



MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le nouveau marché des obligations foncières



BENOIT HUBAUD
Responsable analyse
crédit obligataire



FLORENCE
MARION
Analyste

Société générale

Les premières émissions d'obligations foncières, répondant aux caractéristiques de la loi votée en juin dernier, apparaissent sur le marché français. A terme, le dispositif devrait diminuer le coût du crédit à l'habitat et développer le marché obligataire français.

mis en exergue le problème de la reconnaissance de la qualité supérieure des obligations foncières (ancien statut), en particulier au travers des réactions exagérées des agences de notations qui avaient ramené brutalement les notes du CFF de AA à BBB. De plus le caractère trop restrictif de la loi, qui n'accordait qu'au CFF et au Crédit foncier et communal d'Alsace-Lorraine, le droit d'émettre des obligations foncières ou communales, ne permettait pas le refinancement sur le marché à un meilleur coût des prêts aux logements et au secteur public.

Le refinancement par le biais d'obligations foncières (2) est maintenant ouvert à tous les établissements de crédit, qui se voient offrir la possibilité de sortir de leur bilan leurs créances éligibles dans les deux secteurs concernés, afin de les loger dans des filiales ad hoc ayant le statut de SCF, dont ils assureront la gestion. Les nouveaux prêts peuvent être émis par l'établissement de crédit (puis transférés) ou distribués directement par la filiale SCF.

Par ailleurs, la baisse générale du niveau moyen de crédit des établissements bancaires français (le *rating* moyen est passé de AA+

à AA-) a entraîné une hausse du coût de refinancement, ce qui augmente d'autant l'intérêt de ce mécanisme des obligations foncières qui permettra à ces établissements d'accéder à des ressources bénéficiant d'un *rating*

“ Le refinancement par le biais d'obligations foncières est maintenant ouvert à tous les établissements de crédit. ”

maximum. Outre la sécurité intrinsèque du dispositif, la nature et la qualité des créances refinancées, le montant du surdimensionnement et la solidité financière de la maison mère seront autant d'éléments pris en compte par les agences de *rating* pour attribuer leur note.

Cette réforme permet enfin de limiter une distorsion concurrentielle à laquelle devaient faire face les établissements français, en particulier face à leurs homologues allemands, qui bénéficient du marché efficient des Pfandbriefe, la référence en matière d'obligations sécurisées en Europe.

A PRÈS UN SIÈCLE ET DEMI d'existence, la loi sur les obligations foncières (OF) a enfin été modernisée (1). Elle était devenue inadaptée, en particulier avec l'évolution des lois sur les faillites et sur la protection du consommateur, mais aussi avec l'introduction de l'euro. Le cadre légal et réglementaire des SCF (Société de crédit foncier) est prêt, les premières émissions devraient avoir lieu début octobre et un marché secondaire efficient, à l'image de celui des Pfandbriefe, est en train de s'organiser.

Le triste épisode du Crédit foncier de France (CFF) avait en effet,

UN PRODUIT ATTRAYANT
POUR LES INVESTISSEURS...

Pour les investisseurs, l'intérêt des nouvelles OF réside dans la sécurité conférée à ces titres, et dans l'attrait qu'ils représentent au regard du calcul des ratios de dispersion des risques pour les Opcvm et les assureurs ou du ratio de solvabilité pour les établissements bancaires. En effet, les Opcvm pourraient vraisemblablement détenir jusqu'à 25 % de leurs actifs dans des titres d'une même SCF (au lieu des 10 %). Pour les compagnies d'assurance, le plafond de dispersion de risque par émetteur de 10 % devrait être relevé à 40 % dans le cas des OF. Enfin la pondération des OF pour le calcul du ratio de solvabilité sera de 10 %, au lieu des 20 % normalement appliqués pour des obligations émises par des banques, ce qui leur permettra d'améliorer leur ratio et/ou de diminuer leurs besoins en fonds propres.

Par ailleurs, comme sur le marché des Pfandbriefe, les investisseurs devraient pouvoir bénéficier sur des titres assortis d'une sécurité très élevée d'une prime de rendement attractive par rapport aux emprunts d'État. Certes, les *spreads* des OF devraient dans un premier temps intégrer une prime à la nouveauté et refléter un marché d'une taille et d'une liquidité inférieures à celles du marché des Pfandbriefe. Néanmoins, le nouveau marché bénéficiera certainement à terme d'une grande liquidité. Cette liquidité, qui devrait être favorisée par l'émergence d'une classe de titres européens présentant des caractéristiques similaires (OF, Pfandbriefe, Cédulas Hipotecarias...), devrait profiter à l'ensemble du marché obligataire français et lui permettre de mieux s'insérer dans le marché européen.

... MAIS AVEC CERTAINES
LIMITES POUR LES ÉMETTEURS

Dans un premier temps, le marché pourrait être limité à deux émetteurs. Dexia Municipal Agen-

Un refinancement plus avantageux

Le marché des prêts au logement en France représentait fin 1997 un encours de 2 302 milliards de francs et la production annuelle 1998 a atteint 341 milliards. Il existait jusqu'à présent trois dispositifs spécifiques de refinancement des prêts à l'habitat, les obligations foncières du CFF (9 % de l'encours des prêts au logement), les obligations émises par la Caisse de refinancement hypothécaire (3,4 %), et la titrisation de créances hypothécaires (1,3 %), mais cela ne permet-

tait de refinancer qu'environ 14 % de l'encours.

Les encours de prêts aux collectivités locales atteignaient 845 milliards de francs à fin 1997. Les acteurs principaux de ce marché sont le groupe Dexia avec environ 40 % des encours et entre 40 et 45 % de la production nouvelle, les Caisses d'épargne (25 % des encours) et le Crédit agricole (près de 15 %). Les banques allemandes, profitant de leur avantage ont investi le marché français où elles ont une part de marché d'environ 8 %.

cy (la SCF du groupe Dexia) devrait émettre avant la fin 1999, 3 milliards d'euros et prévoit un volume de 10 milliards pour 2000. La Compagnie de financement foncier (la SCF du groupe Crédit foncier) devrait émettre entre 1 et 1,5 milliard en 1999 et transférer son encours d'anciennes OF. En effet en voulant créer le cadre légal le plus sécurisé d'Europe, le législateur n'a pas pris en compte les spécificités françaises, en particulier pour le financement du logement. Ainsi, la constitution des SCF, et donc les émissions d'obligations foncières, peuvent se faire par transfert d'actifs existants de la société mère. Mais, la loi fixant pour les prêts au logement éligibles des quotités de financement maximale, les stocks de prêts potentiellement transférables dans des SCF par les banques commerciales sont extrêmement réduits. En effet, les prêts accordés par ces dernières l'ont souvent été à des quotités supérieures. Cependant, le fait que la quotité puisse être évaluée au moment du transfert des prêts (capital restant dû/valeur du bien) et non à celui de leur attribution, devrait permettre aux banques de transférer une partie des stocks anciens.

De la même façon, la loi ne per-

mettant pas aux SCF de porter leurs propres obligations, contrairement à ce qu'auraient souhaité les banques, afin de leur permettre une gestion ALM plus souple, les SCF courent le risque de voir l'encours de prêts servant de collatéral aux OF diminuer du fait des remboursements anticipés des prêts immobiliers. En effet, les pénalités sont re-

“ La SCF du groupe Dexia devrait émettre 3 milliards d'euros avant la fin 1999. ”

lativement faibles (indemnités plafonnées à 3 % du montant en capital restant dû, et depuis la loi du 25 juin 1999, nulles en cas de décès, de changement ou de cessation forcée d'activité professionnelle...).

LES CARACTÉRISTIQUES
DES ACTIFS ÉLIGIBLES

Le nouveau cadre légal et réglementaire se compare favorablement à tous les autres systèmes existants :

■ La solidité du dispositif repose sur la qualité des actifs éligibles à

un refinancement par obligations foncières : les prêts immobiliers garantis et les prêts à des personnes publiques auxquels viennent s'ajouter certaines parts de FCC, et des titres, selon des critères précis.

■ Les prêts garantis éligibles sont définis comme ceux bénéficiant d'une sûreté réelle au moins égale à une hypothèque de premier rang, ou, ce qui est une nouveauté, sous certaines conditions, d'une caution d'un établissement de crédit (type crédit logement) ou d'une entreprise d'assurance. Ces prêts peuvent concerner le secteur du logement comme celui de l'immobilier commercial. Le bien financé ou servant de garantie doit être situé dans l'Espace économique européen ou dans les territoires d'outre-mer.

« Le point fort de la nouvelle loi est d'affirmer les privilèges des porteurs d'obligations foncières en cas de procédure collective. »

■ Les prêts doivent respecter une quotité «prêt/valeur du bien» (bien apporté en garantie dans le cas d'un prêt hypothécaire ou bien financé dans le cas d'un prêt cautionné) maximale, afin de protéger la SCF et les porteurs d'obligations foncières contre une baisse du marché immobilier. Cette quotité (ou *loan-to-value*) a été fixée à 60%, ou 80%, si tous les prêts garantis inscrits à l'actif de la SCF sont des prêts au logement accordés à des personnes physiques. Une évaluation «prudente» des biens est requise, la valeur à retenir dans le cas général étant la «valeur hypothécaire» qui doit être au plus égale à la «valeur vénale» du bien.

Les prêts cautionnés sont également admis comme prêts éligibles à plusieurs conditions : le prêt garanti par la caution doit financer un bien immobilier avec

un apport personnel minimum de 20% du prix d'achat pour les biens à usage professionnel, 10% pour un logement...), l'établissement (de crédit ou d'assurance) apportant sa caution ne doit pas faire partie du même périmètre de consolidation que la SCF ; le montant total des prêts cautionnés ne doit pas dépasser 20% de l'actif de la SCF.

■ Les prêts aux personnes publiques éligibles sont ceux accordés aux Etats, aux collectivités territoriales ou à leurs groupements et aux établissements publics (par exemple les hôpitaux, les EPIC, les EPA...) appartenant à l'Espace économique européen. S'y ajoutent les prêts totalement garantis par ces Etats, collectivités territoriales, ou groupements.

■ Les parts seniors de FCC, ainsi que les parts ou titres de créances émis par des entités similaires soumises au droit d'un Etat de l'EEE, sont éligibles à condition que l'actif de ces FCC soit constitué à plus de 90% de prêts éligibles.

■ Les titres et valeurs admis comme «valeurs de remplacement», doivent être «suffisamment sûrs et liquides» : il s'agit des titres pouvant être mobilisés auprès du système européen de banques centrales, et des créances à moins d'un an sur des établissements de crédit. Ils incluent notamment les titres gouvernementaux et, ainsi qu'il est expressément spécifié dans la loi, les obligations foncières émises par d'autres SCF.

DES GARANTIES POUR LES PORTEURS

Le **surdimensionnement** – le total des actifs de la SCF doit en permanence excéder le passif privilégié – procure un élément de garantie supplémentaire aux détenteurs d'obligations. Cela implique bien sûr que la SCF doit avoir d'autres ressources, non privilégiées.

Les porteurs d'OF bénéficient d'un «**superprivilège**», avec un

droit prioritaire sur les actifs éligibles (prêts, parts de FCC, titres et valeurs éligibles) ainsi que sur les éventuelles sommes issues des instruments financiers à terme de couverture et les dépôts bancaires. Le point fort de la nouvelle loi est d'affirmer sans ambiguïté que ce privilège des porteurs d'obligations foncières est maintenu en cas de procédure collective (redressement ou liquidation judiciaire, règlement amiable). De plus, ils ont dans ce cas un droit sur la totalité de l'actif de la SCF, avant tout autre créancier. Enfin, une défaillance de la SCF n'entraîne pas de déchéance du terme : les OF sont remboursées à leur échéance contractuelle. Ces dispositions constituent une dérogation explicite aux lois de 1984 et 1985 sur les faillites.

La législation a de plus organisé une «étanchéité» entre la SCF et sa maison mère : en cas de défaillance de cette dernière, la procédure collective (loi de 1985) à son encontre ne peut être étendue à la SCF, ce qui est une garantie supplémentaire pour les détenteurs d'obligations. Sur ce dernier point, la sécurité conférée aux OF est plus forte que celle associée aux Pfandbriefe.

Enfin, en tant qu'établissement de crédit, la SCF est soumise à la supervision des autorités françaises de tutelle bancaire. Un contrôleur spécifique est nommé dans chaque SCF, après avis de la Commission bancaire. Il doit vérifier en termes de taux et de maturité la congruence entre l'actif et le passif des SCF. De plus les SCF doivent être dotées d'un système de mesure du risque de taux global, dans le cadre du règlement relatif au contrôle interne des établissements de crédit. ■

(1) Loi du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière, JO 29 juin 1999.

(2) La loi a retenu un terme unique d'obligations foncières pour recouvrir les titres adossés à des prêts immobiliers et ceux adossés à des prêts au secteur public. En pratique, compte tenu de la réglementation française, qui interdit un compartimentage du bilan, nous pensons que les deux catégories de prêts seront séparées dans deux SCF différentes.