

TITRISATION ET IMMOBILIER

ATTILA BALATON ET FRANÇOIS DELAVENNE

Il existe un lien historique étroit entre la titrisation et l'immobilier : c'est en effet le développement de la titrisation des créances hypothécaires aux Etats-Unis à partir des années 1970, avec l'avènement des *pass throughs*, qui a constitué le cadre de référence à l'intérieur duquel l'activité de titrisation s'est ensuite épanouie.

Dans ce contexte, la titrisation est définie comme *le processus de conversion de créances hypothécaires individuelles en titres garantis par des pools de créances hypothécaires* («*securitization is the process of converting individual mortgages into securities collateralized by mortgage pools*», Fabozzi & Modigliani, «*Mortgage and mortgage-backed securities markets*», Harvard Business School Press, 1992).

Il nous semble cependant que, pour bénéfique qu'ait été le développement prodigieux des marchés de titres représentatifs de créances hypothécaires (aujourd'hui, un tiers du stock total de ces créances est titrisé aux Etats-Unis, soit plus de 1200 milliards de dollars), il a aussi conduit à freiner la recherche d'autres modes de titrisation répondant sans doute mieux à la nature profonde de l'immobilier.

63

Caractéristique de la titrisation

En généralisant la définition de Fabozzi et Modigliani et en première approche, la titrisation est *le processus de conversion d'un actif en titres négociables*.

A la base du mécanisme de refinancement, la titrisation a pour principal objectif de «recréer» des marchés d'investisseurs pour les actifs correspondants.

Cette re-création se fait fondamentalement par l'ouverture de ces marchés, en les élargissant à d'autres contreparties, ce à partir de plusieurs mécanismes :

- la qualité de titres négociables, qui permet de lever l'obstacle majeur de la disponibilité des capitaux, revendication forte de tous les investisseurs ;
- la modification à la baisse du niveau de l'investissement, notamment

* Groupe ACOFI

dans le cas de fonds communs de créances (FCC), qui permet d'emporter l'adhésion de nouvelles classes d'investisseurs grâce aux techniques de rehaussement de crédit par des tiers-garants («credit enhancement») et le sur-dimensionnement du fonds, et grâce aussi à l'émission de parts spécifiques («junior et senior») ayant des droits différents sur le pool des créances ;

- l'utilisation de cette dernière technique de segmentation des marchés peut servir aussi à la création de produits nouveaux ayant des profils de risque/rendement très particuliers, de façon à répondre aux besoins spécifiques de certaines classes d'investisseurs, un bon exemple en étant le démantèlement des obligations hypothécaires («stripped mortgage-backed securities»)

C'est finalement la plus grande efficacité des marchés organisés qui est recherchée dans le processus de titrisation, cette efficacité devant *in fine* conduire à une valorisation plus juste des actifs sous-jacents. A condition toutefois que le processus de conversion ait conservé intact l'ensemble des qualités et attributs de ces actifs, ce qui n'est pas forcément le cas de tous les modes de titrisation ainsi que nous le verrons plus loin.

Trois caractéristiques essentielles définissent le processus de titrisation (elles peuvent d'ailleurs servir à mesurer le degré d'élaboration de cette dernière). Ce sont, dans l'ordre :

- *l'indisponibilité du sous-jacent*

En symétrie parfaite de la plus grande disponibilité organisée sur les «substituts» (les titres), la titrisation se traduit par un «gel» des actifs sous-jacents, qui désormais ne sont plus accessibles individuellement. Par exemple, les créances dans un FCC sont enfermées dans un pool en principe immuable ;

- *le confinement du support*

La structure servant de support aux titres doit être confinée à la seule conversion des actifs en question, en dehors de toute autre activité. C'est le cas d'un FCC par exemple, qui est une structure passive, géré par des tiers (une société de gestion et un dépositaire). C'est même une structure à la limite totalement dédiée, dans le cas d'un fonds «non-rechargeable» par de nouvelles créances ;

- *l'irréversibilité du processus*

Le corollaire est que la titrisation fait partie souvent d'un processus irréversible : il n'est pas possible de «détitriser» une opération. Parfois cette non-réversibilité est stipulée : ainsi les textes prévoient en France que les créances cédées à un FCC le sont de façon irréversible.

Au delà des caractéristiques évoquées ci-dessus, la «qualité» d'un processus de titrisation peut aussi s'apprécier au travers de l'efficacité démontrée lors de la transmission aux investisseurs des éléments constitutifs de la valeur des actifs sous-jacents : la mesure de la performance d'une titrisation est alors appréhendée au travers du degré de conservation du revenu et du capital liés aux actifs sous-jacents.

Par exemple dans le cas des FCC, une attention particulière a été accordée à la conservation du revenu et du principal des créances par l'établissement obligatoire de mécanismes de garantie (ils ont déjà été indiqués plus haut : garantie de tiers, surdimensionnement et parts junior-senior).

Caractéristiques de l'immobilier

Transmettre l'ensemble des qualités et attributs des actifs immobiliers doit donc être l'objectif ultime d'un processus de titrisation appliqué à l'immobilier.

Plusieurs typologies peuvent être employées pour approcher les actifs immobiliers :

- leur destination

Il est traditionnel de distinguer l'immobilier d'habitation, de bureau, de l'activité et du commerce. En première analyse, ce n'est cependant pas une distinction fondamentalement très utile pour la titrisation, bien qu'historiquement le champ d'application de celle-ci ait été exclusivement l'habitation pendant de nombreuses années (pour des raisons d'organisation et de maturité de ces marchés). De même, aujourd'hui les besoins de liquidité les plus pressants ne sont pas forcément sur cette catégorie d'actifs...

65

- leur nature

Les actifs immobiliers peuvent généralement prendre trois formes : celle d'un actif physique (un immeuble), celle de titres de sociétés (civiles ou commerciales) possédant un ou des immeubles, ou, par extension, celle de titres de créance disposant d'une sûreté réelle sur un ou des immeubles (créances hypothécaire). Ce sont les trois modes d'intervention traditionnellement possibles dans le monde immobilier. Cette typologie sera utilisée conjointement avec la suivante pour analyser les modes actuels de titrisation appliqués à l'immobilier.

- les droits attachés

Un actif immobilier, comme tout actif d'ailleurs, représente un ensemble de droits («bundle of rights» : littéralement, faisceau de droits) qui y

sont attachés. Ces derniers sont de différentes sortes : certains sont des droits financiers, d'autres non-financiers. Ainsi traditionnellement, les juristes attachent trois types de droits à la propriété d'un bien : l'*usus* (le droit de jouir de celui-ci), le *fructus* (le droit de recevoir le fruit de son exploitation) et l'*abusus* (le droit d'en disposer). Le croisement de ces deux classifications donne :

	droits financiers	droits non-financiers
usus	-	usage
fructus	loyer	-
abusus	plus-value	disposition

Comme il est permis de penser que la valeur globale d'un actif est *in fine* la somme des valeurs individuelles de chaque droit existant, il est important de prendre en compte tous les droits attachés à cet actif, les financiers comme les non-financiers.

La définition de la titrisation que nous utiliserons donc dorénavant, parce que la plus complète, est : *le processus de conversion de l'ensemble des droits attachés à un actif en titres négociables.*

66

Appliquée aux actifs immobiliers, cette définition souligne l'importance de conserver intact dans le processus de titrisation l'essence même de l'immobilier, le droit de propriété (quel autre mot résonne plus avec immobilier que propriété ?) dans toutes ses dimensions, financières et non-financières.

S'il est clair que la valorisation de droits non-financiers est un processus plus complexe que pour des droits financiers, ce n'est pas en principe un argument suffisant pour renoncer à le faire. Là est pour nous la limite posée par exemple par les modes de titrisation s'intéressant exclusivement aux créances : ils amputeront toujours la matière immobilière d'une de ses dimensions et par conséquent ne rendront jamais totalement justice à la valeur de l'actif immobilier sous-jacent. En d'autres termes, tout l'immobilier ne peut pas *a priori* être contenu dans la seule titrisation de créances.

Modes de titrisation de l'immobilier

Nature des titres émis

Nous avons vu que trois registres étaient disponibles pour intervenir dans le monde immobilier : le physique, le titre et la créance. En face de ces actifs, deux grandes classes de titres peuvent être *a priori* émis lors

TITRISATION ET IMMOBILIER

d'un processus de titrisation : des titres de (co-) propriété (actions, parts) et des titres de créances. Les deux classes ont d'ailleurs été utilisées en immobilier, par exemple :

	IMMOBILIER		
	Physique	Titre	Créance
Titre de propriété	SCPI (SCI)	SICAV immobilière	FCC
Titre de créance	certificat immobilier belge	mortgage REIT obligation	collateralized mortgage obligation

Pour les raisons indiquées plus haut, nous nous concentrons sur les modes de titrisation à base de titres de propriété car ce sont les seuls qui permettent *a priori* de traiter et transmettre un droit de propriété.

Nature de l'immobilier titrisé

Lorsque la nature des droits financiers et non financiers attachés à chacun des registres d'actif est examinée, on constate de grandes disparités :

	IMMOBILIER					
	Physique		Titre		Créance	
	droits financiers	droits non financiers	droits financiers	droits non financiers	droits financiers	droits non financiers
Usage	-	usage	-	-	-	-
Fructus	loyer	-	dividende	-	intérêt	-
Abusus	plus-value	disposition	-	-	remb. principal	-

67

La créance ne permet pas *a priori* de traiter des droits non financiers. Quant au titre, il convient d'examiner plus en détail les modalités de titrisation proposées pour se prononcer.

Modes traditionnels de titrisation de l'immobilier

Laissant de côté le champ des créances, l'univers se réduit au monde de la «pierre-papier» (cotée et non cotée). Très schématiquement, ce dernier comprend, pour notre propos, des sociétés foncières (les SII et SICOMI étant ici confondues avec les SA classiques), des sociétés civiles (les SCPI) et des sociétés de portefeuille (les SICAV immobilières).

L'efficacité de chacun de ces modes de titrisation peut être évaluée à

l'aide d'une grille d'analyse reprenant l'ensemble des caractéristiques du processus de titrisation telles qu'elles ont été évoquées plus haut.

On découvre ainsi qu'une société foncière est en fait un mode très primitif de titrisation d'actif immobilier au sens où nous l'avons défini : si les objectifs de la titrisation peuvent être remplis (élargir les contreparties du marché en offrant des titres négociables), le mécanisme de foncière ne participe pas d'un vrai processus de titrisation : les actifs sous-jacents peuvent en effet être accrus ou cédés et l'activité de la société modifiée, tout ceci sans forcément en référer aux actionnaires. Les droits de propriété attachés aux actifs sous-jacents sont captés par la société, personne morale, qui fait ainsi écran entre les actionnaires et ces droits. Les revenus issus de la gestion ne sont pas intégralement distribués (problème des politiques suivies en matière de dividende et de réemploi du produit des cessions d'actifs). Il en résulte donc une valeur du titre pour l'investisseur qui s'éloigne de la juste valeur des actifs sous-jacents.

La SCPI est un mode de titrisation bien plus achevé, qui organise une véritable copropriété des actifs immobiliers. Son talon d'Achille est l'incapacité jusqu'ici de fournir une véritable négociabilité des parts en l'absence de marché organisé.

La SICAV immobilière est elle aussi un véritable mode de titrisation qui a pour principal défaut d'avoir généralement en actif des titres de sociétés foncières cotées, dont on a vu toutes les faiblesses par rapport à l'actif immobilier sous-jacent.

Le tableau ci-après résume cette analyse :

		Foncière cotée	SCPI	SICAV
Objectif du processus :	Accès à des contreparties	+	++	++
	Négoziabilité des titres	+	-	++
		+	-	++
Degré de titrisation :	Indisponibilité sous-jacent	-	++	+
	Confinement du support	-	++	++
	Irréversibilité du processus	-	+	+
Performance :	Conservation des droits de propriété	-	+	-
	Transmission de revenu	-	++	+
	Juste valorisation	-	+	-

Vers de nouveaux modes de titrisation de l'immobilier

Ultimement, ce que tout processus de titrisation essaie de faire, c'est de proposer aux investisseurs une structure d'intervention leur offrant transparence et disponibilité :

- transparence au niveau du «contrat» liant les promoteurs de la structure et les investisseurs :

- l'objet de la structure doit être bien délimité et invariant. On vérifie ici la justification des trois caractéristiques que nous avons au départ assignées au processus de titrisation : indisponibilité du sous-jacent, confinement du support et irréversibilité du processus ;

- la structure doit transmettre le plus fidèlement possible aux investisseurs les éléments constitutifs de la valeur des actifs sous-jacents, *comme si les investisseurs en étaient directement propriétaires*. Ceci demande d'une part, d'organiser la distribution intégrale des flux financiers nets provenant des actifs sous-jacents et d'autre part, de respecter les attributs de la propriété, notamment le droit de disposer d'un actif qui en est l'attribut fondamental ;

- disponibilité pour les investisseurs, qui est le reflet de l'exercice de leur droit en tant que propriétaires des actifs sous-jacents, exercice soumis à certaines contraintes liées à l'existence d'une propriété collective (une copropriété) et à la nature peu liquide des actifs immobiliers. Ces contraintes ne dispensent cependant pas de la nécessité d'organiser une disponibilité des capitaux investis, éventuellement sous deux formes complémentaires :

- l'élaboration de procédures permettant de restituer systématiquement les capitaux aux investisseurs (les rendre donc disponibles),

- la mise au point de structures permettant une juste valorisation et la libre négociation sur un marché organisé du droit de propriété (copropriété) des investisseurs.

Les travaux engagés au sein du Groupe ACOFI nous conduisent à proposer au moins deux modes de titrisation répondant à ce cahier des charges.

Le premier est le concept de SCAPI, qui cherche à organiser un marché en bourse où peuvent s'échanger des titres (co-) propriété d'immeuble. A cette fin, la SCAPI est une structure dont l'objet exclusif est de détenir et de gérer un seul immeuble. En contrepartie de l'apport de ce dernier, sont émis des titres dont le nombre correspond exactement au nombre de mètres carrés utiles contenus dans l'immeuble. Ceci permet de négocier les titres dans une unité de compte traditionnelle de l'immobilier et de renforcer l'identification avec l'actif sous-jacent. La SCAPI prend l'engagement statutaire de distribuer l'intégralité de son revenu net des frais. Le

droit de propriété sur l'immeuble est réparti également entre tous les actionnaires puisque la SCAPI statutairement ne peut pas vendre l'immeuble. Le transfert du droit de propriété sur celui-ci ne peut se faire que par la prise du contrôle de la SCAPI.

Cette dernière utilisant le mécanisme de la société en commandite par actions (d'où le nom SCAPI, Société en Commandite par Actions de Propriété d'Immeuble), statutairement le contrôle ne peut résulter que du succès d'une offre publique d'achat en bourse faite à tous les actionnaires et à l'issue de laquelle l'initiateur de l'offre aurait obtenu les deux tiers du capital. Dans ce cas en effet, le gérant commandité de la SCAPI, France-SCAPI, est tenu par les statuts de démissionner, laissant la voie libre à un acquéreur.

La commandite, utilisée de façon un peu paradoxale, rend bien aux actionnaires le droit de disposer de l'immeuble et réalise une parfaite égalité entre eux puisque, hors de la procédure publique de l'OPA, le degré de contrôle de la SCAPI n'est pas lié à leur poids en capital. Ce qui est un problème majeur avec les sociétés foncières existantes. Notons enfin que la SCAPI organise effectivement la transparence : le contrat avec les investisseurs est clair car tous les engagements sont pris publiquement dans les statuts et ceux-ci ne peuvent pas être modifiés aisément.

Le second concept est celui de société foncière amortissable, qui cherche à procurer une disponibilité conventionnelle des capitaux aux investisseurs sur des actifs naturellement peu liquides.

La société a pour seul objet d'une part, de gérer activement un patrimoine d'immeubles, en organisant la rotation et la disposition régulière de ses actifs, et d'autre part, de restituer intégralement aux actionnaires les produits de cette gestion.

La restitution aux actionnaires, qui se fait par l'intermédiaire d'une obligation statutaire de distribuer la totalité des revenus et le produit des ventes, permet d'assurer une disponibilité aux actionnaires et permet de répondre favorablement à leur souci de transparence. Enfin, l'organisation de la disponibilité est complétée par la cotation en bourse des titres.

La «re-création» de marchés d'investisseurs sur les actifs immobiliers nous semble plus que jamais être une impérieuse nécessité. Mécanismes de refinancement, les processus de la titrisation, bien utilisés, peuvent permettre de répondre aux exigences en matière de transparence et de disponibilité des capitaux qui sont formulées par les investisseurs, exigences auxquelles les formules de gestion collective performantes les ont maintenant habitués et sans lesquelles ils ne viendront sans doute plus.