

Le marché français continue de se développer à son rythme

Le marché français de la titrisation se développe : les titrisations de prêts hypothécaires et, dans une moindre mesure, de prêts à la consommation ont permis d'accroître les volumes traités sur la place. Les entreprises commencent à apparaître en tant qu'émetteurs.



JEAN FRANÇOIS DESPOUX

Managing director,
head of securitization
Europe

Société Générale

■ Quel état des lieux peut-on faire du marché français de la titrisation ?

Il se construit en premier lieu sur un flot récurrent d'opérations lancées par les grands acteurs de ce marché, qui interviennent de façon régulière sur des opérations de prêts hypothécaires ou de prêts à la consommation. Typiquement, ces opérations font appel à des structures de *master trust*, qui permettent d'émettre de façon récurrente et complètement intégrée aux politiques de refinancement de ces originateurs. Dans ce cadre, une nouveauté est apparue en ce qui concerne les montages sur de prêts hypothécaires. Certaines opérations se sont développées en utilisant des refinancements au travers de sociétés de crédit foncier, comme par exemple le Crédit immobilier de France qui utilise maintenant, de manière récurrente, des opérations de titrisation de prêts hypothécaires pour les différentes caisses régionales, à travers un montage initialement structuré par SG. De plus, comme on a pu le constater depuis la création de ce marché en France, des classes d'actifs variées continuent à apparaître.

Toutefois les volumes traités sur la place française sont inférieurs à ceux d'autres marchés européens, le Royaume-Uni en premier lieu qui reste le plus important, mais aussi l'Italie, l'Allemagne ou les Pays-Bas.

■ Outre les prêts hypothécaires et les prêts à la consommation cités ci-dessus, quels sont les principaux types d'actifs titrisés ?

Depuis 2001, comme dans le reste de l'Europe, la titrisation de prêts automobiles commence à se développer en France. En effet, ces émetteurs sont de plus en plus sensibles aux bénéfices comptable et réglementaire que peuvent leur procurer les opérations de titrisation, mais aussi aux coûts de refinancement avantageux qu'offrent les opérations de titrisation sur cette classe d'actif. Historiquement, elle s'est toujours bien prêtée à ce type de montage, et la dynamique de marché joue un rôle d'entraînement : les opérations se multiplient au niveau européen, le marché devient alors de plus en plus efficace, les émetteurs et les investisseurs de plus en plus nombreux, des comparaisons se font

entre portefeuilles, des benchmarks apparaissent. Au cours des deux dernières années, les spreads sur les prêts automobiles se sont améliorés et ces classes d'actifs bénéficient d'une bonne stabilité sur le marché secondaire, bien meilleure que celle des obligations *corporate*. C'est notamment ce qu'on a pu constater après le 11 septembre.

Ensuite, les opérations liées aux actifs immobiliers, comme les Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS), commencent à apparaître sur le marché français. On peut citer, par exemple, l'opération effectuée par Prologis sur les entrepôts Garonor qu'elle détient au Nord de Paris, et arrangée par SG.

■ **On constate également une multiplication des opérations de titrisation synthétiques. Quelle en est la raison ?**

Elles permettent notamment aux banques de sortir du risque de leur bilan. Ainsi des transactions sur des portefeuilles de risque sur les entreprises – prêts ou obligations – sont apparues, mais il s'agit essentiellement d'opérations privées dans un cadre bilatéral, sur

des montants qui peuvent être importants, avec des investisseurs spécialisés capables d'apprécier ces risques.

■ **Qui sont les nouveaux acteurs de la titrisation ?**

Les opérations lancées par des entreprises s'articulent autour de deux grands produits, principalement ceux de conduits, les ABCP, mais aussi, plus récemment, des produits de marché de capitaux, les ABS, avec des refinancements long terme sur le marché, même si ces montages sont techniquement moins faciles puisqu'ils reviennent à refinancer des actifs court terme par des ressources long terme.

Il est clair que le coût des ressources des entreprises a globalement augmenté au cours des dernières années. Les coûts de refinancement que l'on peut proposer en titrisation par rapport aux coûts des ressources qui peuvent apparaître sur les marchés deviennent dans certains cas compétitifs. De plus, comme les banques, les entreprises sont amenées à titriser en vue de sortir certains actifs de leur bilan. Toutefois le fu-

tur traitement de ces opérations dans le cadre des normes internationales IAS n'est toujours pas clarifié. La problématique s'organise autour de deux clauses : l'une (IAS 39) doit déterminer les conditions de sortie effective des actifs des bilans ; l'autre (SIC 12) fixe les critères pour le calcul du périmètre de consolidation.

■ **Parmi ces nouvelles entreprises émettrices, les PME pourraient-elles aussi recourir à la titrisation ?**

Dans le cadre d'opérations de titrisation classique, c'est beaucoup plus difficile car il faut un montant minimum de l'ordre de 100 millions d'euros. En revanche, suivant l'exemple allemand, on pourrait peut-être voir apparaître de nouveaux produits un peu hybrides qui seraient intermédiaires entre les techniques de factoring classiques et celles de titrisation. Deux montages ont été lancés en Allemagne : sur les créances court terme, la compagnie d'assurance Gerling a monté un conduit destiné aux PME allemandes. Le conduit agit comme un factor : il achète des créances et les refinance par émission de papier court-terme. KfW de son côté, sponsorise un montage de titrisation de créances long terme à travers son conduit «Promise».

■ **Dans certains pays, des Etats ou des entreprises para-étatiques ont eu recours à la titrisation ...**

En effet, des opérations de ce type ont eu lieu, notamment en Italie et en Grèce. L'objectif affiché était de réduire l'endettement de ces Etats par rapport aux critères de Maastricht. Il faut noter toutefois que la Commission européenne doit publier cet été un décret précisant le traitement de ces opérations. La problématique est de savoir dans quelle mesure le risque est transféré lors de ces opérations.

■ **Qu'en est-il des titrisations *whole business* ?**

On recense principalement deux cas de figure pour ces opérations : en premier lieu les opérations pour les *operating companies* qui opèrent sur des activités générant un *cash flow* assez stable, selon certaines caractéristiques. Ces entreprises doivent présenter un histo-

rique d'activité dans leur domaine, ce qui exclut par exemple la nouvelle économie, se situer dans un secteur dont l'entrée est protégée par des barrières (montants d'investissement significatifs...) et dont les *capital expenditures* sont prévisibles. Le tout constitue une «histoire» que l'on peut vendre de manière intéressante à l'investisseur. Aucune opération de ce type n'a vu le jour en France pour le moment, mais il y en a eu beaucoup en Grande-Bretagne, liées au fait que l'environnement juridique de ce pays y est favorable. En effet, la protection des créanciers est très forte, le droit qu'ils peuvent avoir à contrôler, non seulement l'actif, mais aussi la gestion de la compagnie en cas de problème, est étendu et leur permet de se protéger de manière efficace. Les principales opérations de ce type ont été lancées sur des compagnies de ferries, des réseaux de stations-service sur autoroutes, des pubs, des parcs de loisirs ou des musées, comme cela a eu lieu pour le musée Tussault.

L'autre cas de figure de titrisation *whole business* apparaît dans le cadre de financements d'acquisitions. En donnant accès au marché des capitaux et en élargissant la base d'investisseurs, l'opération permet bien souvent de rallonger les durées d'emprunt, donc mécaniquement d'augmenter les montants prêtés et de relever les critères qui déterminent le montant de dettes qui peut être levé. Là encore, le marché porteur est celui de la Grande-Bretagne. La transposition en France de ce genre d'opération pourrait être envisagée dans une configuration où l'activité est clairement délimitée avec des structures juridiques aménageables pour renforcer la protection contre le risque de faillite. Par exemple, cela pourrait, dans certains cas, porter sur des refinancements de projets.

■ **Comment évaluer les perspectives du marché ?**

La base du développement de la titrisation restera certainement les opérations sur les crédits hypothécaires et à la consommation. Mais on devrait aussi voir apparaître plus de transactions publiques pour le compte de *corporate*, en particulier des opérations de titrisation immobilière. ■

“Les opérations liées aux actifs immobiliers, comme les *mortgage backed securities*, commencent à apparaître sur le marché français.”

Propos recueillis
par Elisabeth Coulomb