



L'ARRANGEUR, CONSEILLER DU CÉDANT

JEAN-PIERRE DE CORMIS
ET ISABELLE ROSEAU*

Une opération de titrisation est complexe : l'entreprise qui cède des actifs pour les titriser peut poursuivre un ou plusieurs objectifs : le refinancement, la liquidité de son bilan, le transfert de risques ou une libération de fonds propres. Aussi le cédant jugera la transaction en la comparant à une opération de financement, un contrat d'assurance du risque de crédit, une émission d'actions.

L'arrangeur est mandaté par le cédant pour répondre de manière compétitive à ses besoins. Cette mission le situe au centre d'intérêts parfois divergents des différents acteurs : le cédant et ses autorités de contrôle, les agences de notations, les investisseurs.

Tout d'abord, l'arrangeur devra conseiller l'établissement cédant ; il devra l'assister dans la définition des priorités : déconsolidation, refinancement...

Son rôle ne s'arrête pas là : il doit aussi faire en sorte que la société de gestion ait les moyens de garantir la pérennité du fonds sur toute sa durée de vie. Cela suppose d'intégrer les contraintes de gestion dans la conception même du FCC et dans l'organisation de la collaboration société de gestion/cédant- recouvreur des créances.

L'ARRANGEUR DEVRA SERVIR LES OBJECTIFS DU CÉDANT...

... en mettant à sa disposition un refinancement compétitif...

Le mécanisme de refinancement

Le plus souvent, la recherche de financement n'est qu'un des aspects de l'opération de titrisation. Elle peut constituer toutefois la motivation principale des entreprises de rating trop faible pour accéder au marché.

Le meilleur refinancement provient de l'émission sur le marché de parts notées triple A, qui ne comportent pratiquement aucun risque de crédit.

* Directrice du Groupe Titrisation bancaire et chargée d'affaires au Crédit Lyonnais.

L'arrangeur dispose de plusieurs techniques pour en optimiser les conditions et concilier les exigences des investisseurs avec les contraintes imposées par la nature et le profil des actifs titrisés.

Les choix de structuration pour obtenir les meilleures conditions

La liquidité est obtenue par l'émission de parts notées triple A. Cette notation suppose un rehaussement de crédit des créances.

Dans le cas où le cédant ne recherche, par son opération de titrisation, que la liquidité, il assurera lui-même le rehaussement de crédit. Cela signifie qu'il conservera les risques de crédit des créances, sous la forme d'un dépôt de garantie au profit du FCC ou d'un surdimensionnement ou de l'émission de parts subordonnées qui resteront à son bilan. Etant laissé à la charge du cédant, la taille du rehaussement de crédit, qui doit être accepté par les agences de notation, est neutre dans le bilan de l'opération, du point de vue du cédant.

La durée de l'opération

L'optimisation des conditions de refinancement provient d'abord de l'étalement des coûts fixes de l'opération sur une durée suffisamment longue : cela suggère la sélection d'actifs à long terme, ou de prévoir des rechargements de créances qui viendront compenser la fonte des actifs.

La structure des parts

L'arrangeur doit s'efforcer de concilier les caractéristiques des actifs et la structure qu'ils impriment aux parts avec les demandes des investisseurs.

La maturité des parts

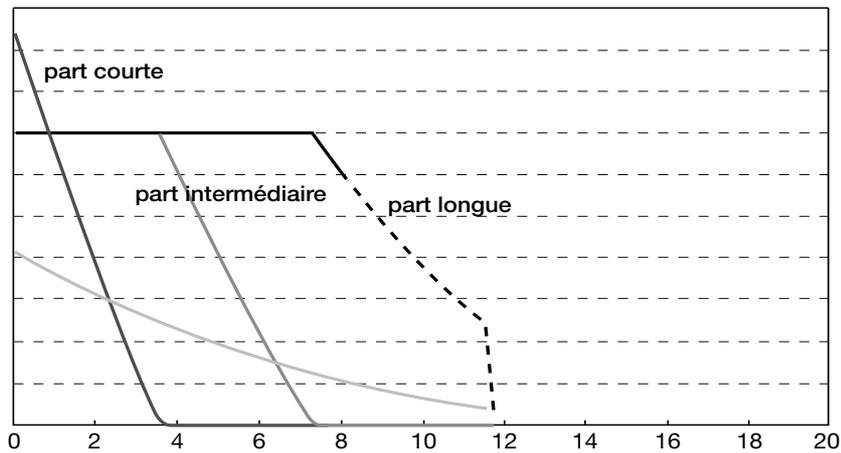
Globalement l'amortissement des parts suit celui de l'actif. Des parts séquentielles permettent de créer des profils de maturités différentes, qui peuvent être adaptés à la demande du marché : la part la plus courte supporte seule l'amortissement de l'ensemble de l'actif jusqu'à son complet remboursement, puis la part plus longue s'amortit à son tour etc... La maturité de la part est alors déterminée par sa taille : plus la part est importante en montant, plus elle sera longue en maturité (voir graphique n°1).

Le type d'amortissement

L'amortissement des parts suit celui des créances, ce qui leur donne un profil fondant. Généralement accepté pour le placement de la trésorerie, un tel profil est un handicap aux yeux des investisseurs sur du long terme. Afin d'y remédier, on pourra prévoir une structuration permettant une sortie anticipée de l'opération, avant ou au moment où la part longue devrait commencer à progressivement s'amortir ; la part longue présente alors un profil obligataire (avec remboursement *in fine*).



Graphique n°1
Structuration des parts



La composante aléatoire de l'amortissement des parts

Une partie de l'amortissement des parts échappe aux prévisions, celle qui correspond notamment aux remboursements anticipés et déchéances du terme. Cette incertitude est coûteuse car elle déplaît aux investisseurs et oblige à rémunérer les parts sur la base du scénario le moins favorable (amortissement le plus lent). Cet inconvénient peut être, dans une certaine mesure, atténué par des mécanismes tels que le rechargement de créances pour compenser la fonte des actifs ou par la distinction entre parts à échéancier déterminé et parts à échéancier variable (parts compagnons) qui supportent l'essentiel de l'aléa.

La hiérarchie des spreads

Indépendamment de la notation des parts, il existe pour les investisseurs une hiérarchie en fonction de l'actif, qui doit orienter, dans la mesure du possible, le cédant dans le choix de l'actif à titriser. Les préférences du marché par ordre décroissant s'établissent ainsi :

- le crédit à la consommation (cartes de crédit) : dont la sécurité est assurée par une forte marge interne, dont le risque est prévisible du fait du grand nombre de créances par fonds ;
- les prêts hypothécaires résidentiels, dont la sécurité provient d'une sûreté réelle ;
- les prêts hypothécaires commerciaux, qui bénéficient aussi d'une sûreté réelle, qui est toutefois moins valorisée du fait de la plus grande volatilité de sa valeur ;
- les prêts aux entreprises : la qualité des parts dépend étroitement de la diversification des risques liés aux différentes entreprises emprunteuses.

... en assurant une meilleure liquidité de bilan...

Le refinancement, par l'émission de parts sur le marché à la constitution du FCC, n'est qu'une des utilisations possibles de l'opération de titrisation.

En réalité, la titrisation permet de répondre plus largement au besoin de liquidité du bilan du cédant.

L'opération de titrisation transforme des créances illiquides en titres négociables. Ces titres peuvent rester au bilan ; ils apportent alors au cédant une grande flexibilité dans ses choix de refinancement, au travers des techniques suivantes :

- la mobilisation, prêt de titres ou nantissement auprès d'un établissement financier : ces opérations sont particulièrement souples et efficaces dès lors qu'elles portent sur des titres notés et cotés ;
- la mobilisation auprès de la banque centrale : Banque de France ou Banque centrale européenne. Cette possibilité existe depuis le 1^{er} janvier 1999.

Dans ce type d'emprunt, le cédant a toute latitude pour déterminer la date, le montant et la durée, dans l'enveloppe globale du montant de parts de FCC créées.

4

... en transférant une part aussi importante que possible de ses risques...

L'autre objectif que peut rechercher le cédant est la gestion de ses risques de crédit.

L'opération de titrisation analyse et répartit les différents risques du portefeuille de créances, et permet leur transfert.

Les mécanismes de répartition du risque

Généralement, les premières pertes sont couvertes par un dépôt de garantie apporté par le cédant au profit du fonds.

Au-delà, les risques sont supportés par une ou plusieurs séries de parts subordonnées, qui permettent l'obtention de la note triple A pour les parts senior. La subordination est réalisée par des ordres de priorités pour les flux de paiement trimestriels aux différentes parts.

On peut aussi recourir à un assureur de crédit externe, le plus souvent noté triple A, qui garantit l'actif ou le passif du fonds, moyennant une prime annuelle.

Portée de la limitation de risque

Dès lors que les parts sont cédées, le cédant limite sa participation au risque des créances à hauteur du montant qu'il a déposé dans le fonds. Au-delà, le risque est transféré aux porteurs de parts subordonnées, éventuellement à l'assureur externe et aux porteurs de parts senior.



Le plus souvent, le risque qui pourra être transféré (que ce soit par émission de parts subordonnées ou par la garantie d'un assureur) est au moins noté *investment grade*.

Cela signifie, *a contrario*, que le cédant garde un risque important mais c'est un risque limité. Du point de vue des agences de notation, cette limite renforce la solidité du cédant.

L'analyse du risque et la taille du rehaussement de crédit

Le rehaussement de crédit est calibré en fonction de l'analyse du risque (niveau de perte associé à des probabilités) que comporte l'actif. Elle repose sur des historiques d'impayés et de pertes sur les créances. A défaut de base de données, des informations peuvent être recueillies par sondage.

L'arrangeur conseille le cédant dans la collecte d'informations pertinentes et leur présentation aux agences de notation, par lesquelles le rehaussement de crédit doit être validé. Une information riche permet de réduire les incertitudes et donc le coût de la couverture du risque de crédit.

... en libérant ses fonds propres et en assurant le cas échéant sa déconsolidation...

Dès lors qu'elle permet de sortir du risque du bilan du cédant, la titrisation est aussi un outil pour libérer des fonds propres.

Conditions de la déconsolidation : les critères du CNC

Des conditions sont requises pour pouvoir déconsolider les créances, qui établissent la séparation entre les intérêts du cédant et ceux de la structure de déconsolidation (le FCC).

L'analyse est faite au regard des critères suivants, qui ne doivent pas nécessairement être tous satisfaits :

- l'absence de participation du cédant aux risques relatifs à l'entité : elle est bien reconnue si le recours sur le cédant, sous quelque forme que ce soit, est limité à un faible pourcentage. En d'autres termes, la majorité des risques est assumée par des tiers sans garantie de la part du cédant ;
- l'absence de participation du cédant au bénéfice : la part résiduelle, qui revient au cédant est qualifiée de complément de prix de cession et ne constitue donc pas un bénéfice ;
- l'absence de participation du cédant à la gestion : cette condition est également exigée par la COB qui contrôle l'autonomie de la société de gestion, pour le bénéfice des investisseurs. Ceux-ci peuvent en effet se trouver en opposition d'intérêt avec le cédant. Le règlement du fonds doit permettre l'indépendance de la société de gestion par rapport au cédant.



Amélioration du ratio de solvabilité

Pour les établissement de crédit, la titrisation de créances permet de diminuer les engagements et d'améliorer le ratio de solvabilité : dès lors que les créances sont cédées, l'immobilisation de fonds propres se réduit au dépôt de garantie apporté au fonds.

L'économie baisse au fur et à mesure que les actifs fondent et que le ratio de dépôt de garantie augmente.

L'amélioration est d'autant plus grande que les créances sélectionnées sont fortement pondérées.

Optimisation de l'économie de fonds propres par la sélection des actifs

Le coût de cette économie de fonds propres est lié notamment au rehaussement de crédit nécessaire pour l'émission de parts senior notées triple A :

- le dépôt de garantie apporté par le cédant diminue le montant de fonds propres économisés ;
- les parts subordonnées ou l'assurance extérieure constituent des coûts (marge élevée à payer sur les parts subordonnées, prime d'assurance) supportés par le cédant.

La sélection d'actifs de bonne qualité permet d'optimiser le bilan de l'opération en réduisant le montant de la garantie apportée par le cédant et les coûts liés au rehaussement de crédit. La bonne qualité de l'actif peut prendre plusieurs formes : l'existence de garanties ou de sûretés réelles, très grande diversification, ou rendement élevé procurant une marge interne protectrice.

Les conséquences sur le ROE

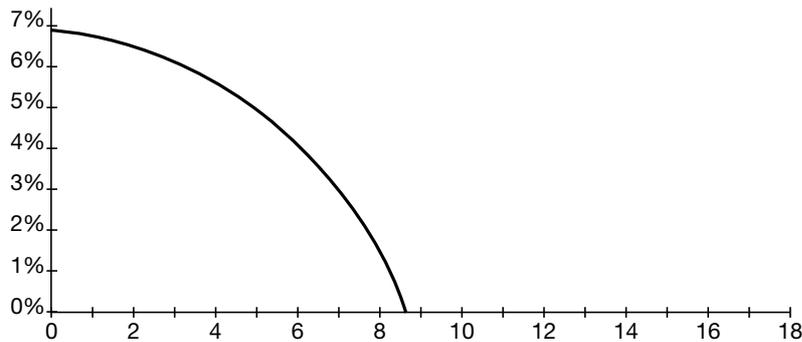
L'opération de titrisation libère des fonds propres. Elle permet la réallocation des capitaux entre les diverses activités du cédant et rend possible une augmentation de ROE global. Cette amélioration peut être appréciée de la manière suivante :

- soit les capitaux propres libérés sont conservés par le cédant : on calculera le rendement minimum qu'il faut dégager sur ces montants pour que le ROE moyen soit inchangé par rapport à la situation du cédant avant titrisation ;
- soit les capitaux sont rendus à l'actionnaire : on s'intéressera alors au ROE sur les capitaux immobilisés au titre des créances titrisées, c'est-à-dire le dépôt de garantie.

Ces deux approches font apparaître un intérêt décroissant de l'opération au cours du temps. En effet, quand le poids du dépôt de garantie augmente, le bénéfice en termes de capitaux propres pour le cédant diminue. Aussi peut-il être opportun de prévoir la possibilité pour le cédant de mettre un terme à l'opération par anticipation.



Graphique n°2 L'économie de fonds propres diminue au cours de la vie du FCC



*... tout en limitant l'impact de l'opération
sur son compte de résultat...*

Pour le cédant, le recours à la titrisation constitue une opération financière : elle doit affecter le moins possible le compte d'exploitation.

L'opération de titrisation ne modifie pas le métier du cédant

Le cédant cède des actifs mais ne cède pas son client.

Il conserve son activité d'origination d'actifs : conception de produits et entretien et développement de sa clientèle.

Le recouvrement est effectué pour le compte du fonds, sous la responsabilité de la société de gestion. Il peut être délégué et assuré par les mêmes prestataires (et notamment le cédant) qu'avant l'opération de titrisation. Si nécessaire, une couverture du risque lié au recouvreur peut être prévue, sous la forme d'un recouvreur de substitution.

En réalité, loin de modifier l'activité du cédant, l'opération de titrisation lui permet d'en avoir une meilleure connaissance : elle crée une base de données extrêmement riche qui renseigne sur l'équilibre rentabilité / risque des actifs titrisés (taux de défaillances et de pertes, rythme d'apparition dans le temps, marge résiduelle) et sur l'efficacité du recouvrement.

La confidentialité des informations sur les créances

La transparence qu'apporte la titrisation sur l'activité du cédant bénéficie aussi aux souscripteurs de parts, et notamment aux investisseurs de parts subordonnées.

Pour éviter que les informations soient exploitées par des concurrents, le placement des parts peut être soumis à l'accord du cédant (dans le cadre d'une opération privée). L'opération peut aussi être structurée

sans part subordonnée, le rehaussement de crédit pouvant être fait par un assureur, lié par un engagement de confidentialité.

Impact sur le compte de résultat

Même si le cédant conserve ses missions, le compte de résultat peut être affecté par la titrisation. L'arrangeur devra tenir compte dans la structuration des souhaits légitimes du cédant de minimiser les conséquences de l'opération sur ses comptes.

Globalement l'opération a pour effet de transformer du résultat d'exploitation (intérêt perçu des créances) en résultat financier (intérêt sur la part résiduelle).

Toutefois, l'opération peut introduire des décalages dans le temps, si la comptabilité des créances adoptée au sein du FCC n'est pas la même que celle qui prévaut chez le cédant (par exemple différences dans les règles de provisionnement).

D'autre part, la cession de l'actif déséquilibre les opérations de couverture de taux (ou macro couverture) qui auront pu être mises en place par le cédant au titre des créances cédées.

Cet inconvénient peut être évité si le cédant se porte contrepartie du *swap* contracté le plus souvent par le fonds, pour transformer l'intérêt servi par les créances en taux variable rémunérant les parts émises. Un rehaussement du risque de contrepartie est alors généralement nécessaire pour respecter la notation triple A des parts senior.

8

... en assurant la maîtrise du bilan sur la durée...

Le recours à la titrisation peut être une stratégie de gestion du bilan. Il donne lieu dans ce cas à des opérations récurrentes, qui épousent les besoins du cédant en fonction des montants de production.

Plusieurs structures juridiques de fonds sont envisageables pour la mise en place d'un programme de titrisation :

Un FCC autorisant rechargement de créances et réémission de parts

Une telle structure crée des compartiments de gestion mais mutualise le risque. Ainsi, à chaque rechargement, l'ensemble du passif du fonds doit être réexaminé par l'agence de notation.

Un FCC à compartiments

Cette structure nouvelle (prévue par une loi de juin 1999) permet d'organiser le cantonnement des risques : ainsi, la titrisation de la production nouvelle à travers la constitution d'un nouveau compartiment n'aura pas d'incidence sur les compartiments créés antérieurement au sein du même FCC.

A contrario, il ne bénéficiera pas des garanties mises en place antérieurement.



*L'ARRANGEUR DEVRA DONNER À LA SOCIÉTÉ
DE GESTION LES MOYENS DE GARANTIR LA PÉRENNITÉ
DU FCC SUR SA DURÉE DE VIE*

La mission de l'arrangeur ne peut se concevoir indépendamment de celle de la société de gestion : la structuration doit prendre en compte l'ensemble des événements pouvant affecter les créances au cours de leur vie et la manière dont ils sont gérés par le recouvreur. C'est la condition nécessaire pour que la structure créée soit viable sur la durée et corresponde aux scénarios présentés aux investisseurs.

... en définissant les moyens dont aura besoin la société de gestion...

La société de gestion est à l'origine de la constitution du fonds. Elle en assure la gestion, dans l'intérêt des porteurs de parts, conformément au règlement. Cette mission revêt différents aspects :

Encadré n°1
Gestion du FCC telle que définie par le règlement

- le contrôle de la collecte des flux, effectué par le recouvreur qu'elle a mandaté ;
- la surveillance des risques des actifs et la mise en jeu des couvertures ;
- la gestion de la trésorerie, suivant les règles mentionnées au règlement ;
- la distribution des flux aux porteurs de parts, suivant le règlement du fonds ;
- la comptabilité générale du fonds ;
- si nécessaire, changement de recouvreur ou de banque de règlement.

Encadré n°2
Information des tiers qui exercent un contrôle

- la COB ;
- le dépositaire ;
- l'agence de notation ;
- les investisseurs ;
- éventuellement tiers assureur si prévu au contrat de garantie.

*... en prenant en compte les spécificités de la gestion
dès la structuration du fonds*

La structuration doit être telle que la gestion du fonds soit, le plus possible, une gestion passive. La nécessaire liberté de la société de gestion

doit être strictement prévue et encadrée. Ce fonctionnement, autorisant un mécanisme d'autopilotage, est un gage de sécurité pour l'investisseur : il signifie que le comportement des parts correspondra bien à ce qui lui aura été présenté, et que la part d'incertitude sera limitée.

Un tel résultat ne peut être obtenu que si l'arrangeur, en amont de l'opération, prend en compte toutes les spécificités de gestion des créances et les traduit dans le règlement du fonds, en harmonie avec les contrats de cession et de gestion des créances.

Une bonne structuration implique :

- un règlement réaliste et applicable : les informations nécessaires à l'application des règles de gestion doivent être disponibles pour la société de gestion, fiables et vérifiables. Cela suppose que l'arrangeur ait une parfaite connaissance des systèmes de gestion en place chez le recouvreur ;
- un règlement exhaustif : le règlement doit prévoir toutes les éventualités auxquelles la société de gestion peut se trouver confrontée dans la gestion des créances acquises par le fonds : en premier lieu les événements résultant de l'application du contrat de prêt, y compris les options éventuellement données à l'emprunteur, mais aussi des pratiques commerciales ou des renégociations du contrat ;
- l'organisation, *a priori*, de la collaboration société de gestion / recouvreur.

Il existe potentiellement une opposition d'intérêts entre la société de gestion, qui applique le règlement du FCC pour le bénéfice des investisseurs, et le cédant / recouvreur, qui conserve la relation avec son client. A ce titre, il demande une certaine flexibilité dans ses pratiques commerciales et une latitude pour faire évoluer ses systèmes informatiques.

Une trop grande liberté du recouvreur peut conduire à des modifications dans la gestion du FCC. Aussi doit-elle avoir été prévue et limitée, par des clauses des contrats de cession et de gestion. Parallèlement l'adaptation, par la société de gestion, du fonctionnement du FCC aux évolutions imposées par le recouvreur doit-elle correspondre à un schéma qui aura été préétabli.