

L'assurance dans les montages de titrisation

Les compagnies d'assurance apparaissent aujourd'hui dans les montages de titrisation à différents niveaux : assurance dommage, assurance crédit, garantie financière, gestionnaire d'actifs, etc. En 2001, les difficultés rencontrées du fait de trois polices d'assurance non honorées dans des opérations de titrisation ont marqué la distinction entre les assureurs monolines et les assureurs traditionnels (multilines).



RÉMI CHARRIER
Directeur adjoint
CIFG Europe

LES ASSUREURS TRADITIONNELS apportent une contribution majeure à la titrisation en proposant des polices qui, par la couverture des risques qu'elles permettent, rendent réalisables des opérations qui ne le seraient pas autrement.

L'assurance répond au besoin de couverture des acteurs économiques. Le risque de perte, matérialisé par la survenance d'un sinistre, est indemnisé par les assureurs. Disposant déjà d'engagements diversifiés, ceux-ci peuvent prendre des risques individualisés, qui sont agrégés dans leur portefeuille et deviennent ainsi mutualisés. Ils peuvent donc, dans les montages de titrisation, apporter des solutions pour compenser, par exemple, certains risques aéronautiques, les risques de dommages immobiliers ou de dépréciation des stocks. Dans l'opération

Marne et Champagne¹, une police d'assurance relative au stock de champagne a ainsi été mise en place et déléguée au profit de la structure. Dans les titrisations aéronautiques, d'une part, les avions sont assurés contre le risque de «perte

totale», d'autre part, les structures sont protégées des poursuites des tiers ayant subi un préjudice grâce aux assurances souscrites par les compagnies aériennes. Les risques de guerre et d'incident nucléaire restent généralement exclus des polices d'assurance, tout comme les risques d'inondation et de tremblement de terre, sauf exceptions. Dans certaines opérations, et selon la situation géographique des actifs, ces couvertures s'avèrent pourtant indispensables : aux Etats-Unis par exemple, les titrisations de portefeuille immobilier² dans des états présentant des risques sismiques importants (Californie, Washington, Oregon, Utah, Missouri) nécessitent une assurance couvrant les effets d'un tremblement de terre.

DANS LES MONTAGES DE PRÊTS HYPOTHÉCAIRES...

Les compagnies d'assurance interviennent dans les montages de prêts hypothécaires résidentiels³ en couvrant le risque de décès et invalidité des emprunteurs. Aux Etats-Unis et en Angleterre, un certain type d'assurance crédit hypothécaire (*mortgage insurance*) se développe fortement sur les prêts immobiliers aux particuliers, en tant que ga-

1. Multilines vs. monolines

- Les compagnies d'assurance traditionnelles sont communément appelées *multilines* sur les marchés financiers en raison de la multiplicité des polices souscrites.
- Les assureurs *monolines* délivrent un seul et unique type d'assurance : la garantie financière.

ranties destinées à couvrir une partie du risque de perte en cas de défaut de paiement de l'emprunteur. Ces assurances permettent généralement aux individus d'emprunter davantage en pourcentage de la valeur du bien immobilier financé. En France, des sociétés d'assurance comme les mutuelles professionnelles apportent leur caution aux emprunteurs immobiliers. La prise en compte de ces assurances dans les montages de titrisation d'immobilier résidentiel permet généralement de réduire le surdimensionnement structurel et de ce fait le coût de financement du cédant.

... OU LES TITRISATIONS DE CRÉANCES COMMERCIALES

Dans le domaine des créances commerciales, souvent titrisées au moyen de véhicules émettant des billets de trésorerie à court terme (30 à 90 jours), l'apport des assurances crédit n'était pas valorisé par les agences de notation jusqu'à présent. Le délai d'indemnisation trop long (neuf mois environ) puisque dépassant la maturité des titres émis, en était l'une des principales raisons. Certains assureurs crédit, soucieux d'entrer dans un marché en croissance, adaptent cependant leur police pour mieux répondre aux attentes du marché de la titrisation, notamment en terme de durée de couverture, de délai et de montant d'indemnisation, ainsi que d'exclusion des clauses de résiliation et de non-exercice de la police. De même, certains montages bénéficient de couverture du risque politique⁴.

Les agences de notation tiennent compte positivement de ces couvertures de risque, mais modulent la valeur de ces apports en fonction de paramètres tels que le délai d'indemnisation, les clauses de résiliation ou la notation de l'assureur. L'engagement de l'assureur décrit dans les termes de la police est le critère essentiel. La notation élevée de l'assureur ne saurait seule apporter un confort suffisant aux investisseurs sur une opération particulière.

LES POLICES D'ASSURANCES NE SONT PAS DES GARANTIES À PREMIÈRE DEMANDE

Au début de l'année 2001, le défaut de paiement de titres bénéficiant d'une police d'assurance notée AAA a profon-

dément modifié la perception, et par la suite le rôle des assureurs, dans le marché de la titrisation et ce en dépit d'une décision de justice favorable à l'assureur. Lexington Insurance Co., une filiale du groupe American International Goup Inc., avait notifié ainsi son refus d'indemniser les investisseurs des titres Hollywood Funding n° 4, n° 5 et n° 6 initialement notés AAA sur la base d'une police d'assurance jugée inconditionnelle par le marché.

L'incertitude sur la mise en jeu effective de la garantie a rendu les investisseurs, comme les agences de notation, plus réticents à l'égard des titres garantis par des compagnies d'assurance traditionnelles «multilines». A l'inverse, les titres bénéficiant de garanties inconditionnelles, irrévocables et à première demande d'assureurs «monolines», ont vu leur acceptation renforcée dans le marché (encadré 1).

Les agences de notation analysent désormais «l'intention de payer» (*willingness to pay*) de la part des assureurs multilines et exigent dans de nombreuses circonstances une confirmation de cet engagement, par exemple, sous la forme d'un document signé par la direction générale de la compagnie d'assurance. Standard & Poor's a ainsi confirmé en août 2001 la note de 17 financements structurés garantis par des filiales d'AIG après révision du texte des garanties et engagement des dirigeants du groupe américain d'honorer les contrats.

EN CAS DE DESTRUCTION DES ACTIFS

Les réticences des marchés à l'égard des compagnies d'assurance multilines sont apparues à nouveau début 2002, lorsque onze compagnies d'assurance indiquaient refuser d'indemniser Mahonia Ltd., une filiale de JP Morgan, pour 965 millions de dollars de contrats relatifs à la livraison de gaz et de pétrole par Enron, déclaré en faillite⁵. Le drame du World Trade Center en septembre 2001 n'a que

2. Le risque terroriste

Ce risque varie selon :

- la définition même du risque terroriste ;
- les conditions de mise en jeu de la police ;
- l'échéance des polices d'assurance comparée à celle de la transaction ;
- la possibilité de modifications des clauses contractuelles ou de la prime d'assurance au cours de l'opération ;
- la nature des actifs, dont la diversité limite l'impact du risque terroriste.
- Le surdimensionnement, qui dans des cas bien spécifiques permet aux porteurs de titres seniors d'être remboursés malgré la survenance d'un sinistre de cette nature*.

* Moody's indique que les titres notés Aaa d'un CMBS bénéficient en général d'un surdimensionnement tel que selon la localisation la seule valeur du terrain pourrait suffire à rembourser totalement les investisseurs, même en cas de destruction totale du bien immobilier

1 Financement structuré gagé sur un stock de champagne (Marne et Champagne mars 2000).

2 «Commercial Mortgage Backed Securities» (CMBS).

3 «Residential Mortgage Backed Securities» ou RMBS.

4 BHN IV Mortgage Trust (mars 2000) et BACS I (février 2001) sont deux titrisations de prêts hypothécaires argentins en devise US-dollar.

5 Source : Bloomberg (mars 2002).

poursuivi cette tendance devant le manque de certitude qui peut exister dans certaines polices d'assurance multilines. Dans ce cas, l'indemnisation du bailleur est soumise à une décision de justice américaine, qui devra préciser si l'effondrement des deux tours constitue un seul ou deux événements disjoints modifiant très significativement le montant des indemnisations. Un procès est prévu au plus tôt pour le 3 septembre 2002 soit un an après la survenance du sinistre et de ce fait peu compatible avec la notion de paiement en temps et en heure. Les investisseurs s'interrogent sur les modalités de paiement dans le cadre de risque terroriste ou de destruction totale des actifs lors de titrisations immobilières ou aéronautiques. Les recours quasi-systématiques en justice pour trancher sur les conditions de mise en jeu des polices peuvent affaiblir la valeur des couvertures de certaines multilines. Le 31 mai 2002, l'agence de notation Moody's plaçait les notations de 14 CMBS sous surveillance, après avoir revu la couverture du risque terroriste (encadré 2).

LE CAS PARTICULIER DES ASSUREURS MONOLINES

Les assureurs monolines représentent un segment particulier de l'assurance. Créées au début des années 70 aux Etats-Unis, les sociétés américaines comme MBIA, AMBAC, FSA et FGIC dominent actuellement le marché. En Europe, CDC IXIS a récemment créé CIFG un groupe d'assurance de type monoline, avec une filiale européenne CIFG Europe et une filiale américaine CIFG NA. Les assureurs monoline ont pour unique ob-

jet de délivrer des garanties financières au bénéfice d'investisseurs en titres obligataires. Leurs garanties sont inconditionnelles, irrévocables et payables à première demande ; les investisseurs sont donc certains d'être payés en temps et en heure. Il s'agit chez les monolines d'un principe essentiel, intangible et bien compris par le marché. Après un développement initial dans les garanties d'émissions des collectivités locales américaines, les monolines se sont diversifiées dans les années 80 dans la garantie de tranches de titrisation et de financements de projets, facilitant la sortie sur le marché de titres parfois complexes. En effet, les monolines font bénéficier les titres garantis de leur note AAA, la plus haute note délivrée par les agences de notation. Ces nouvelles activités représentent aujourd'hui plus de 60% des garanties émises (en volume) dans l'année (*Banque Magazine* n° 627 juillet-août 2001).

DES POLICES DE PLUS EN PLUS PRÉCISES

Les compagnies d'assurance développent de plus en plus une activité de conseils et proposent des «solutions financières» en matière de titrisation et de financements structurés. Les marchés financiers ont cependant été fortement marqués par certaines défaillances sur des polices d'assurance. Les justifications données n'ont pas été suffisantes pour les rassurer. Les compagnies d'assurance devront rendre leurs polices plus précises, plus strictes et conformes aux attentes des investisseurs. Cet effort est d'autant plus nécessaire que les demandes de couverture sont de plus en plus variées et souvent spécifiques à chaque montage de titrisation. Le recours à une police d'assurance peut rendre possibles certains montages. Il peut engendrer des économies substantielles pour le cédant d'actifs titrisés, par exemple grâce à un surdimensionnement moins élevé, à l'élargissement de la base d'investisseurs ou à une couverture moins coûteuse en vertu des contraintes réglementaires propres à l'assurance. Des progrès significatifs dans la précision des conditions d'exercice des polices devront être réalisés par les assureurs s'ils ne souhaitent pas voir leur rôle marginalisé dans l'assurance de structures de titrisation. ■

La titrisation des actifs d'assurance

La hausse du coût de la réassurance a conduit les assureurs à étudier des montages de titrisation, pour transférer aux marchés financiers certains risques, tels que les risques catastrophe («*cat bonds*»). Les catastrophes naturelles avaient en effet coûté plus de 20 milliards de dollars à la profession en 1999. Cependant, les opérations de ce type restent encore peu nombreuses en l'absence de données historiques véritablement fiables. D'autres types d'actifs comme les primes d'assurance non encore recouvrées, ainsi que la valeur intrinsèque des contrats d'assurance vie ont aussi fait l'objet de titrisation. En France, l'usage des fonds communs de créances pour titriser des créances d'entreprises d'assurance est autorisé depuis la loi n° 93-6 du 4 janvier 1993, modifiant la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988. Cependant ce cadre réglementaire n'a donné lieu à aucune opération publique significative à ce jour.