

## Titrisation, affres des créanciers et destruction de valeur

Par François Meunier, président du Comité scientifique de la DFCG

Ce qui se passe en ce moment sur le front des crédits immobiliers aux Etats-Unis est riche d'enseignement pour les directeurs financiers. Un vent de révolte s'est levé chez les porteurs d'obligations immobilières américaines (la plupart refinançant les fameux subprimes). Leur courroux porte sur les mesures que va présenter au Congrès l'administration Obama pour freiner l'explosion des saisies suite au retournement du marché immobilier et à la débâcle des subprimes. Le gros des mesures consiste à alléger la charge des emprunts immobiliers pour les ménages.

Comme toujours là-bas, le combat est juridique, les porteurs d'obligations menaçant le gouvernement de rien moins qu'une action judiciaire basée sur le 5<sup>ème</sup> amendement de la Constitution, celui qui limite l'intrusion du gouvernement dans les relations personnelles et notamment dans les contrats légalement passés entre emprunteurs et investisseurs.

Mais pourquoi n'est-ce pas l'intérêt des créanciers d'accepter une restructuration de la dette, si cela peut préserver la capacité de remboursement des débiteurs et dans la foulée préserver la valeur du bien immobilier ? (Comme on le sait en effet, les propriétaires qui savent leur expulsion prochaine n'entretiennent plus avec diligence leur logement, voire même se livrent par dépit à des actes de vandalisme. La faillite devient alors davantage qu'une réallocation des droits financiers entre les classes d'investisseurs ; elle attaque la valeur même de l'actif détenu.)

Deux raisons à cela.

La première tient à la titrisation : les créanciers sont extrêmement dispersés. Leurs intérêts sont défendus contractuellement par ce qu'on appelle un *back-up servicer* dont le rôle est de veiller strictement à l'application des clauses du contrat. En particulier, de faire les relances en cas de non-paiement, puis d'opérer les saisies des biens en cas de défaut avéré. On note la différence avec le rôle traditionnel de la banque quand elle portait toute la dette : en cas de défaut, elle était capable de peser le pour et le contre d'une renégociation pour limiter le coût du défaut ! Un *servicer* n'a pas ce scrupule, ni le mandat pour faire autre chose que de dire : le contrat, tout le contrat, rien que le contrat. Comment d'ailleurs imaginer qu'on puisse lui donner le mandat ouvert, infiniment plus complexe, de « négocier au mieux » les nouveaux termes d'un contrat de dette. C'est à mon sens une faille majeure des schémas de titrisation, et la claire indication qu'il faut encore pas mal d'aménagements pour que cette technique de financement soit robuste en temps de crise. On a inventé avec la titrisation l'équivalent dans le domaine de la dette de l'actionnariat dispersé dans le domaine des fonds propres. Mais l'acte de faillite est probablement le plus complexe à gérer et cette dispersion occasionne des difficultés considérables, bien sûr complètement occultées dans les titrisations à la va-vite qui ont fleuri avec les années de bulle.

La seconde raison est plus subtile, et là aussi a une origine financière. Elle tient aux prêts subordonnés que ces structures porteuses de crédits immobiliers ont toujours adoptés. Ces prêts sont dits « second lien », terme réservé aux prêts intermédiaires entre la dette senior et la dette mezzanine, à assez long terme (de l'ordre de 10 ans), plus longs très souvent que la dette mezzanine. La clause de subordination indique qu'en cas de défaut les créanciers senior ont un droit prioritaire sur les actifs et sur leur valeur de revente par rapport aux créanciers second lien.

En cas de faillite, un conflit d'intérêt apparaît entre les créanciers seniors et juniors. Tant que la valeur résiduelle du bien reste supérieure à leur encours de dette, les premiers ont avantage à avoir une lecture très stricte du contrat de dette, à savoir privilégier la saisie et la revente du bien immobilier en cas de défaut, puisqu'ils sont protégés d'abord par l'equity, puis par la dette junior. Ils ont même intérêt à aller très vite, de peur d'une dépréciation ultérieure de l'actif. Les porteurs de second lien ont l'attitude inverse : ils ont perdu une grande partie de leur patrimoine, mais peuvent encore bénéficier de la revalorisation de l'actif sous-jacent. Ils gardent une valeur optionnelle dans leur obligation, une valeur de résurrection. Pire encore, la liquidation, c'est-à-dire la saisie du bien, entraîne les déprédations mentionnées plus haut. Donc, les créanciers juniors sont au contraire en faveur de la renégociation de la dette.

Les choses se corsent quand les porteurs de second lien, comme cela a été le cas aux Etats-Unis, sont les grands établissements bancaires, ceux-là même qui ont organisés les structures de titrisation. Plus encore quand ces mêmes établissements sont également propriétaires des sociétés de servicing, celles qui sont chargées de récupérer la valeur des actifs et de diligenter les expropriations. Renégocier le prêt est l'occasion pour ces banques d'éviter des milliards de dollars de provisions supplémentaires. Le FED les y incite. Du coup, à la fois les banques, les autres obligataires en second lien, les servicers et le gouvernement sont coalisés contre les porteurs d'obligation.

Vous pourriez dire : mais pourquoi ce type de conflit n'avait pas été observé auparavant entre les porteurs de l'equity et la coalition des créanciers, selon le raisonnement développé plus haut ? La réponse tient à nouveau à une des caractéristiques parmi les plus étranges dans les montages de titrisation de la période bullesque, à savoir que la tranche equity, celle qui subit en principe les premières pertes, n'en est pas vraiment une. Elle est très souvent elle-même remboursable, à l'égal d'un prêt, et ceci à un terme plus court que la tranche mezzanine, elle-même remboursable avant le second lien. Les banques d'investissement qui ont fabriqué à grande échelle ces montages se faisaient payer leurs juteuses commissions avec obligation de les réinvestir dans les tranches equity, mais avec un droit à remboursement très rapide, jusqu'à 6 mois dans certains montages particulièrement agressifs. Autrement dit, si les actionnaires n'ont pas été atteints quand le désastre a frappé à la porte, c'est qu'ils avaient déjà filés par la fenêtre.

On sait que je suis un fervent avocat de la dette subordonnée, comme je l'ai écrit dans mon post du 16 avril. Parce qu'elle organise un lieu de pression et de défense de la solvabilité de l'entreprise auprès d'investisseurs qui en ont les moyens économiques, mieux que les obligataires dispersés. Mais la gouvernance sans

queue ni tête qui prévalait dans les schémas de titrisation dignes du roi Ubu oblige à un jugement plus mesuré, parce qu'il en est souvent résulté une machine à conflits parmi les créanciers.

Je me hasarde en conclusion à une remarque plus spéculative. Les droits de la faillite, indissociables des droits de la dette, ont été bâtis par essais et erreurs au fil des décennies. Mais ils viennent tous d'une époque qui ignorait la dette subordonnée. Il n'y a juridiquement qu'un seul déclencheur du défaut, à savoir le premier manquement à l'obligation de payer un quelconque des versements dus au titre d'un engagement financier. Quand il y a une dette subordonnée, ce premier manquement affecte en général le coupon subordonné. Il faudrait donc distinguer un défaut, et donc un droit de la faillite, en quelque sorte par palier, un premier pour la dette junior, un second pour la senior. Evidemment, le défaut junior servirait d'alarme pour la dette senior et commanderait un certain transfert de droits politiques aux créanciers seniors. Mais pas tous les droits, notamment pas celui d'empêcher de jouer la chance d'un rebond de l'entreprise. Autant les droits modernes font montre d'une grande richesse (et parfois d'une certaine confusion) dans la gradation temporelle de la faillite (mandat ad-hoc, conciliation, sauvegarde, règlement judiciaire, puis enfin liquidation), autant ils gèrent trop grossièrement cette même gradation quand elle concerne la priorité sur les actifs.