

# Le marché sécurisé des obligations foncières

La séparation juridique entre les activités de prêteur immobilier et celles de collecteur de ressources via l'émission d'obligations foncières, grande innovation de la loi du 25 juin 1999, donne au marché français des atouts nécessaires pour séduire les investisseurs.

Thierry Dufour  
Directeur général  
*Compagnie de financement foncier*  
Directeur financier  
*Crédit foncier de France*

■ L'ouverture ou la réactivation d'un marché de la dette bancaire sécurisée était un challenge d'envergure. Or, un an après l'ouverture du marché, les obligations foncières françaises ont resserré l'écart de valeur vis-à-vis des Pfandbriefe et réalisent une meilleure performance que la dette des établissements de crédit. Entre octobre 1999 et novembre 2000, le volume total des émissions des SCF s'est élevé à près de 22 milliards d'euros.

Le volume des nouvelles émissions pour l'année 2000 dépassera vraisemblablement les 15 milliards d'euros, qui viendront s'ajouter aux obligations foncières anciennes reconverties par la loi du 25 juin 1999 pour former un ensemble voisin de 40 milliards d'euros, de sorte que le marché français des obligations foncières devrait, selon toute probabilité, acquérir rapidement la masse critique et la liquidité qui lui permettront de concurrencer les Pfandbriefe.

Les enjeux de cette réforme sont multiples. Il s'agit d'abord d'offrir aux émetteurs bancaires un nouveau produit de haute qualité qui leur permette de se refinancer au meilleur coût. En effet, depuis la création de l'Union monétaire européenne, les banques hypothécaires allemandes bénéficiaient d'un

avantage sensible, notamment dans le financement des collectivités locales ; elles ont pu ainsi pénétrer les autres marchés européens, aux dépens des prêteurs domestiques traditionnels. Quant aux investisseurs, rendus plus sélectifs et plus prudents par les récentes crises obligataires, ils recherchent également un produit liquide et offrant un rendement supérieur à celui des titres d'Etat pour un risque équivalent. Il fallait enfin restaurer la confiance en la solidité financière du Crédit foncier qui était le seul grand acteur national émetteur d'obligations foncières. Victime de la crise immobilière du début des années 90, miné par la vague de remboursements anticipés qui l'a suivie, et affaibli par la suppression, en 1995, des prêts aidés par l'Etat pour l'accession à la propriété, le Crédit foncier fait désormais partie intégrante du Groupe caisse d'épargne depuis 1999.

Le nouveau dispositif français, introduit le 25 juin 1999 dans le cadre de la loi sur «l'épargne et la sécurité financière», renove profondément la loi hypothécaire, qui datait de 1852, il entend offrir aux investisseurs le plus haut niveau de sécurisation sur les obligations foncières et donc de transparence sur leurs émetteurs, les sociétés de crédit foncier.

# Les sociétés de crédit foncier : les nouvelles données de la loi du 25 juin 1999

Inspiré largement du modèle allemand des Pfandbriefe, ce nouveau cadre législatif pour l'émission des obligations foncières a donc de nombreux points communs avec la législation allemande, essentiellement dans le calcul du surdimensionnement, le rapprochement bilanciel et les quotités de financement. Mais, pour asseoir la confiance des investisseurs dans cette nouvelle catégorie d'actifs, notamment en circonscrivant le risque de faillite, il présente des innovations supplémentaires. La loi délimite ainsi avec précision l'objet et la consistance autorisée de l'actif des sociétés de crédit foncier (SCF). Elle réaffirme le caractère super privilégié de leurs créances, notamment en clarifiant et en distinguant le droit applicable en cas de procédure collective entre la SCF elle-même, ses actionnaires et la société chargée, par un jeu de conventions, de la gestion ou du recouvrement de ses dettes et créances.

## Les fondements du cadre juridique

Les sociétés de crédit foncier sont définies comme des «établissements de crédit, agréés en qualité de société financière». Or, aux termes de la loi bancaire de 1984, les sociétés financières ne peuvent recevoir du public des fonds à vue ou à moins de deux ans de terme. De plus, elles ne peuvent effectuer que les opérations de banque résultant, soit de la décision d'agrément qui les concerne, soit des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont propres. Pour les SCF, cette limitation législative ou réglementaire constitue déjà le premier fondement de leur sécurisation. La deuxième pierre de l'édifice est dans l'objet des sociétés de crédit foncier défini à titre exclusif : «(de) consentir ou (d)acquérir des prêts garantis, des prêts à des personnes publiques et des titres et valeurs [...]». Cet objet exclusif, inexistant pour les banques hypothécaires allemandes, est lié au refus de reconnaître le principe de la notion d'affectation de patrimoine (fiducie) en droit français. La théorie juridique fran-

çaise du patrimoine, émanation de la personne, conduit à la conception d'un patrimoine unique et indivisible, dans laquelle l'aptitude à avoir des droits et des obligations ne se morcelle pas. Une même personne ne peut scinder son patrimoine en plusieurs masses distinctes. De fait, le système mis en place est l'équivalent d'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. Cette disposition juridique permet aux SCF de disposer d'un actif dédié au paiement prioritaire des obligations.

La distinction faite entre les verbes «consentir» et «acquérir» trouve son origine dans l'idée sous-jacente à l'ensemble du texte, à savoir la séparation entre les deux blocs de métiers que sont les activités de distribution de crédit et celles de refinancement. Ainsi, les SCF ne devraient être que des structures légères de refinancement de prêts : le placement, la gestion, le recouvrement de ceux-ci continueront à être assurés par des établissements liés à la SCF par des conventions de distribution ou de gestion, au moins pour les crédits de faible montant unitaire.

*«Les prêts éligibles ou cessibles à une SCF doivent financer des biens localisés dans l'Espace économique européen.»*

Les SCF peuvent collecter deux catégories de ressources distinguées en fonction de leur affectation ou non, par le privilège défini par la nouvelle loi.

Les ressources privilégiées sont soit des obligations, nommées «obligations foncières», soit d'autres types de ressources. En effet, les obligations fon-

cières n'ont pas le monopole du bénéfice du privilège. La loi autorise les SCF à recueillir d'autres ressources, de natures diverses (titres de créances négociables, instruments à moyen terme, prêts ou concours bancaires, etc.), pour lesquelles elles pourront spécifier l'application du privilège. Cette spécification devra figurer expressément dans le contrat d'émission ou de souscription de ces autres ressources non obligataires. Grâce à la diversification des ressources privilégiées, les SCF peuvent procéder à la gestion optimale de leur bilan.

Cette souplesse alliée à la nécessité de pouvoir pallier les éventuels décalages de trésorerie, motive également l'autorisation donnée par le législateur aux SCF d'émettre des emprunts ou de recueillir des ressources ne bénéficiant pas du privilège. Cette faculté leur permet d'accroître leur surdimensionnement, élément de sécurisation supplémentaire pour les investisseurs d'obligations foncières.

## La composition de l'actif des sociétés de crédit foncier

Les sociétés de crédit foncier peuvent consentir ou acquérir directement deux sortes de prêts, les «prêts garantis» et les «prêts aux personnes publiques», soit à travers la détention de parts de fonds communs de créances (FCC). Elles peuvent aussi détenir des titres et valeurs «suffisamment sûrs et liquides» appelés valeurs de remplacement. Dans ce dernier cas, le législateur prévoit de déterminer le type d'actifs éligibles et se réserve le droit d'imposer des règles nécessaires de dispersion des risques. La part maximale des valeurs de remplacement est limitée à 20 % de l'actif des SCF. L'objectif poursuivi par le législateur est de laisser aux SCF la souplesse nécessaire pour satisfaire à l'obligation de surdimensionnement de leur actif mais en ne rendant éligible au bilan que des actifs de qualité suffisamment sécurisés.

En revanche, les SCF ne peuvent détenir des participations de quelque

## Les raisons de la réforme et les perspectives du marché

Pour les établissements spécialisés dans le financement immobilier, seulement trois mécanismes de marché étaient envisageables : recours au marché hypothécaire, titrisation de créances et émission d'obligations foncières. Mais les évolutions ont fait que ni le marché hypothécaire, ni le marché de la titrisation pourtant prépondérant dans certains pays, comme les Etats-Unis, n'ont connu en France, le développement escompté par leurs promoteurs.

Par ailleurs, le régime des obligations foncières s'est trouvé circonscrit, puisque seuls deux établissements, le Crédit foncier de France et le Crédit foncier et communal d'Alsace et de Lorraine, avaient le droit d'émettre ce type d'obligations.

La situation était contrastée entre la France et l'Allemagne. Le marché hypothécaire français ne représentait que 20 % du produit intérieur brut, contre plus de 60 % en Allemagne. L'essentiel du financement du logement était assuré en France par les dépôts

bancaires. Le poids de l'épargne française administrée, et notamment de l'épargne logement, explique cette situation particulière de «surliquidité» du marché français : rapportée à l'encours des crédits à l'habitat, la contribution de l'épargne-logement représente 48 % et le livret A 17 %. Mais la pérennité de ce mode de financement du logement et le resserrement possible, tant des conditions d'adossement des emplois, que de la rémunération de l'épargne réglementée, sont sujets à débat. Les obligations foncières pourraient donc être un instrument alternatif, y compris pour les banques généralistes.

Le marché français est caractérisé par une grande concentration des prêteurs au logement comme au secteur public territorial : trois ou quatre groupes bancaires détiennent seuls la majorité des actifs éligibles. C'est une différence fondamentale avec la situation en Allemagne, où ce type de marché est détenu par une trentaine de banques

hypothécaires privées et une dizaine de Landesbanken, d'obédience publique. Instaurée par la loi du 25 juin 1999, la réforme des sociétés de crédit foncier, et à travers elles, du régime des obligations foncières, constitue, en plus de la diversification des mécanismes d'appels au marché, un enjeu majeur.

### De nouvelles garanties

Depuis janvier 2000 avec la mise en place de l'euro, le volume des paiements traités par les banques françaises a crû de façon très sensible, notamment les transactions transfrontalières, représentatives d'opérations de marché conclues entre les banques commerciales sur la zone Europe. Le développement de ces échanges a mécaniquement entraîné un accroissement du besoin de garanties mobilisées par les banques françaises auprès de la Banque centrale pour assurer la sécurisation des paiements, besoin supplémentaire par rapport aux garanties mobilisées au titre des opérations de

politique monétaire.

Face à cette tendance, le système bancaire français va devoir mobiliser une masse de garanties accrues. Or, par rapport au système bancaire allemand qui, grâce au marché des Pfandbriefe, dispose d'un gisement conséquent de garanties, aisément mobilisables auprès de la Banque centrale européenne, le système bancaire français disposait d'un gisement faible. En effet sur une créance éligible recensée par la BCE, représentant plus de 5 000 milliards d'euros pour les onze pays de la zone, les titres allemands en représentaient plus de 40 % et les titres français 15 % seulement. La création d'un gisement supplémentaire de garanties mobilisables auprès de la BCE, grâce au volume généré par l'activation du nouveau régime des obligations foncières, contribuera donc à rééquilibrer la répartition des garanties entre les systèmes bancaires des deux pays et bénéficiera donc aux banques françaises. Ce d'autant que ces titres sont retenus au titre du ratio de solvabilité de 10 % seulement.

nature que ce soit. Cette interdiction légale obéit au souci majeur de sécurisation de leur actif. Le risque de prise d'engagement sur des opérations de financement de projets immobiliers dans des sociétés ad hoc est neutralisé. En effet, l'expérience des années quatre-vingt-dix en France et en Allemagne a prouvé que la majorité de la concrétisation des risques immobiliers portait sur des engagements en capital ou en prêt dans des structures supports d'immeubles commerciaux pour la plupart.

### Périmètre des prêts garantis

Les prêts éligibles ou cessibles à une SCF doivent financer (ou avoir comme garantie hypothécaire) des biens localisés dans l'Espace économique européen <sup>(1)</sup>. Le périmètre de localisation du bien est une des innovations de la loi.

Les garanties obligatoires sur les prêts garantis consentis ou acquis par les SCF sont exclusivement de deux natures : l'hypothèque de premier rang, classique des sociétés de crédit foncier avec ou sans garantie addition-

nelle d'une personne publique, et le cautionnement par un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance.

A noter que la loi introduit la notion de banque hypothécaire : le crédit peut financer n'importe quelle destination pour autant qu'il bénéficie dans ce cas d'une garantie hypothécaire.

Le fait que la SCF doit être un créancier prioritaire implique une hypothèque de premier rang, ou une «sûreté immobilière conférant une garantie au moins équivalente, ce qui fait allusion

aux sûretés ou garanties que peuvent offrir les législations des États dans lesquels sont situés les biens apportés en garantie.

**Règles prudentielles  
spécifiques et  
supplémentaires applicables  
aux sociétés de crédit foncier**

Un impératif est imposé aux sociétés de crédit foncier qui doivent respecter une règle de «surdimensionnement» : le montant total des éléments de leur actif doit être supérieur au montant des éléments du passif bénéficiant du privilège. Cette règle constitue, avec le privilège, l'un des fondamentaux 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 privilégié ; les obligations sont donc dissociées de tout élément particulier de l'actif. Elle consiste à appliquer une pondération en fonction du risque présenté par chacun des actifs.

*«Les créances des porteurs  
d'obligations foncières  
prennent donc rang avant  
toutes les autres créances».*

La loi crée une nouvelle fonction : le contrôleur spécifique. Il est chargé de veiller au respect de l'ensemble des règles visant à assurer la protection des porteurs d'obligations foncières, comme notamment celle du calcul du surdimensionnement. Il valide au moins trimestriellement, l'application de cette règle ainsi qu'à chaque émission dépassant 500 millions d'euros. Il veille aussi au respect des règles de gestion actif/passif (ALM) et s'assure de la conformité des évaluations des biens.

Pour évaluer les biens apportés en garantie, la valeur de marché des éléments d'actif et de passif doit être réexaminée périodiquement. Parmi les différentes méthodes d'évaluation, la «valeur hypothécaire», introduite en 1998 dans le droit européen, est basée sur une évaluation prudente excluant

tout élément d'ordre spéculatif doit être utilisée. La France a profité de cette nouvelle loi pour l'introduire dans ses propres textes.

Les conditions de révision de la valeur hypothécaire du gage suivent des procédures différentes selon le montant du coût d'acquisition et la destination du bien. En particulier les immeubles à usage professionnel dont le prix d'achat ou la dernière valeur estimée est supérieure à 300 000 euros doivent faire l'objet d'une évaluation annuelle individuelle. L'évaluation est réalisée par un expert qui doit être indépendant de l'unité chargée de l'instruction et de l'engagement des prêts.

**Un privilège pour les porteurs  
d'obligations foncières**

La loi reconnaît aux porteurs des obligations foncières et des ressources assimilées un privilège particulier. Elle en détermine avec précision l'étendue et les modalités, dans la «vie courante» de la SCF ainsi que dans l'hypothèse d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire.

Le privilège se traduit par l'affectation prioritaire au paiement des obligations foncières et autres ressources assimilées de toutes les sommes provenant :

- des prêts et titres mentionnés ci-dessus (prêts garantis, prêts aux collectivités publiques, parts de fonds communs de créances, et valeurs de remplacement ;
- des instruments financiers à terme utilisés pour la couverture des opérations de gestion des prêts, des obligations foncières ou des autres ressources assimilées ;
- des dépôts effectués par la SCF auprès d'établissements de crédit.

Ces dispositions visent à renforcer au maximum la sécurité des paiements aux porteurs d'obligations foncières puisque tous les flux financiers entrant dans la SCF leur sont affectés. Elles rendent également sans objet toute action éventuelle sur l'actif de la SCF de la part de créanciers de son (ou de ses) actionnaire(s). Les créances des porteurs d'obligations foncières prennent donc rang avant toutes les autres créances, y compris le super privilège des salariés défini par le Code du travail et portant sur les deux derniers mois de salaire ainsi que les privilèges du Trésor public et de la Sécurité sociale.

**La non-extension  
d'une procédure collective  
à une société de crédit foncier :  
un verrou supplémentaire**

La loi prévoit que, «*nonobstant toutes dispositions contraires*», le redressement ou la liquidation judiciaire d'une société détenant des actions d'une SCF ne peuvent être étendus à celle-ci. Il s'agit d'organiser l'étalement structurelle entre la SCF et ses actionnaires en cas d'ouverture d'une procédure collective affectant l'un ou l'autre de ces derniers. Cette disposition constitue l'un des piliers fondamentaux mis en place par la loi pour garantir la sécurité juridique des obligations foncières.

La séparation juridique entre les activités de prêteur immobilier et celles de collecteur de ressources via l'émission d'obligations foncières, grande innovation de la loi du 25 juin 1999, laisse augurer, par son efficacité, une extension de ces principes outre-Rhin.

Le fait que les deux principaux intervenants actuels en France appartiennent à des groupes représentant des parts de marché très significatives dans l'octroi des crédits éligibles aux SCF (plus de 20 % sur prêt hypothécaire, plus de 75 % sur prêt à personne publique) assure de l'existence d'une masse considérable d'actifs potentiellement cessibles. De ce fait, les SCF ne devraient pas rencontrer de difficultés à abonder massivement leurs obligations et procurer ainsi aux investisseurs un marché extrêmement liquide à l'instar du marché allemand.

On peut signaler qu'une des obligations foncières est déjà cotée dans le système électronique ouvert aux seuls emprunts d'État et aux emprunts de meilleure qualité et des plus liquides, Eurocredit MTS.

Avec le redressement estimé comme probable de l'euro avant la fin de l'année 2000, les obligations foncières à la française disposeront alors des atouts nécessaires pour séduire les investisseurs des cinq continents. Ils offriront également une source de financement extrêmement intéressante pour l'ensemble des banques françaises. ●

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