

Motifs et enjeux de la diversification des actifs titrisés

Parallèlement au marché de la titrisation d'actifs «classiques» aujourd'hui quasi standardisé, les opérations adossées à de nouvelles catégories d'actifs, parfois qualifiés «d'exotiques» se sont multipliées. Parmi ces dernières, les créances «futures» constituent un segment prometteur, notamment pour financer les collectivités locales ou les Etats nouveaux venus sur le marché de la titrisation.

L'INGÉNIERIE JURIDIQUE ALLIÉE À l'assouplissement progressif des textes a permis l'adaptation de la technique aux créances de toutes natures, qu'il s'agisse de créances nées, performantes, douteuses ou litigieuses ou de créances futures. Cependant, en France et plus généralement dans les pays de droit codifié, des obstacles (certains parleront de garde-fous) juridiques subsistent, tels l'inaliénabilité de catégories d'actifs détenus par certains agents, ou l'obligation de disposer des moyens permettant de dénombrer, individualiser et évaluer un portefeuille de créances. Parallèlement, le traitement fiscal des opérations est souvent déterminant compte tenu d'environnements nationaux plus rigides en Europe continentale que dans les pays anglo-saxons.

UN SEGMENT PROMETTEUR : LES CRÉANCES FUTURES

Parmi les classes d'actifs recelant un potentiel important en matière de titrisation, une se distingue nettement : il s'agit des «créances futures». La définition de ce segment n'ayant d'autre limite que l'imagination des intervenants, il

n'est pas question ici de répertorier l'intégralité des différentes natures de créances. Néanmoins, dans un souci de clarification, les créances futures peuvent se définir comme des créances devant naître d'une prestation non encore effectuée, s'inscrivant le plus souvent dans une relation contractuelle existant avec un débiteur connu, comme par exemple un contrat cadre d'achats, mais pouvant aussi à l'extrême, résulter de contrats dont on suppose qu'ils seront signés dans le futur avec des débiteurs non encore identifiés au jour de la cession (cf. *whole sale securitization*).

Quelques grandes catégories ont à ce jour été exploitées dans le cadre d'opérations de titrisation. Tout d'abord les droits à la propriété intellectuelle détenus par un artiste, un écrivain ou une société. Illustre exemple dans cette catégorie, les «Bowie Bonds» ont donné le départ de ce type de transaction. Des opérations de même nature peuvent être envisagées pour les royalties au titre des catalogues audiovisuels ou de disques, droits de re-

DANIEL BENDAVID
Directeur général adjoint

PHILIPPE DURAND
Financements corporate
et titrisation
Bayerische Landesbank
Succursale de Paris

“Le traitement fiscal des opérations est souvent déterminant.”

1. Exemples de transactions sur créances futures

Droit à la propriété intellectuelle :

- David Bowie (1997) : US\$ 55 millions.
- Rod Stewart (1998) : US\$ 15 millions.
- Calvin Klein (1994) : US\$ 18 millions.

Droits sportifs

- Revenus futurs de la ligue MLB (Major League Baseball) de New York.
- Revenus futurs de la NBA (National Basketball Association) de New Jersey (Yankeenets LLC, \$ 250 millions, 2000).

Titrisation des revenus futurs de 13 théâtres du centre de Londres (Really Useful Theatres Finance Limited, £ 84 millions, 2000).

Titrisation de commissions futures dégagées par des *mutual funds* : celles-ci ont atteint des volumes de \$ 1.1 milliard en 2000, mais seulement \$ 275 millions en 2001 en raison de la chute des marchés financiers (exemple : FEP Receivables Trust, \$ 195 millions, 2001).

production de livres, marques et brevets, contrats publicitaires ou droits sportifs (*encadré 1*).

La France n'est pas en reste dans cette catégorie de montage. Dans ce domaine, la succursale parisienne de la Bayrische Landesbank a fait partie des pionniers en lançant en 1998 l'opération Cogevolt (1 000 millions d'euros) dont l'actif sous-jacent est un portefeuille de créances issues de contrats à long terme d'achat d'électricité conclus par Dalkia, pôle énergétique du groupe Vivendi Environnement. Ont suivi des opérations basées sur les livraisons futures de navires pour le groupe Alstom et, en 2000, la titrisation de créances commerciales futures à naître de la livraison par le groupe EDF d'électricité aux entreprises et collectivités locales. Il convient de noter que la plupart des opérations de ce type réalisées dans l'hexagone ont fait l'objet de placements privés.

TITRISER LES STOCKS : DES OPÉRATIONS COMPLEXES

Les stocks constituent des gisements de plus en plus exploités. Ainsi les opérations réalisées dès 1998 pour le groupe Chargeurs, et la titrisation de stocks de spiritueux du groupe Marne et Champagne ont permis de défricher un terrain jusque-là inexploité. La titrisation en 2001 d'un stock de diamants par un diamantaire belge est un autre

exemple intéressant d'opération qui se distingue par la singularité de l'actif sous-jacent (Rosy Blue Carat, 100 millions de dollars).

Il faut préciser que ces opérations sont particulièrement complexes et exigent des analyses rigoureuses, tant sur les questions délicates de valorisation et conservation des actifs (dont le prix de vente constitue la garantie ultime des investisseurs), que sur les contraintes juridiques liées à la dépossession et à la sortie du périmètre des actifs du cédant, en particulier dans le cadre des procédures de faillite. En effet, ces opérations inhabituelles alimentent des débats techniques entre avocats, quant à la solidité des sûretés octroyées dans le cadre des procédures de faillite, et plus spécifiquement quant aux chances de succès de la production à un administrateur judiciaire de créances issues de prestations à exécution successive. S'y ajoutent au plan fiscal, le risque d'imposition immédiate du produit de cession de créances futures, les difficultés opérationnelles dont en particulier la nécessité d'obtenir des autorisations pour rendre les sûretés opposables aux autres créanciers, ou pour exercer certaines activités, et enfin les obstacles psychologiques et sociaux dès lors que ces schémas touchent à la substance même de l'entreprise.

L'AVENIR : LE WHOLE BUSINESS SECURITIZATION ?

Dans la lignée des opérations portant sur des créances futures, l'ingéniosité des banquiers d'affaires a peut-être atteint son apogée avec des opérations qui ne se basent plus seulement sur les revenus futurs dégagés par un actif ou groupe d'actifs présent à l'actif du bilan d'une entreprise (films, stocks, frais juridiques, commissions, etc.), mais sur les revenus futurs à naître de l'intégralité des opérations d'une société. Ces titrisations ont connu un essor important en Europe en 2001 avec des volumes dépassant 6 milliards d'euros (1.5 milliard en 1998) et concernent des activités très variées : pubs, stations-service, théâtres, sociétés de distribution d'eau, marques alimentaires, aéroports... Plus d'une trentaine de transactions de ce type, baptisées *whole business securitization* (WBS) ont été réalisées depuis 1998.

L'intérêt de ce type de montage, dont l'analyse est similaire à celle menée *ab initio* dans le cadre du financement de projets, pour l'entreprise qui s'y lance, est la levée de fonds à un coût plus accessible que celui induit par son profil financier ou sa notation. En effet, les tranches prioritaires émises dans le cadre des opérations WBS ont généralement une notation supérieure à celle de la dette prioritaire non assortie de garanties (*senior unsecured*) émise par la société, dont l'intégralité des revenus futurs est ainsi titrisée.

Pour atteindre ce résultat, la structure et la documentation juridique de l'opération sont souvent particulièrement complexes et s'appuient sur un ensemble de seuils d'alertes (*triggers*) qui, lorsqu'ils sont atteints autorisent les investisseurs représentés par l'agent des sûretés (*security trustee*) à s'immiscer dans la gestion de l'entreprise (exemple : contrôle de la politique de dividendes, possibilité de révoquer le management, contrôle de la politique d'investissement et de désinvestissement, etc.). En outre, pour que ces opérations fonctionnent, il faut qu'en droit, les investisseurs WBS priment sur les autres créanciers de l'entreprise.

LA CONTRAINTÉ RÉGLEMENTAIRE DANS LE DÉVELOPPEMENT DES WBS

Il apparaît clairement que l'environnement réglementaire est une contrainte fondamentale du développement des WBS : ces opérations sont fortement dépendantes des spécificités juridiques du pays de l'émetteur car elles bouleversent le concept traditionnel de contrôle des entreprises et la répartition des droits et obligations entre actionnaires et prêteurs. C'est pour cette raison que les WBS se sont développées essentiellement en Grande-Bretagne (*encadré 2*), où l'environnement réglementaire est pour le moment plus flexible. Ainsi l'Insolvency Act de 1986, bien que sujet à une éventuelle et partielle remise en cause, permet au détenteur de nantissements sur la majorité des actifs d'une société d'en contrôler, le cas échéant, la procédure de liquidation ou de mise en faillite en nommant un administrateur professionnel de son choix sans avoir recours à un tribunal.

Bien entendu, ces opérations sont plus difficiles à réaliser en France où les contraintes réglementaires constituent clairement un frein. Toutefois, certaines opérations réalisées ces dernières années se rapprochent des montages WBS. Tel est le cas de l'opération Wools Finance (115 millions de dollars, 1998) déjà citée, relative à la titrisation d'un portefeuille d'actifs divers (créances, stocks de laine et créances futures à naître de ces mêmes stocks) du groupe Chargeurs. De même, certaines titrisations mises en place à l'occasion de financements d'acquisition présentent des similitudes avec les WBS, à l'image de l'opération Crystal réalisée en 2001 par BLB Paris pour la société Saint-Louis Sucre (montant de 1 milliard d'euros).

VERS UN ÉLARGISSEMENT DES ACTEURS DU MARCHÉ : LES INTERVENANTS PUBLICS

La vente de recettes futures constitue un vaste réservoir dans lequel les collectivités locales ou les États pourraient aller puiser pour satisfaire leurs besoins de liquidité. Le champ des créances nées de l'exécution de contrats passés par les collectivités publiques est, en effet, considérable : loyers, redevances attachées à des autorisations d'occupation du domaine public, abonnements ou autres redevances de concession, recettes, futures de billetteries des musées, etc.

“L'intérêt de ce type de montage est la levée de fonds à un coût plus accessible que celui induit par son profil financier ou sa notation.”

Les transactions de *whole business securitization*

Les transactions de WBS, emblématiques outre-Manche, sont celles liées au marché de la distribution d'eau : Dwr Cymru Ltd, pour 2 milliards de livres en 2001, ou à celui des pubs : Punch Funding Limited II, pour 1.5 milliard de livres en 2000.

Notons également la première opération WBS réalisée en Allemagne en octobre 2001 et portant sur les revenus de la location d'équipements télécom : Tenovis Finance Limited, 300 millions d'euros, pour laquelle l'incertitude de l'environnement réglementaire allemand en matière de faillite semble avoir été en partie surmontée dans la structure de l'opération.

Certains exemples concrets illustrent déjà cette tendance même s'ils sont encore limités. Initiés par le Mexique et sa titrisation de créances futures liés à la consommation téléphonique (Telefonos de Mexico SA de CV), les montages de créances futures étatiques ont subi une accélération en 2000 et 2001. Ainsi, les créances détenues par certains Etats américains sur les producteurs et distributeurs de cigarettes au titre des amendes que ces derniers ont été condamnés à leur payer en 1998. Ces amendes s'élèvent au total à près de 200 milliards de dollars et leur paiement doit s'étaler sur plus de 25 ans. D'autres Etats américains ont déjà titrisé une partie des paiements futurs qui leur sont dus : les montants mobilisés sous cette forme atteignaient 4.5 milliards de dollars à fin 2001 (contre 2.5 milliards en 2000) et certains intervenants prévoient des encours proches de 8 milliards de dollars en fin d'année.

“Les montages de créances futures étatiques ont subi une accélération en 2000 et 2001.”

En Europe, le mouvement a été lancé dès 1999 par l'Etat italien qui a titrisé des créances douteuses détenues par les Caisses de sécurité sociale. En décembre 2001, l'Etat italien a récidivé en titrisant cette fois sa quote-part de revenus futurs en provenance des deux principales loteries de la péninsule. Dans les deux cas, les tranches émises bénéficient d'une notation AAA, supérieure à celle de l'Etat lui-même.

Ainsi la titrisation s'inscrit de manière indiscutable comme un outil de financement alternatif pour l'Etat. Elle permet par sa flexibilité de gérer les cycles économiques et les besoins de liquidité induits par les orientations budgétaires. A l'extrême, dans le cadre de la réflexion sur le rôle et les actifs de l'Etat, ce type d'opérations pourrait être envisagé comme alternative à la «privatisation».

LES LIMITES DES TITRISATIONS DES ETATS

Néanmoins, l'utilisation par les Etats de cette source de financement trouve ses limites dans le degré d'abandon de souveraineté qu'elle implique, les gouvernements des grands pays industrialisés

pouvant difficilement hypothéquer les principaux leviers budgétaires de leur action politique au bénéfice des marchés.

Sans entrer ici dans le détail de sujet complexes, les compagnies d'assurances constituent également des cibles offrant des opportunités aux titriseurs, que ce soit par la nature de leurs actifs notamment en matières de primes futures, d'*embedded value* (valeur «cachée») dans les portefeuilles d'assurance vie, ou encore d'optimisations de leur portefeuille de garantie dommages, ou à leur passif, à travers les possibilités qu'offrent leurs engagements en matière de réassurance.

LA POURSUITE DU DÉVELOPPEMENT DE LA TITRISATION EN EUROPE

Les conditions de la poursuite du développement du marché de la titrisation en Europe continentale semblent réunies. En résumé, les facteurs favorables tiennent à l'exigence accrue de rentabilité pour les fonds propres bancaires, à l'offre limitée de crédit et au renchérissement de ce dernier, au phénomène de gestion dynamique des risques bancaires que la réforme Bâle II risque d'amplifier et enfin à la demande des investisseurs pour des produits bien notés et rémunérés.

En outre, dans un contexte de normalisation accrue, les acteurs susceptibles de recourir à la titrisation sont aujourd'hui plus nombreux avec pour objectif l'obtention de liquidité, certains d'entre eux y voyant un moyen leur permettant de respecter les diverses normes et ratios qui leur sont imposés.

Malgré tout, chacun doit garder à l'esprit que si la titrisation constitue aujourd'hui une alternative incontournable de financement de l'économie et favorise le reconditionnement et la redistribution des risques entre les différents agents économiques. Sa mise en œuvre demeure plus contraignante que celle d'un financement classique et ne se justifie que si l'encours des actifs sous-jacents est suffisamment important. Enfin, les entreprises qui voudraient aboutir à un enregistrement hors bilan de ces opérations, devront à l'avenir, accepter de payer le prix associé à la déconsolidation. ■