisions, de la somme des éléments visés aux articles 2 à 4 ci-dessus après application des quotités, telles que définies par le règlement n° 91-05, applicables aux créances cédées.
- La déduction de la garantie est au plus égale, avant provisions, à 8 % du montant pondéré des créances titrisées, déterminé dans les conditions décrites à l'alinéa ci-après.
- Le montant pondéré cité ci-dessus est égal au produit des créances titrisées par le taux de pondération, défini à l'article 4 du règlement n° 91-05, qui est déterminé en fonction du niveau de risque de crédit des créances titrisées. »