

Sociétés de crédit foncier et refinancement du crédit au logement

Qui sont les sociétés de crédit foncier que la loi du 25 juin 1999 sur l'épargne et la sécurité financière avait profondément réformées ? Mode de fonctionnement, statut, règles prudentielles... sont ici passés en revue.

Alain Costa
Rédacteur
L'Observateur de l'immobilier
Revue du Groupe Crédit Foncier *

■ Ce n'est pas l'un des moindres mérites de la création de la monnaie européenne que d'avoir enclenché une dynamique qui, à terme, devrait aboutir à transformer significativement le marché du crédit immobilier, pour le plus grand bénéfice aussi bien des emprunteurs que des prêteurs. Ses effets ont débordé en aval sur le marché physique des biens, en amont sur celui du refinancement du crédit. Ce dernier est le domaine où l'impact de la monnaie unique a été à la fois le plus net et le plus immédiat. La collecte des liquidités qui traditionnellement comportait une dimension locale forte est désormais « fondue » dans un ensemble unique, tandis que les conditions de refinancement à long terme se sont égalisées, aux différences de signature près. Un nouveau segment, plus exactement un segment réactivé et rénové à vocation européenne, a pris corps, celui des obligations foncières ou hypothécaires. Relancé, à l'exemple allemand des Pfandbriefe (*encadré 1*) il y a plus de quatre ans – c'est en effet la loi du 25 juin 1999 sur l'épargne et la sécurité financière qui en est à l'origine –, le marché des obligations foncières s'est développé lentement, mais sûrement, en France. Bien qu'en progression régulière, l'encours total des obligations foncières émises dans notre pays, qui était d'environ 40 milliards d'euros fin 2000, ne re-

présente en effet aujourd'hui, avec 70 milliards d'euros fin 2002, que 5 % du marché européen des obligations sécurisées¹, ce qui le place au troisième rang derrière le Danemark (13 %) et l'Allemagne (72 %) et devant l'Espagne (3 %) où le marché des *cedulas hipotecarias* est en plein essor. Toutefois, avec des volumes émis de plus de 20 milliards d'euros par an, le marché français est devenu le deuxième marché en Europe.

Les établissements de crédit présents sur le marché français du logement n'avaient jusqu'en 1999 à leur disposition que trois mécanismes de marché pour refinancer les prêts accordés : le recours au marché hypothécaire, la titrisation et les obligations foncières. Or, le marché hypothécaire, malgré la réforme de 1985, n'avait pas connu le développement qu'en attendaient ses promoteurs ; la titrisation, instaurée par la loi du 23 décembre 1988, s'est difficilement acclimatée en France alors qu'elle joue un rôle prépondérant dans certains pays, aux États-Unis en particulier (*encadré 2*) ; le régime des obligations foncières se trouvait limité de droit et de fait puisque seuls deux établissements étaient habilités à émettre ce type d'obligations. La loi de juin 1999 sur la sécurité financière a profondément rénové la loi hypothécaire, qui datait de 1852.

Les enjeux de la réforme de 1999

Le refinancement du logement par le marché obligataire, un refinancement désintermédié, qui était la règle à l'étranger, ne jouait qu'un rôle résiduel

en France, l'essentiel y étant assuré par les dépôts bancaires. C'est le poids de l'épargne administrée, et notamment de l'épargne-logement, qui expliquait cette situation particulière de « surliquidité » du marché français. En second lieu, différence fondamentale avec la situation allemande, ce marché se caractérisait, et se caractérise encore, par une grande concentration des prêteurs au logement comme au secteur public territorial.

La réforme visait d'abord à offrir aux émetteurs un nouveau produit de haute qualité leur permettant de se refinancer au meilleur coût. Quant aux investisseurs, rendus plus sélectifs et plus prudents par les crises obligataires des années 1997 et 1998, ils recherchaient également un produit liquide et offrant un rendement supérieur à celui des titres d'État pour un risque équivalent. Il fallait aussi restaurer la confiance en la solidité financière du Crédit foncier qui était le seul acteur national émetteur d'obligations foncières. Enfin, *last but not least*, autre enjeu majeur de la réforme : la création d'un gisement supplémentaire de garanties mobilisables auprès de la Banque centrale européenne (BCE).

La loi de 1999 a élargi et adapté le concept de « société de crédit foncier » en renforçant les dispositions sécurisant les porteurs, qui constituent l'essence même des obligations foncières. Leur principale caractéristique est en effet leur grande sécurité.

La société de crédit foncier (SCF) est un établissement de crédit qui intègre en amont les différentes contraintes de la gestion des opérations de crédit immobi-

* L'Observateur de l'immobilier a publié en avril 2000 (n° 45) La renaissance des sociétés de crédit foncier, par Thierry Dufour, directeur des opérations financières du Crédit foncier et directeur général de la Compagnie de financement foncier.

1. L'exemple allemand des Pfandbriefe

Le développement du marché du Pfandbrief a bénéficié tout d'abord de la disparition des frontières nationales pour les émetteurs, puis de l'aménagement en 1998 de la loi de 1927 sur les banques hypothécaires. La loi réserve l'émission des Pfandbriefe aux banques hypothécaires agréées sur son territoire. Il existe en Allemagne une quarantaine de banques (dont plus de la moitié est privée) qui émettent des obligations hypothécaires. Le marché, qui comprend les Pfandbriefe hypothécaires mais aussi les Pfandbriefe publics,

c'est-à-dire les titres émis en représentation de prêts aux collectivités locales, constitue aujourd'hui un encours de plus de 1 000 milliards d'euros : c'est le plus large marché hypothécaire de la zone euro. Deux raisons expliquent principalement le succès de ce concept : une banque spécialisée qui assure le cantonnement du risque et un cadre légal sévère assorti de cinq principes de base :

- le principe de couverture : l'actif de la banque est « couvert » à 80 % par une garantie hypothécaire. C'est une

structure « qui respire » : les nouveaux prêts augmentent la couverture et l'amortissement du stock la diminue. Elle est soumise à une règle stricte : la valeur nominale du fonds doit être au moins égale à celle des Pfandbriefe en circulation ;

- un calcul prudent de la valeur du prêt, assis sur la « valeur hypothécaire », un concept prudentiel qui se distingue de la valeur vénale ;
- une limitation de la quotité du prêt à 60 % de cette valeur hypothécaire, soit 50 % environ de la valeur vénale ;
- le principe de

congruence (ou de non-transformation) ;

- le privilège en cas de faillite de la banque : le créancier a un droit préférentiel sur les actifs de la banque, qui ne relève pas du droit commun de la faillite.

Toutefois, la crise immobilière en Allemagne de la fin des années quatre-vingt-dix, l'insuffisance du cadre légal en cas de faillite et la gestion des risques de taux de certaines banques ont conduit à une dégradation de leur notation et entraîné une meilleure performance relative des obligations foncières françaises.

lier (risques de taux, de change, de liquidité... ; gestion des remboursements anticipés...) et les utilise pour les optimiser. Elle représente un niveau relativement achevé de gestion éclatée de la banque. Le groupe bancaire tiers cède ses créances à la société qui en assure le refinancement. La cession de créances à une SCF impose une discipline rigoureuse de gestion : le respect des contraintes permet d'obtenir un couple optimal entre la notation recherchée et le surdimensionnement exigé.

Inspiré largement du modèle allemand, le cadre législatif de 1999 présente de nombreux points communs avec la législation d'outre-Rhin, en ce qui concerne essentiellement le calcul du surdimensionnement, la congruence des actifs et des passifs et les quotités de financement. La loi visait en effet à recréer un système de refinancement comparable, voire meilleur à celui de nos voisins, marqué alors par l'hégémonie du Pfandbrief (*encadré 3*). Ce nouveau cadre présente toutefois un certain nombre d'innovations supplémentaires destinées notamment à renforcer la confiance des investisseurs, par exemple en minimisant le risque de faillite. Ainsi, il a délimité précisément l'objet et la consistance autorisée de l'actif des sociétés de crédit foncier (SCF) et réaffirmé le caractère privilégié de leurs créances, notamment en clarifiant le droit applicable en cas

de procédure collective concernant la SCF elle-même, ses actionnaires ou la société chargée de la gestion ou du recouvrement de ses dettes et créances. Avec la spécialisation des actifs des SCF, composés uniquement d'actifs éligibles, et l'interdiction de

détenir d'autres actifs, la loi française a défini un émetteur à l'abri des faillites de tous ses partenaires et, en premier lieu, de ses actionnaires. Dans ce cadre protecteur, la SCF bénéficie de la qualification de *bankruptcy remoteness*, typique du finan-

2. Complémentarité entre obligations foncières et titrisation

Le principal obstacle rencontré par la titrisation en Europe est le faible nombre de cédants. Les deux raisons essentielles qui expliquent cette situation sont les suivantes :

- la domination des groupes mutualistes sur le financement du logement dans plusieurs grands pays (France, Allemagne, Italie et Espagne) associée à une faible concentration du secteur bancaire privé (à l'exception des Pays-Bas) ;
- le faible intérêt économique de la titrisation des créances sur le secteur public territorial.

L'obligation foncière est un instrument qui associe :

- pour l'investisseur, un cadre de sécurité renforcé (le super-privilège) et une liquidité élevée liée à la profondeur du marché ;
- la possibilité d'émettre des titres dont les caractéristiques répondent parfaitement aux demandes des investisseurs (in fine, zéro coupon) ;
- pour l'émetteur, la capacité de créer de la liquidité dans une grande classe d'actifs européens homogènes et liquides en abaissant ses coûts de financement et en allongeant la durée de ses ressources ;

- en définitive, le succès de ce marché en France se fonde sur le niveau de refinancement atteint par la création d'une liquidité forte.

Par rapport à l'obligation foncière, la titrisation est un outil complémentaire :

- les parts seniors de FCC hypothécaires sont éligibles aux actifs de couverture des obligations foncières ; c'est donc une nouvelle possibilité d'investissement pour les produits de titrisation ;
- les actifs non éligibles à la couverture restent titrisables, pourvu qu'ils soient assortis d'une hypothèque de premier rang.

3. Les sociétés de crédit foncier : actifs, règles prudentielles...

Les sociétés de crédit foncier sont définies comme des « établissements de crédit, agréés en qualité de société financière ». Leur objet exclusif est « de consentir ou d'acquiescer des prêts garantis, des prêts à des personnes publiques et des titres et valeurs [...] ». Le système mis en place, comparable à une fiducie sûreté, qui vise à attribuer au créancier, sans aucune formalité, la propriété du bien affecté en garantie, c'est-à-dire la créance, permet de disposer d'un actif dédié au paiement prioritaire des obligations.

Les ressources que les SCF peuvent recueillir sont divisées en deux catégories, selon qu'elles bénéficient ou non du privilège défini par la nouvelle loi. Les ressources privilégiées sont soit des ressources obligataires, à savoir les obligations dites foncières, soit d'autres ressources telles que titres de créances négociables (TCN), instruments à moyen terme et prêts ou concours bancaires. La diversification des ressources privilégiées des SCF répond naturellement à un besoin de souplesse qui vise à leur permettre de procéder à une gestion optimale de leur bilan.

L'actif des SCF

Elles peuvent consentir ou acquiescer deux sortes de prêts, les prêts garantis et les prêts aux personnes publiques. Elles peuvent également détenir deux autres catégories d'actifs, des parts de fonds communs de créances (FCC) et des titres et valeurs « suffisamment sûrs et liquides ». Le bien financé ou mis en garantie doit être

localisé dans l'Espace économique européen¹, aux États-Unis, au Canada et au Japon. Cette condition de localisation du bien est une des novations de la loi de 1999 complétée par deux lois de 2001 et de 2002.

Les garanties qui doivent obligatoirement assortir les prêts consentis ou acquis par les SCF sont au nombre de deux. Outre la traditionnelle hypothèque de premier rang, le cautionnement par un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance est désormais admis, mais à deux conditions : la société de caution ne doit pas entrer dans le périmètre de consolidation dont relève la SCF et cette société doit être notée avec un rating suffisant. Enfin, cette extension est limitée aux seuls prêts destinés au financement d'un bien immobilier.

Plusieurs règles tendent à garantir la qualité des actifs cautionnés : leur part dans l'actif total est plafonnée (à 20 %) et une dispersion minimale leur est imposée. En outre, le prêt cautionné doit être assorti d'une promesse d'affectation hypothécaire. Enfin, les établissements qui octroient la caution doivent respecter des contraintes de notation. La quotité des prêts garantis

par une hypothèque de premier rang ne peut excéder un niveau fixé par décret : la quotité standard est de 60 %, comme en Allemagne. Elle peut toutefois être dépassée pour certains types d'actifs : 100 % pour les prêts bénéficiant d'une garantie de l'État (par exemple, celle du Fonds de garantie de l'accession sociale-FGAS) et 80 % si l'excédent par rapport aux 60 % est financé par des dettes non privilégiées². La même quotité maximale s'applique aux prêts cautionnés et aux crédits-bails des collectivités locales.

Les règles prudentielles

Les SCF doivent respecter une règle de « surdimensionnement » : le montant total des éléments de leur actif doit être supérieur à celui des éléments du passif bénéficiant du privilège. Cette règle constitue, avec le privilège, l'un des éléments essentiels contribuant à la sûreté des obligations foncières. Elle s'applique de manière globale : c'est l'ensemble de l'actif qui doit rester supérieur à l'ensemble du passif ; il n'y a pas de lien direct entre une obligation et un élément particulier de l'actif. Elle consiste à appliquer une pondération

inférieure ou égale à un en fonction du risque présenté (tableau).

Il faut donc réexaminer régulièrement la véritable valeur de marché des éléments d'actif et de passif (« valeur hypothécaire » des biens apportés en garantie).

Le privilège reconnu aux porteurs d'obligations foncières

La loi de 1999 reconnaît aux porteurs des obligations foncières et des ressources assimilées un privilège particulier qui se traduit par l'affectation prioritaire au paiement de ces titres de tous les flux financiers entrant dans la SCF. Elle vise à renforcer au maximum la sécurité des paiements à ces porteurs ; elle rend également sans objet toute action éventuelle sur l'actif de la SCF de la part de créanciers de son (ou de ses) actionnaire(s). En cas de procédure collective, les créances nées des obligations foncières « sont payées à l'échéance et par priorité à toutes les créances, assorties ou non de privilèges ou de sûretés » et cette priorité joue jusqu'à l'« entier désintéressement » de leurs détenteurs. Elles prennent donc rang avant toutes les autres créances. En contrepartie de ce privilège, la liquidation d'une

Tableau récapitulatif de pondération des actifs : le « surdimensionnement »

| | | 0 % | 50 % | 95 % | 100 % |
|--|-------------------|-----|------|------|-------|
| Parts de FCC et Créances garanties par des établissements de caution (notation minimale) | Fitch IBCA | | ≥ A- | | ≥ AA- |
| | Moody's | | ≥ A3 | | ≥ Aa3 |
| | Standard & Poor's | | ≥ A- | | ≥ AA- |
| Immeubles détenus résultant de la réalisation de garantie | | | XX | | |
| Valeurs sûres et liquides (titres « Tier 1 » de la BCE) | | | | XX | |
| Actifs éligibles (quotité ≤ 60 %) | | | | | XX |

SCF n'a pas pour effet de rendre exigibles les obligations foncières, lesquelles continuent d'être payées à leur échéance contractuelle normale. Une disposition supplémentaire renforce leur sécurité juridique : le redressement ou la liquidation judiciaire d'une société détenant des actions d'une SCF ne peut être étendu à celle-ci. Il s'agit d'organiser l'étanchéité entre la SCF et ses actionnaires en cas d'ouverture d'une procédure collective affectant l'un ou l'autre de ces derniers.

La surveillance des sociétés de crédit foncier
La loi affirme la compétence générale de la Commission bancaire, mais elle rend obligatoire la présence d'un contrôleur spécifique au sein de chacune de ces sociétés. Est confirmée, en ce qui concerne les SCF, la mission générale de contrôle des établissements de crédit que la Commission bancaire tient de la loi bancaire de 1984. À ce contrôle extérieur est adjoint un contrôle interne exercé par un contrôleur spécifique. Le statut du contrôleur spécifique vise à

garantir son indépendance à l'égard de la SCF qu'il a pour mission de contrôler ; il présente une grande analogie avec celui de commissaire aux comptes. Le contrôleur spécifique est chargé de s'assurer que la SCF respecte les textes qui encadrent son activité. Afin que le principe de congruence de taux et de durée de bilan soit respecté sur des niveaux conformes à la protection des intérêts des créanciers privilégiés, le contrôleur spécifique dispose des moyens d'information nécessaires pour se former

une opinion sur la position actif/passif. Il doit alerter les pouvoirs publics, représentés par la Commission bancaire, s'il considère le niveau de congruence comme insuffisant.

1 L'Espace économique européen (EEE) comprend les quinze pays de l'Union européenne, plus l'Islande, la Norvège et le Liechtenstein. Il faut y ajouter les territoires d'outre-mer (TOM).

2 Pour les prêts à l'habitat consentis à des personnes physiques (à condition qu'ils constituent la totalité de l'encours).

gement structuré, notamment la titrisation. La loi a par ailleurs introduit une extension du champ d'intervention des SCF en leur permettant d'acquérir des actifs titrisés, pour autant qu'ils soient constitués d'actifs éligibles et que ces derniers bénéficient des meilleures notes. Pour assurer leur solvabilité et leur solidité, la loi a instauré une règle prudentielle rigoureuse et prévu un contrôle renforcé de ces sociétés en créant la fonction de contrôleur spécifique.

Les quatre SCF françaises

La nouvelle loi a donné naissance, dès 1999, à la Compagnie de financement foncier (CFF), filiale du Crédit foncier, et au Crédit foncier d'Alsace Lorraine. Deux autres établissements se sont ensuite rapidement lancés sur ce segment, en créant des véhicules d'émission spécifiques : le groupe Dexia, avec Dexia Municipal Agency (DMA), et la Caisse centrale du Crédit immobilier de France (3CIF), avec CIF Euromortgage. Le refinancement constitue en effet un enjeu majeur pour les établissements de crédit spécialisés qui doivent acheter l'argent qu'ils prêtent et s'efforcent de diminuer le coût de leur financement.

La Compagnie de financement foncier, notée AAA/Aaa/AAA, filiale à 100 % du Crédit foncier, constitue la structure dédiée au refinancement de sa maison-mère et du Groupe des Caisses d'épargne auquel appartient le Crédit foncier ; elle

développe parallèlement une activité de rachat de créances externes. Elle a procédé en 2002 à l'acquisition de 7,2 milliards d'euros d'actifs éligibles à ses activités de SCF ; pour assurer le refinancement de ses achats, la CFF a émis, la même année, pour 7,7 milliards d'euros d'obligations foncières, d'une durée moyenne de cinq ans : plus de 75 % de leur montant ont été réalisés sous forme d'émissions publiques ; les monnaies d'émission sont de plus en plus diversifiées, l'euro restant prédominant avec 53 % des volumes. En 2003, le montant émis est de 9,2 milliards d'euros, portant l'encours des emprunts émis depuis sa création par la Compagnie à 32 milliards d'euros : elle se situe au premier rang, après l'État, des émetteurs en France, et au cinquième rang des émetteurs européens de dettes sécurisées non garanties par un État souverain. Ses investisseurs sont pour l'essentiel des investisseurs non-résidents (70 %), parmi lesquels figurent en bonne place les Banques centrales (40 % des émissions dollars en 2002) et les investisseurs institutionnels traditionnels que sont les fonds de pension, les assureurs, les OPCVM, les banques.

Dexia Municipal Agency (DMA), filiale à 100 % de Dexia Crédit Local, refinance uniquement des prêts aux collectivités locales. Elle a émis pour 7,1 milliards d'euros en 2002. L'encours ressort à 36 milliards d'euros (92 % d'obligations nationales, le reste hors de l'Hexagone).

CIF Euromortgage, filiale à 99,99 % de la Caisse centrale du Crédit immobilier de France, refinance exclusivement des prêts hypothécaires. CIF Euromortgage a émis depuis son lancement en 2001 pour 7 milliards d'euros d'obligations foncières.

L'ouverture, ou la réactivation, d'un marché de la dette bancaire sécurisée était une opération délicate. Or, il n'aura fallu que quelques mois, après l'ouverture du marché, aux obligations foncières françaises pour resserrer l'écart de valeur vis-à-vis des Pfandbriefe avant de l'annuler dès le début 2000 et de se situer dorénavant en dessous. Le volume des nouvelles émissions est rapidement monté en régime. Après avoir dépassé en 2002 les 16 milliards d'euros, il atteint les 20 milliards cette année, pour former aujourd'hui, avec les émissions des années 1999 à 2001 et les obligations foncières anciennes à qui la loi du 25 juin 1999 a conféré le nouveau statut, un ensemble de plus de 70 milliards d'euros, de sorte que le marché français des obligations foncières devrait bientôt acquérir la masse critique et la liquidité qui lui permettront de concurrencer pleinement les Pfandbriefe. Les obligations foncières disposeront alors de tous les atouts pour séduire encore mieux les investisseurs internationaux. ●

(1) Source : Fédération hypothécaire européenne (2003).