

TITRISATION CMBS : LES NOUVEAUTÉS TECHNIQUES EN MATIÈRE DE FINANCEMENT



Jean-Norbert
Pontier

Associé
International Finance
Capital Markets

Lovells

Les techniques récemment utilisées dans l'industrie des *commercial mortgage backed securities* en Europe visent à gérer les événements affectant les actifs de la structure de titrisation. Par exemple, les remboursements anticipés ou les rachats qui provoquent une diminution des intérêts perçus par la structure.

L'année 2005 a été, sans conteste, une année prospère pour le marché des *commercial mortgage backed securities* (CMBS) en Europe. Selon les statistiques du European Securitization Forum, les émissions de CMBS ont atteint 37,7 milliards d'euros en 2005, contre 15,2 milliards en 2004 et la croissance devrait continuer à un bon rythme en 2006 [1]. L'actif immobilier reste certainement parmi les actifs les plus attractifs et les plus sophistiqués à monétiser pour permettre l'accès à son rendement. Les techniques récemment utilisées dans l'industrie du CMBS ont enrichi la phase de financement (ou *funding side*) pour, notamment, tenir compte et gérer les événements

affectant les actifs de la structure de titrisation. Certaines ont eu pour objet de traiter des risques liés aux fluctuations potentielles des flux générés par les actifs et donc de minimiser les impacts créés par ces facteurs sur la dette de financement de la structure, de régler l'ordre d'application des flux pour s'assurer que certains de ces risques seront également répartis; d'autres ont cherché à améliorer les conditions d'extraction du profit résiduel de la structure.

L'AJUSTEMENT DES INTÉRÊTS

Les opérations de CMBS récemment mises en place ont eu à résoudre un problème récurrent lié au risque d'assèchement de la source de financement des intérêts dans les structures de titrisation et ce, afin de minimiser l'augmentation de la moyenne pondérée de la marge qui en résulte. Le risque et l'impact de cet appauvrissement apparaissent essentiels dans chacune des structures de CMBS, tant

“ Les opérations de CMBS récemment mises en place ont eu à résoudre un problème récurrent lié au risque d'assèchement de la source de financement des intérêts dans les structures de titrisation. ”

pour les arrangeurs que pour les agences de notation. Cette situation est principalement liée à la survenance du remboursement anticipé des actifs titrisés. Par principe, les intérêts reçus au titre des actifs titrisés sont affectés, de manière séquentielle, au paiement en premier de la dette la moins coûteuse, puis aux tranches subordonnées du capital de la structure. La survenance de remboursements anticipés peut donc générer un déficit entre le montant des intérêts perçus au titre des actifs (non-remboursés) et le montant des intérêts que la structure doit payer aux investisseurs juniors. En effet, la moyenne pondérée de la marge applicable à la dette de la structure se trouve augmentée, dans certains cas, par le remboursement de la dette senior. Le mécanisme utilisé pour parer ce type de risque consiste à “capper” par la méthode l'*available fund cap* (AFC) ce qui est dû à ce qui est reçu par la structure [2], quel que soit le montant à payer et ce, en cas de remboursement anticipé, mais en dehors de toute situation de défaut au titre des actifs monétisés. Si un remboursement anticipé vient réduire le montant des intérêts disponibles dans la structure et crée une augmentation de la moyenne pondérée de la marge subordonnée applicable due au marché, ce qui ne sera et ne pourra être payé à bonne

[1] ESF Securitisation Data Report Winter 2006.

[2] Dans certaines structures, la différence entre ces deux montants est calculée par modélisation et réservée dans un compte de cash.

date – qu'on appelle dans certaines structures le *prepayment interest deficiency* – ne sera pas traité comme un cas de défaut au titre de la dette vis-à-vis des investisseurs. La règle posée par cette technique est que ce qui sera payé à la dette junior, après désintéressement de la dette senior, sera fonction non plus du taux d'intérêt (et de la marge) applicable, mais d'un taux moyen calculé sur la base – notamment, mais pas exclusivement – du rendement des actifs sous-jacents pour tenir compte, désormais, de ce que peuvent financer en intérêt les actifs de la structure. Ce montant d'intérêt ainsi déterminé est désigné comme étant l'*adjusted interest amount* (WAC). Ainsi, la dette se trouve portée par la structure à un coût en corrélation avec la capacité de financement des actifs : la différence entre ce qui aurait dû être payé et ce qui est payé correspond au WAC.

Parmi les causes d'assèchement générant ce déficit d'intérêt, on retrouve le cas du remboursement anticipé des actifs par son débiteur, mais aussi la disparition de l'actif en raison, par exemple, de son rachat par un investisseur de type B lender

DÉFINITION

Le profit

■ À titre de rappel, le profit provient de la différence entre le rendement des actifs et le coût de la dette de la structure. Le montant d'intérêts payés au marché peut varier avec les risques de remboursement anticipé des actifs présents à la base de la structure. La survenance de ces risques est naturellement de nature à entamer la marge constitutive du profit.

venu relever la LTV, voire par l'entité en charge de la gestion de cet actif ou même par le vendeur initial qui serait amené à racheter l'actif cédé initialement à la structure.

À nouveau, ce mécanisme n'a pas vocation à limiter les intérêts dus aux investisseurs en cas de défaut au titre des actifs titrisés. Le tarissement des intérêts pour défaut peut être couvert par une liquidité disponible dans la structure et, si ce n'est pas le cas, les montants qui auraient dû être payés si le défaut n'était pas survenu pourront être comptabilisés par la structure comme étant dus aux investisseurs juniors et seront payés lorsque suffisamment de fonds seront disponibles, voire après la réalisation des sûretés attachées aux actifs titrisés.

Il résulte donc de la survenance d'un *prepayment interest deficiency*, une diminution des ressources disponibles dans la structure. La conséquence pour les investisseurs concernés est que le montant d'intérêts impayé est lissé dans le temps, voire s'éteint purement et simplement dans certains cas. En effet, certaines structures décident que la différence entre le montant

d'intérêt qui aurait dû être payé et l'*adjusted interest amount* concernant la portion de la dette la plus subordonnée ne sera jamais payée pour ce qui est des investisseurs les plus juniors alors que d'autres structures continuent à provisionner ce qui n'a pas pu être payé.

L'INTÉRÊT AU PRORATA

Le concept d'*interest residual amount* (IRA) est proche sur le principe du concept d'*adjusted interest amount*. Si après détermination du montant d'intérêt à payer sur ce qui est dû en premier par la structure de titrisation à la tranche senior de son capital, les intérêts générés par les actifs s'avèrent trop faibles pour servir le reste des tranches, le disponible d'intérêts à cette même date sera alors distribué sur une base prorata et non plus séquentiellement. Dans cette hypothèse, l'extinction de l'élément de la dette qui n'a pu être payé n'est pas la règle, comme dans le cas de la technique de l'ajustement d'intérêt, dans la mesure où les sommes qui auraient dû être payées, et qui restent impayées après la distribution prorata, seront payables à la

www.demos.fr
Ne manquez pas le séminaire

« Vers un espace unique des paiements européens : Target 2, SWIFT, SEPA »



A Paris, le
Jeudi 19 Octobre 2006

Les points clés

- Une analyse des systèmes interbancaires de paiements
Jean-Marc Fiquet (Université Bordeaux IV)
- De l'interconnexion des systèmes à une plate-forme partagée : une évolution profondément structurante
Yvon Lucas (Banque de France)
- Quelles conséquences de la mise en place de Target 2 pour les banques commerciales ?
Fabrice Denele (CNE)

Demos, 20 rue de l'Arcade 75008 Paris • banques@demos.fr

Programme disponible au 01 44 94 58 43




prochaine date de paiement d'intérêt si les fonds sont disponibles dans la structure et, dans le cas contraire, ces montants impayés d'intérêts seront différés dans leur paiement à la date de maturité du principal de la dette. Ce mécanisme, par lequel on diffère systématiquement ce que l'on ne peut pas payer, n'est certainement pas de nature à faciliter le rating de ces structures concernant leur capacité de paiement à bonne date de ce qui est dû aux investisseurs. Toutefois, certaines transactions ont clairement exposé aux investisseurs que le flux d'intérêt à payer pourra être, dans certains cas, le flux d'intérêt disponible généré par les actifs. Ceci crée, ainsi, un mécanisme transparent de passage des flux d'intérêts reçus par la structure au marché et uniquement sur la base du disponible sans contraindre la structure à devoir mécaniquement payer un montant prédéterminé d'intérêt à ses investisseurs. Ce mécanisme fut utilisé pour la première fois dans des structures paneuropéennes de CMBS comprenant des émetteurs intermédiaires dits *pass-through*, où le montant d'intérêts payés correspond au montant des intérêts générés par les actifs sans que le capital de ce véhicule émetteur intermédiaire soit affecté d'un taux d'intérêt prédéterminé.

LA PONDÉRATION DU PRINCIPAL

Parmi les raisons qui peuvent expliquer une réduction du montant des intérêts disponibles pour la distribution aux investisseurs, figure bien évidemment le défaut d'un actif dans la structure. L'illustration typique est le cas du défaut de paiement de l'emprunteur au titre d'un prêt hypothécaire monétisé par la structure. Par définition, ce cas de défaut devrait conduire à la liquida-

“ Le mécanisme par lequel on diffère systématiquement ce que l'on ne peut pas payer n'est certainement pas de nature à faciliter le rating des structures de titrisation concernant leur capacité de paiement à bonne date de ce qui est dû aux investisseurs. ”

tion de l'actif concerné. Par cette technique, l'estimation de la perte en principal sur cet actif est imputée sur le principal de la dette de la structure, supportant cet actif, pour le besoin du calcul des intérêts à servir au marché. Ce montant ou NAI amount (Not Accruing Interest) permet donc de réduire le montant en principal de la dette [3]. Par cette réduction, le montant des intérêts dus se trouve diminué pour tenir compte d'un rétrécissement de la base d'actifs disponibles dans la structure. Cette réduction de principal de la dette est rendue nécessaire uniquement pour les besoins de la détermination du montant d'intérêts qui devra être servi et, en conséquence, il n'est pas procédé à une diminution du principal dû au marché. Ce qui n'a pu être payé en intérêts est, comme indiqué précédemment, soumis à la règle du différé rendant ainsi exigibles ces montants (ou NAI *Deferred Interest*), dans ce cas, à la date de maturité de la partie de la dette concernée par l'allocation fictive de cette réduction de principal.

LE PROFIT TITRISÉ

Longtemps, la monétisation et la liquidation du profit dans les opérations CMBS se sont faites par l'extraction de celui-ci (en faveur du sponsor ou du cédant des actifs) à travers le dispositif de priorité des paiements de la structure de titrisation.

Ces dernières années, la structuration permettant l'extraction du profit s'est sophistiquée, afin de permettre sa monétisation auprès de personnes extérieures à la structure de titrisation. L'idée est que le profit est constitué par du cash qui, par définition, n'est plus disponible pour servir le marché, dès lors que le marché a déjà été désintéressé. Le montant du profit ainsi disponible

devrait pouvoir être déterminable avant le service de la dette, dès lors que les coûts de la structure eux-mêmes sont déterminables. Cet excès constitue donc une somme que l'on peut attribuer en tant qu'intérêt à un titre émis par la structure (classiquement, ce titre est désigné comme la *Class X Notes* ou *I/D Notes*) afin d'extraire ce profit. Ainsi, la monétisation du profit peut se faire auprès d'investisseurs prêts à s'exposer, notamment, aux risques de remboursements anticipés. Selon les juridictions concernées et la fiscalité applicable, certaines structures ont émis des *Class X Notes* (ou certificats) *funded* ou *unfunded*. En fonction du rating recherché, le titre bénéficiera d'un rang senior plus ou moins haut dans l'ordre de priorité des paiements de la structure ainsi que du support de la liquidité mise en place pour parer les éventuels décalages de trésorerie.

Ces illustrations de quelques nouveautés concernant le *funding side* des opérations de CMBS reflètent simplement l'évolution du traitement de certaines contraintes générées par les actifs dans la vie de la structure de titrisation. Ces nouvelles techniques varient d'une opération à une autre et sont fonction de l'arrangeur et de la notation recherchée, mais gardent le même objectif qui est d'améliorer l'attractivité de cette industrie par une meilleure gestion des facteurs de risque et du profit. ■

[3] Dans certaines structures, ce mécanisme est connu sous le vocable de PAO (*Principal Amount Outstanding*) Reduction.