

La titrisation de prêts immobiliers résidentiels en France

En Europe, les prêts résidentiels sont une des catégories de créances les plus communément titrisées. La France fait figure d'exception.

Hélène H. Heberlein
Senior director
Financements structurés
Fitch Ratings

■ Les caractéristiques des prêts résidentiels : prêts à taux fixe ou variable et amortissables par échéances constantes se prêtent bien aux modalités de la titrisation. De même, la granularité des portefeuilles de prêts facilite l'application d'une approche statistique lors de l'analyse de leur risque de crédit.

En Europe, ils constituent de manière récurrente les actifs sous-jacents d'environ 40% des nouvelles émissions de titrisation publiques à terme (*graphique 1*). Mais le marché français de la titrisation est atypique en l'espèce : une première exception concerne le type d'originateur : il est d'ordinaire peu commun pour des entités non financières d'agir comme originateur d'une titrisation de prêts résidentiels. Or, c'est le cas d'Electricité de France et de Gaz de France, qui ont déjà titrisé à plusieurs reprises leur quote-part respective dans les prêts octroyés à leurs agents. Lors de la dernière opération en date, Loggias 2003-1, ces deux entreprises ont cédé

un encours total de 506 millions d'euros répartis sur 8 900 emprunteurs. Parmi les originateurs du secteur financier, en revanche, et contrairement à leurs homologues britanniques, néerlandais, espagnols ou allemands, les banques françaises montrent peu d'appétit pour la titrisation de leurs encours de prêts pour l'accession à la propriété.

Les banques françaises pratiquent peu la titrisation de prêts résidentiels

L'accès à des ressources bénéficiant d'une note élevée (AAA en règle générale pour les tranches seniors de *Residential Mortgage Backed Securities* -RMBS, ou titrisations adossées à des prêts hypothécaires résidentiels) peut être marginalement attractif pour des banques suffisamment bien notées et capables de se refinancer à des taux compétitifs, ou qui disposent de suffisamment de capacités de financement bon marché à travers

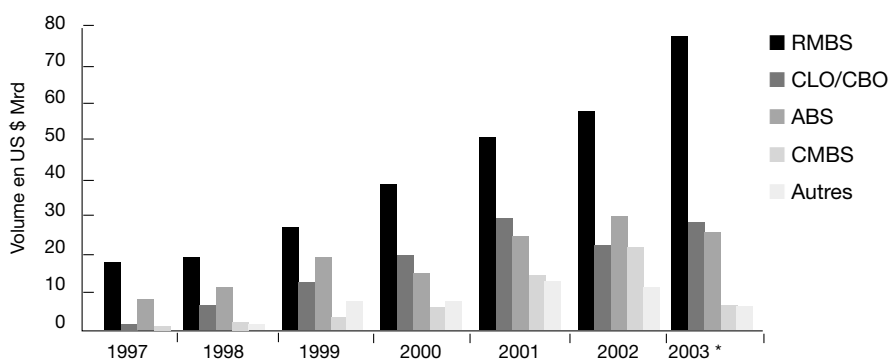
leur activité de dépôt. Ceci explique notamment pourquoi ce sont surtout les prêteurs spécialisés qui, en France, ont pratiqué la titrisation de prêts résidentiels (*tableau 2*).

En outre, d'autres outils que la titrisation permettent de tirer parti de la mutualisation de prêts hypothécaires dans l'optique de leur refinancement.

Ainsi, la Caisse de refinancement de l'habitat (CRH), créée en 1985 et détenue par quinze institutions financières, a pour vocation d'émettre des obligations adossées à l'ensemble des prêts hypothécaires aux particuliers qui lui sont apportés par ses actionnaires. La CRH ne porte pas ces prêts directement, mais détient des billets de mobilisation, émis par ses actionnaires et représentatifs des prêts. Les billets bénéficient d'un taux de couverture d'au moins 125% par rapport à l'encours des prêts. Le total des actifs de la CRH se montait à 14 milliards d'euros au 31 décembre 2002.

Les sociétés de crédit foncier (SCF) constituent un autre instrument de refinancement du marché immobilier, bien qu'il soit non exclusif. En effet, les SCF, régies par la loi du 25 juin 1999, sont principalement limitées, de par leur statut, à l'octroi de prêts hypothécaires (aussi bien résidentiels que commerciaux) mais aussi de prêts aux entités publiques, sous réserve de certains critères d'éligibilité. Ces critères concernent, entre autres, les quotités financées et la situation géographique des biens financés pour les prêts hypothécaires, ou bien la nationalité des emprunteurs pour les entités publiques. En pratique, seules les obligations foncières émises par la Com-

1. Emissions publiques de titrisation en Europe



* Jusqu'en septembre 2003.

Source : Fitch Ratings.

pagnie de financement foncier reposent sur un actif mixte, au sein duquel les entités publiques représentent environ 20%. Celles émises par Dexia Municipal Agency sont adossées à des risques de nature publique exclusivement, tandis que CIF Euromortgage est spécialisée dans l'immobilier résidentiel.

Titrisation et refinancement hypothécaires

Ce dernier exemple est révélateur de la complémentarité qui existe entre la titrisation et les autres formes de refinancement hypothécaire à partir du bilan d'une banque. En effet, les prêts résidentiels octroyés par les sociétés régionales du Crédit Immobilier de France Développement ne sont pas directement cédés à CIF Euromortgage. Ils sont préalablement titrisés par l'intermédiaire d'un fonds commun de créances (FCC) dont les parts seniors, notées AAA, sont elles-mêmes placés auprès de la SCF du groupe et servent à leur tour de collatéral pour l'émission d'obligations foncières.

C'est à un montage similaire dans ses principes, bien qu'il ne s'inscrive pas dans le cadre de la loi sur les SCF, qu'a recours un autre prêteur spécialisé, Entenial. Dans un premier temps, les prêts octroyés par Entenial sont cédés à un FCC dont les parts seniors sont acquises par Vauban Mobilisations Garanties (VMG), filiale d'Entenial. Dans un deuxième temps, VMG émet des obligations, notées AAA par Fitch et adossées à ces parts.

Dans ce contexte, il faut souligner une récente initiative de la banque HBOS plc, qui a dupliqué (graphique 3) le mécanisme des émissions privilégiées de type obligations foncières dans un contexte contractuel anglais, c'est-à-dire sans le confort juridique ni réglementaire d'une loi spécifique telle qu'elle existe également dans d'autres pays européens, principalement en Allemagne (avec les Pfandbriefe), en Espagne (avec les cédulas) et au Luxembourg (avec les lettres de gages), ou encore en Irlande (avec les *asset covered securities*).

Toutes ces structures ont en commun le fait qu'elles apportent un financement externe aux originateurs de prêts résidentiels. A l'inverse, la titrisation, dite synthétique parce qu'elle ne comporte pas de transfert physique du por-

Qu'est-ce qu'une opération de titrisation ?

La titrisation est une technique financière qui consiste à isoler un portefeuille d'actifs homogènes, générant des flux raisonnablement prédictibles, et à y adosser un refinancement ad hoc. Ces montages prennent essentiellement deux formes :

- soit ils impliquent la cession du portefeuille à une société indépendante de l'originateur, chargée de lever des fonds sur le marché pour en financer le prix d'achat ;
- soit ils consistent à transférer seulement le

risque crédit du portefeuille (et non le portefeuille lui-même) par le biais d'un dérivé de crédit conclu entre l'originateur (en tant qu'acheteur de protection) et une contrepartie vendeuse de protection, qui peut être une société ad hoc, émettant de la dette représentative du risque qu'elle supporte. Dans un cas comme dans l'autre, la titrisation permet de transformer des actifs ou des créances en titres placés sur le marché des

capitaux. Les principaux attraits de ces transactions, du point de vue des originateurs, sont :

- l'accès à une source de financement alternative, atteignant des niveaux de notation supérieurs à celui de la dette senior non garantie de l'originateur ;
- en qui concerne les créances bancaires, la libération (sous certaines conditions) de capital réglementaire, correspondant à la pondération des actifs titrisés dans le ratio de solvabilité.

tefeuille, ne fournit pas une source de financement supplémentaire pour l'originateur des créances. En effet, si une émission a bien lieu pour ce type de titrisation, le produit du placement des titres est investi, en règle générale, dans des supports sûrs et liquides, dont la réalisation servira soit à dédommager l'originateur des pertes résultant des événements de crédit affectant le portefeuille

de créances, mais ne permet pas de réaliser d'opération synthétique. Cette option devrait néanmoins être rendue possible par les récents changements législatifs inscrits dans la loi de sécurité financière d'août 2003 et dont le décret d'application n'a pas encore été publié.

Notation de RMBS : l'approche méthodologique

Quelle que soit la structure retenue pour la titrisation d'un portefeuille de prêts hypothécaires résidentiels, l'analyse conduite par Fitch Ratings s'articule autour des trois grands axes suivants : la revue des aspects juridiques de la transaction, l'évaluation des capacités opérationnelles de l'originateur et du gestionnaire des créances titrisées, et l'étude des données chiffrées de l'opération. Chacune de ces parties est importante, mais la dernière revêt un intérêt particulier dans la mesure où elle aboutit à la détermination du rehaussement de crédit nécessaire dans chacun des scénarios de notation. En effet, l'un des principes de base de la titrisation est que les différentes tranches affectées au refinancement d'un portefeuille d'actifs titrisés peuvent atteindre des notes substantiellement plus élevées que la note senior non garantie de l'originateur (à condition qu'il n'y ait pas

« Les différentes tranches affectées au refinancement d'un portefeuille d'actifs titrisés peuvent atteindre des notes substantiellement plus élevées que la note senior non garantie de l'originateur. »

de référence titrisé, soit à la date de maturité du contrat, à rembourser les investisseurs. La préférence pour l'une ou l'autre des solutions de titrisation (cession ou dérivés de crédit) est dictée, outre les arbitrages de coût de refinancement, par des contraintes d'ordre juridique ou fiscal. Ainsi, en France, le statut particulier des FCC facilite la titrisation reposant sur une cession de

2. Titrisations publiques de prêts résidentiels en France

Originateur	Emetteur	Date de lancement	Emissions	Notes Fitch Ratings
Banques régionales du CIFD	CIF Assets	2001	Parts A et B	AAA, NN*
Banque Patrimoine et Immobilier	BPI MasterMortgage	2003	Parts A et B	AAA, NN
Crédit Lyonnais	Titrilog 06-97	1997	Classes A et B	AAA, A+
Crédit Lyonnais	Titrilog 11-98	1998	Classes A et B	AAA, A
EDF	Electra 1	1999	Classes A et B	AAA, A
EDF et Gaz de France	Loggias 2001-1	2001	Classes A et B	AAA, A
EDF et Gaz de France	Loggias 2003-1	2003	Classes A et B	AAA, A
UCB	Domos 5	1999	Classes A & B	AAA, AA
UCB	MasterDomos	1999	Séries 1999-1, Classes A et B	AAA, A
UCB	MasterDomos	1999	Séries 2000-1, Classes A et B	AAA, A
UCB	MasterDomos	1999	Séries 2001-1, Classes A et B	AAA, A

*NN: Non noté

Source: Fitch Ratings.

d'exposition financière sur l'originateur, ou bien que ce risque soit couvert de manière appropriée) et pour certaines tranches, plus élevées que la qualité moyenne du portefeuille, dans la mesure où celui-ci ne présente pas de concentration particulière.

Cette dernière propriété résulte de la subordination des tranches entre elles et, dans le cas d'une titrisation avec cession, de l'allocation des paiements en provenance des actifs titrisés en priorité à la tranche la plus senior, ou bien dans le cas d'une titrisation synthétique, de l'allocation des pertes réalisées sur le portefeuille titrisé dans l'ordre inverse, en commençant par la tranche la plus subordonnée.

Dans les opérations synthétiques de titrisation de prêts hypothécaires résidentiels, le rehaussement de crédit est égal, pour une tranche donnée, à la

somme de la perte attendue sur chaque prêt du portefeuille dans le scénario de notation correspondant à la note cible de cette tranche. La perte attendue se calcule en multipliant l'encours du prêt par sa probabilité de défaut et par la sévérité de la perte en cas de défaut.

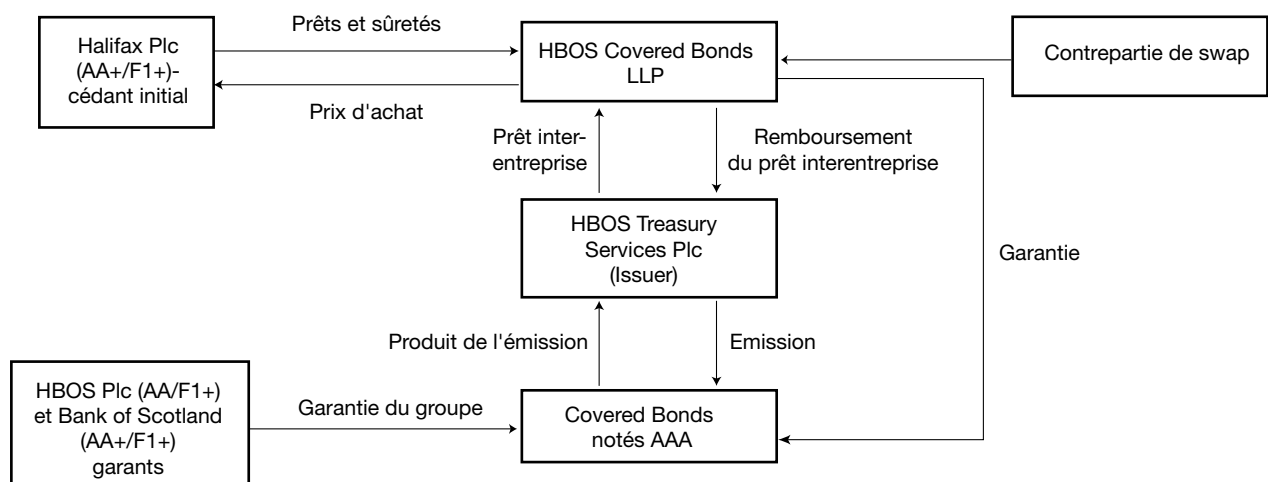
La probabilité de défaut attribuée par l'agence à un prêt donné est déterminée par une matrice qui croise la quotité financée du prêt et le ratio d'endettement de l'emprunteur. Statistiquement, plus la quotité financée est élevée (plus l'apport personnel est faible), et aussi plus le remboursement des échéances du prêt pèse dans les revenus de l'emprunteur, plus celui-ci est susceptible de faire défaut. Bien entendu, les banques disposent de systèmes de scoring plus sophistiqués pour l'appréciation du risque de défaut, mais ces deux variables sont jugées suffisamment discriminantes par

l'agence et ont aussi l'avantage d'être généralement disponibles dans les informations que sont capables de fournir les originateurs.

Dans la mesure où le prêteur dispose d'une hypothèque de premier rang, la sévérité de perte en cas de défaut de l'emprunteur est établie en comparant l'encours du prêt à la valeur de marché du bien financé, soumise à des hypothèses de crise de l'immobilier.

L'agence de notation Fitch utilise un modèle de défaut dont les grandes lignes décrites ci-dessus sont identiques d'une transaction à l'autre, mais dont les paramètres sont adaptés aux caractéristiques locales. Ainsi, les valeurs des probabilités de défaut sont tirées du comportement des portefeuilles observé par l'agence dans un pays donné et, de la même manière, les hypothèses de récupération sont fonction des historiques

3. Schéma des émissions privilégiées de HBOS treasury services



Source : Fitch Ratings.

de baisse de valeur des logements région par région.

Les mêmes notions de probabilité de défaut du portefeuille et de pourcentage de récupération pour un scénario de notation donné sont utilisées pour le calcul du rehaussement de crédit des titrisations avec cession des actifs. Mais dans ce cas, d'autres variables interviennent qui peuvent modifier le rehaussement de crédit final. Par exemple, l'existence d'une marge excédentaire générée par les prêts par rapport au coût du passif de l'opération permet d'absorber une partie des pertes attendues de manière interne et, donc, de réduire les besoins en rehaussement de crédit. A l'inverse, les retards de paiements subits par les

« L'existence d'une marge excédentaire générée par les prêts par rapport au coût du passif de l'opération permet d'absorber une partie des pertes attendues de manière interne et ainsi de réduire les besoins en rehaussement de crédit. »

prêts avant qu'ils ne soient considérés comme étant en défaut, ou bien les délais de récupération après un défaut, sont des facteurs susceptibles d'augmenter les niveaux de rehaussement de crédit par rapport à un modèle statique, dans la mesure où ils ont pour effet de diminuer les revenus de l'actif pour un coût du passif inchangé.

Les titrisations notées par Fitch sont soumises à une surveillance continue par l'agence. En particulier, les informations périodiques relatives à l'évolution du portefeuille sous-jacent sont comparées aux hypothèses formées lors de la notation initiale. A ce titre, les prêts immobiliers résidentiels font preuve de performances très satisfaisantes. Entre janvier et septembre 2003, l'agence Fitch a augmenté la note de 47 tranches de RMBS européens et dégradé celle de sept tranches seulement. Toutes les notes des RMBS français publics en vie ont fait l'objet d'une confirmation cette année, tandis que trois tranches avaient vu leur note augmenter en 2002. ●