

La défaisance comment ça marche en pratique ?

Par Hicham KARZAZI, Directeur Général de Maghreb Titrisation.

Suite à la lecture de l'article intitulé « La défaisance, comment ça marche? » publié dans votre édition du 27 avril 2004, il m'a paru utile, étant donné l'importance du sujet dans le contexte actuel, d'apporter, à travers ce papier, un éclairage supplémentaire aux propos de Me Alain GAUVIN, auteur de l'article, concernant l'utilisation inappropriée et erronée du mot défaisance par les commentateurs marocains.

Contrairement à ce que soutient l'auteur, la défaisance n'est pas un terme applicable à la seule cession de passifs (dettes). Ce terme qui trouve son origine dans l'acte de se défaire est également utilisé par les techniciens de la finance (y compris les avocats d'affaire), dans les pays anglo-saxons et même en France, pour qualifier une cession d'actifs en souffrance. D'ailleurs, la loi n°95-1251 du 28 novembre 1995 relative à l'action de l'Etat français dans les plans de redressement du Crédit Lyonnais et du Comptoir des Entrepreneurs utilise le mot défaisance à la place de cantonnement ou cession de créances compromises.

Le but n'étant pas de s'attarder sur des considérations sémantiques, ce qui est important de souligner est que la défaisance et le cantonnement sont des termes utilisés de manière interchangeable et courante sur les places financières internationales. Il s'agit néanmoins de distinguer entre 2 types de défaisance, économique de dettes (in substance defeasance), et celle de créances compromises (asset defeasance) qui est une extension de la première.

La défaisance de dette (à laquelle fait référence Me GAUVIN) est une technique d'extinction de dette permettant aux entreprises de pouvoir transférer comptablement, mais tout en conservant l'obligation juridique de remboursement, une dette figurant au passif dans le but d'améliorer leur rating et/ou alléger leurs ratios d'endettement. L'entreprise arrive à éteindre sa dette en l'adossant, à travers une entité ad hoc ou Special Purpose Vehicle (SPV), à un portefeuille de valeurs mobilières généralement à risque zéro.

La défaisance de dette est souvent utilisée aux états unis par des emprunteurs hypothécaires ne bénéficiant pas de l'option de remboursement anticipé sur leur prêt. Depuis le début des années 90, les avocats d'affaires américains ont mis en place un mécanisme qui permet aux emprunteurs de swapper le risque sur leurs emprunts contractés auprès d'une banque contre un risque zéro sur un portefeuille de valeurs de l'état déposé auprès d'un SPV ou trust. L'emprunteur constitue ce portefeuille, en acquérant, par le biais d'un nouveau prêt consenti par une autre banque aux conditions de marché plus intéressantes, un

portefeuille de bons du trésor de même durée que le prêt initial. Ce portefeuille est ensuite adossé au prêt à travers un SPV au profit de la première banque, lequel transférera simultanément la créance et toutes les garanties qui lui sont attachées à la deuxième banque.

Résultat : la première banque swappe le risque crédit contre risque zéro et améliore la valeur de titrisation de la créance du fait de la certitude des cash flows.

La deuxième banque obtient un nouveau client et par conséquent un nouvel emploi en évitant de payer les droits et taxes d'enregistrement (cela dépend de l'état où la transaction a lieu).

Quant à l'emprunteur, il refinance son prêt dans des conditions plus favorables, avec possibilité de libérer de l'équité sur son hypothèque dans le cas où celle-ci aurait pris de la valeur (ce qui est le cas aux Etats-Unis, ces 10 dernières années, conséquence du boom du marché hypothécaire).

Deuxième forme de défaillance, c'est le cantonnement des créances en souffrance dans une structure ad hoc, SPV, dans le but de les isoler et les extraire du bilan de l'émetteur. A quelques détails près, c'est de la titrisation de créances en souffrance. Le mot défaillance est utilisé pour différencier ce processus de la titrisation classique qui normalement porte sur des actifs de bonne qualité, qui génèrent des cash flows et dont l'émission est réalisée auprès des investisseurs au niveau du marché des capitaux.

La défaillance d'actifs est donc une cession de créance à une structure ad hoc mais dont le financement est généralement levé auprès du cédant lui-même, sous forme de créance à long terme garantie par l'état. Dans le cas du crédit lyonnais, la cession de créances compromises au SPV (Consortium De Réalisation, CDR, ayant la forme de société par actions simplifiée) à hauteur de 135 milliards Frs en valeur nette, a été financée par un prêt de 145 milliards de Frs sous forme de ligne de crédit via la SPBI, une société au nom collectif dont le principal actionnaire est l'état. SPBI a ensuite acheminé les fonds bénéficiant, par construction, de la garantie de l'état vers le CDR sous forme de prêt participatif. Les 10 milliards de Frs restants devaient être investis en obligations zéro coupons sur 20 ans pour atteindre une valeur de 45 milliards de Frs en 2014 et permettre d'absorber les pertes constatées par le CDR.

Ce montage avait pour but d'alléger massivement le bilan du CL et d'éviter la comptabilisation de provisions importantes et donc restaurer la viabilité de la banque tout en évitant d'avoir recours au contribuable.

En ce qui concerne le cas marocain, il est clair qu'actuellement il serait extrêmement difficile (pour ne pas dire quasi impossible) de monter dans des conditions optimales (déconsolidation, transparence fiscale...) une opération de cantonnement sans que certains préalables juridiques ne soient adoptés. Ceci dit, 3 alternatives peuvent être envisagées :

1- Dupliquer le schéma crédit lyonnais : pour ce faire il s'imposerait de mettre en place un dispositif juridique similaire à la loi n° 95-1251 du 28 novembre 1995 relative à l'action de l'Etat dans le plan de redressement du CL. Il s'agirait de définir et organiser, à travers un cadre juridique spécifique, les différentes structures à intervenir dans le processus de cession, financement et garantie. Il serait également question de préciser les prérogatives et privilèges relatifs à l'organisme qui sera chargé du recouvrement des créances cédées à la structure de cantonnement.

D'après l'expérience du CL ce schéma pourrait être lourd à mettre en place du fait qu'il nécessite une nouvelle loi, et ne garantit pas nécessairement une efficacité immédiate quant aux résultats escomptés.

2- Titrisation : cela nécessitera un amendement du cadre juridique relatif à cette activité afin de permettre, à l'instar de la loi française, la cession aux Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) de créances en souffrance. Il est à noter à ce sujet, qu'un projet de modification de la loi 10-98 ayant pour but d'élargir le champs d'application de la titrisation à d'autres secteurs et actifs dont les créances en souffrance est actuellement à l'étude par les pouvoirs publics.

Dans ce schéma, la gestion du FPCT serait assurée par un établissement gestionnaire indépendant qui bénéficierait du soutien de l'Etat notamment en ce qui concerne la réalisation des garanties et recouvrement des impayées.

3- Titrisation synthétique : il s'agit de procéder à un échange du risque de contrepartie sur un portefeuille de créances (portefeuille de référence) contre celui d'un collatéral à risque moindre ou nul.

Cela serait réalisé à travers la création d'un SPV qui vendrait une option (contre prime) à l'établissement de crédit. Selon la structure mise en place, cette option donnerait à ce dernier le droit, soit d'échanger le rendement ou paiements sur le portefeuille de référence contre le rendement sur le collatéral à risque zéro que le SPV aurait constitué suite à une émission de parts de SPV sur le marché des capitaux. Soit, d'émettre, à travers un SPV, des obligations liées au défaut qui seront garanties par un collatéral sûr et dont le remboursement serait diminué du montant des pertes constatées sur le portefeuille de référence.

Le portefeuille dont le risque est ainsi swappé ne ferait plus l'objet de provisionnement ni de couverture en fonds propres.

Ce schéma de titres liés au défaut est proche de celui de la titrisation classique notamment en terme de due diligence, valorisation du risque de crédit, tranching, etc.... Sa réalisation nécessiterait d'adapter la réglementation prudentielle afin que celle-ci intègre ces nouveaux outils de transfert de risque dans l'établissement des coefficients de pondération. Il serait aussi utile que le CNC prévoit la possibilité d'extinction comptable partielle ou totale d'obligations adossées à un collatéral en fonction du niveau de couverture. Et pourquoi ne pas doter, dans le cadre de la réflexion qui est menée, les FPCT de la possibilité de conclure ce type de contrat avec des établissements initiateurs.

Au niveau de Maghreb Titrisation nous anticipons depuis quelques mois d'éventuelles réformes du marché financier et contribuons activement aux réflexions et actions menées dans ce sens. Nous avons d'ailleurs conçu récemment plusieurs produits innovants que nous comptons implémenter une fois les réformes nécessaires seraient mises en œuvre. A titre d'exemple, le Fonds de Mutualisation du Risque de Crédit (FMRC) conçu pour suppléer les fonds de garantie lancés par la CCG en début d'année lesquels ne portent que sur les futurs prêts. Cette structure multi – émetteurs et multi - compartiments devrait permettre aux établissements de crédit de transférer, à travers des contrats de crédit default swap, le risque de contrepartie sur des portefeuilles de crédit qu'elles détiennent déjà et par conséquent libérer les fonds propres qui leurs sont liés.

Maghreb Titrisation envisage aussi de proposer aux compagnies d'assurance et de réassurance des structures de transfert des pertes liées principalement à des événements peu probables mais catastrophiques tels que les actes terroristes, sécheresse, inondations. Dans ce schéma, il y aurait émission d'obligations liées au risque d'assurance (Insurance Linked Notes) qui permettraient de répandre et diluer le risque assurance sur une base plus large d'investisseurs par le biais des marchés des capitaux.

Pour finir, des projets relatifs à la cession de flux en devises et de leasing synthétique sont aussi dans le pipeline de la société.