

2009-10-16

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### **Incitations et rétention de tranches dans le cadre des opérations de titrisation: un modèle de sélection**

*par Ingo Fender et Janet Mitchell*

NBB Working Paper No 177 - Research Series

La crise financière actuelle, dont l'émergence en 2007 peut s'expliquer par des pertes substantielles sur des titrisations adossées à des prêts hypothécaires à haut risque aux États-Unis, a érodé la confiance en l'ensemble des marchés de titrisation. Une des sources d'inquiétude concerne l'incidence de la titrisation sur les incitations des institutions participant à ce type d'opérations. Une institution qui octroie des prêts et qui les vend ensuite à des investisseurs par le biais de la titrisation peut en effet être insuffisamment incitée à sélectionner adéquatement les emprunteurs potentiels. Les conditions de crédit sont dès lors susceptibles de se détériorer et les investisseurs en créances titrisées peuvent essuyer des pertes plus importantes que prévu.

Une proposition bénéficiant d'un appui assez large consiste à obliger les émetteurs à détenir une part des produits de la titrisation, et ce afin d'aligner leurs intérêts sur ceux des investisseurs. À cet égard, la rétention par l'émetteur de la tranche equity, aussi appelée "tranche de première perte", a souvent été préconisée, dans la mesure où le détenteur de la tranche equity supporte les premières pertes enregistrées au niveau du portefeuille. À l'avenir, la législation européenne pourrait obliger les émetteurs à détenir 5 p.c. des produits de la titrisation. Ces derniers pourraient choisir une forme spécifique de rétention sur la base d'une liste, dans laquelle figure notamment la rétention d'une part (parfois appelée "tranche verticale") du portefeuille ou de la tranche equity.

Le présent article contribue au débat en examinant dans quelle mesure les différentes formes de rétention dans le cadre des opérations de titrisation incitent l'émetteur à sélectionner les emprunteurs, malgré le coût que cela implique. La question est de savoir si certaines formes de rétention entraînent davantage d'efforts de sélection que d'autres et, le cas échéant, dans quelles conditions. Trois mécanismes sont analysés: l'émetteur détient une part du portefeuille; l'émetteur détient la tranche equity; l'émetteur détient la tranche mezzanine au lieu de la tranche equity. La tranche mezzanine d'une titrisation peut se comparer à la dette subordonnée d'une entreprise; elle se situe juste au-dessus de la tranche equity dans la priorité des paiements. Il n'est pas courant actuellement de voir des émetteurs conserver la tranche mezzanine dans le cadre des opérations de titrisation.

L'analyse fait apparaître que, pour l'émetteur, l'incitation à sélectionner les emprunteurs dépend du type de rétention. En particulier, la tranche equity n'est pas toujours la plus efficace pour inciter l'émetteur à consentir de grands efforts de sélection. Par exemple, si la probabilité d'un recul de l'activité économique est élevée et si les pertes enregistrées sur le portefeuille à l'occasion de ce fléchissement sont assez importantes pour "épuiser" la tranche equity - de sorte que le détenteur de la tranche equity ne recevrait aucun paiement -, l'émetteur détenant cette tranche sera moins incité à sélectionner les emprunteurs. Dans ce cas, la rétention d'une tranche mezzanine ou d'une part du portefeuille pourrait entraîner une plus grande sélection, étant entendu que la part du portefeuille détenu devrait être assez conséquente pour dominer à la fois la tranche mezzanine et la tranche equity. En revanche, si un redressement conjoncturel se profile ou si la taille de la tranche equity est assez grande pour ne pas être épuisée lors d'un recul de l'activité, la tranche equity sera plus efficace que la part du portefeuille ou que la tranche mezzanine.

Ces résultats démontrent que, pour être optimaux, le taux et la forme de la rétention devront obligatoirement dépendre de la nature et des caractéristiques de la transaction de titrisation ainsi que du stade qu'a atteint le cycle économique. En d'autres termes, il n'existe pas de solution universelle en matière de rétention. De plus, exiger des émetteurs qu'ils conservent une part déterminée des actifs titrisés peut s'avérer excessif dans certains cas et insuffisant dans d'autres. En effet, un taux de rétention trop faible n'incitera pas assez les émetteurs à sélectionner les emprunteurs, alors qu'un taux trop important pourrait rendre la titrisation trop onéreuse, ce qui, à terme, réduirait les prêts. Enfin, et indépendamment de toute

prescription officielle en matière de rétention, exiger des émetteurs qu'ils dévoilent le taux et la forme de leur rétention pour chaque transaction de titrisation permettrait aux investisseurs et aux régulateurs d'évaluer les choix de ceux-ci pour toute transaction.