

## LE REFINANCEMENT DES CREDITS HYPOTHECAIRES OU IMMOBILIERS

La présente annexe étudie les perspectives de développement des instruments financiers qui permettent aux établissements prêteurs de refinancer à une plus large échelle leurs crédits hypothécaires ou immobiliers.

Le recours au marché est l'une des possibilités, pour les établissements pratiquant le crédit hypothécaire, de mobiliser les ressources nécessaires à la couverture des crédits consentis. La constitution d'un cadre favorable à ce refinancement est une préoccupation récurrente des pouvoirs publics depuis les années 1960. Son histoire est marquée par les principales étapes suivantes :

- la création, en 1966, du « marché hypothécaire », permettant au système bancaire de mobiliser les ressources d'épargne liquide ou semi-liquide disponibles sur les marchés et de les transformer en prêts à long terme garantis par des hypothèques ;
- la création, en 1985, de la Caisse de refinancement hypothécaire, aujourd'hui la Caisse de refinancement de l'habitat (CRH), rendant possible un allongement de la durée des ressources collectées par l'émission d'obligations de longue durée ;
- la mise en place du cadre juridique de la titrisation par la loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectifs en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances ;
- la création des obligations foncières et des sociétés de crédit foncier par la loi n°99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière.

Dans un rapport de l'Inspection générale des Finances de mars 1988 sur le crédit hypothécaire, Michel EUVRARD constatait l'insuffisance des moyens de collecte de l'épargne à la disposition des banques, jugés trop lourds et coûteux. Il appelait à la mise en place d'un nouveau véhicule de refinancement :

« La création d'un titre hypothécaire devrait élargir substantiellement la gamme des moyens de refinancement offerts aux établissements distributeurs de crédit immobilier. Ce faisant, elle devrait contribuer à un minimum d'abaissement du coût de leurs ressources (...). L'intérêt pour ce titre ne doit pas être pour autant limité aux seuls établissements spécialisés, mais s'étendre à l'ensemble des intervenants du marché, qu'ils soient prêteurs-émetteurs, investisseurs-porteurs ou les deux simultanément. Il va de soi qu'à l'extrémité de la chaîne, c'est aux consommateurs-emprunteurs qu'il devrait bénéficier. »

Aujourd'hui, les instruments de refinancement à la disposition des établissements de crédit sont diversifiés. L'encours des titres en circulation adossés à créances hypothécaires ou immobilières à des particuliers s'élève à environ 37,7 Md€, soit 9% des crédits à l'habitat (cf. chiffrage au §2.1).

Pour autant, la question demeure de savoir si ces instruments sont adaptés aux besoins de refinancement des établissements prêteurs dans la perspective d'un développement du crédit hypothécaire.

Seront ici successivement passés en revue :

- (i) le cadre juridique en vigueur régissant les instruments de refinancement par le marché ;
- (ii) la situation actuelle de recours à ces instruments par les établissements prêteurs ;
- (iii) les perspectives d'évolution à moyen terme du marché du refinancement et les éventuels besoins d'accompagnement de la part de la puissance publique.

## **1. DIFFERENTS INSTRUMENTS DE MARCHE PERMETTENT AUX PRETEURS DE REFINANCER LES CREANCES HYPOTHECAIRES OU IMMOBILIERES**

Diverses ressources de marché peuvent abonder le passif des établissements pratiquant le crédit hypothécaire.

Certaines de ces ressources ne sont pas spécifiques aux crédits hypothécaires. Il s'agit notamment des titres du marché monétaire et des obligations ordinaires, qui ne couvrent aucun poste particulier du bilan, mais l'actif dans son ensemble.

D'autres sont adossées, ou peuvent être adossées, aux crédits hypothécaires. Il s'agit des billets à ordre émis au profit de la Caisse de refinancement de l'habitat, des parts de fonds communs de créance et des obligations foncières, dont les mécanismes et le cadre juridique sont détaillés ci-après.

### **1.1. La Caisse de refinancement de l'habitat (CRH)**

#### ***1.1.1. La Caisse de refinancement de l'habitat, successeur du marché hypothécaire***

La création de la Caisse de refinancement hypothécaire en 1985, tout comme la mise en place du marché hypothécaire en 1966, procède de la volonté de dégager pour le logement des ressources nouvelles de financement à long terme permettant de faire circuler la garantie hypothécaire entre les acquéreurs successifs de titres.

La création d'un marché suffisamment liquide nécessitait au préalable de contourner les dispositions contraignantes du Code civil relatives à la cession de créances.

Le régime juridique applicable aux titres du marché hypothécaire jusqu'à sa clôture en 1987, puis aux titres de la CRH, a permis de lever ces contraintes par la technique de la « mise à disposition ». Les établissements prêteurs émettent des « billets à ordre » par lesquels ils mettent des créances primaires « à la disposition » des porteurs de ces billets. Cette « mise à disposition » entraîne la constitution d'un gage à leur profit, transmissible à l'ensemble des porteurs successifs. Si l'établissement prêteur ne respecte pas les échéances du titre émis, le porteur peut demander la remise matérielle des créances "mises à sa disposition".

La CRH est issue de la loi n°85-695 du 11 juillet 1985 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, dont l'un des objectifs était de dynamiser le marché hypothécaire, critiqué pour sa faible profondeur : son encours maximum avait été de 100 MdF, soit environ 25% de l'encours des prêts éligibles et 7% de l'encours des prêts au logement<sup>1</sup>. Pour permettre la mobilisation de ressources plus abondantes et plus longues, la loi de 1985 a autorisé l'émission d'obligations de longue durée par des organismes agréés en contrepartie des créances hypothécaires. Seule la Caisse de refinancement hypothécaire, devenue aujourd'hui la Caisse de refinancement de l'habitat, a été créée et agréée en application des ces dispositions.

---

<sup>1</sup> Source : Inspection générale des Finances, *Rapport sur le crédit au logement (crédit hypothécaire)*, Michel EUVRARD, 30 mars 1988.

### 1.1.2. *Un statut spécifique étroitement encadré*

Le statut de la Caisse est celui d'une société anonyme de nationalité française, agréée en qualité de société financière par décision du comité des établissements de crédit du 16 septembre 1985. Elle a pour objet, aux termes de l'article 2 de son statut :

- « de refinancer au profit exclusif des actionnaires (...) les billets à ordre souscrits ou avalisés par ceux-ci en mobilisation de créances visées à l'article L 313-42 du Code monétaire et financier et représentatives de prêts au logement » ;
- « d'émettre, en contrepartie de ces emplois, des obligations et valeurs mobilières ayant des caractéristiques analogues à celles des billets mobilisés » ;
- « et généralement de procéder à toutes opérations mobilières et immobilières se rattachant à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes susceptibles d'en faciliter le développement ».

Les articles L 313-42 à L 313-49 du Code monétaire et financier et le décret n°2000-664 du 17 juillet 2000 modifié en dernier lieu par le décret n°20144 du 19 février 2003 précisent le régime juridique de l'activité de la CRH.

Sont éligibles au refinancement par la CRH les billets à ordre émis par les établissements de crédit pour mobiliser des créances à long terme destinées au financement d'un bien immobilier situé en France ou dans les autres Etats de l'Espace économique européen, garanties par une hypothèque de premier rang ou une sûreté équivalente. Depuis 1999, les prêts cautionnés<sup>2</sup>, ainsi que les parts de fonds communs de créance dont l'actif est lui même composé à hauteur de 90% de prêts hypothécaires ou cautionnés, sont également éligibles.

Pour l'ensemble des créances éligibles, des règles de quotité régissent le rapport maximal entre le capital dû de la créance éligible et la valeur du bien (*loan-to-value*), le reste du financement pouvant être constitué par emprunt. En pratique, si le capital dû dépasse le plafond, les établissements prêteurs découpent la créance et ne cèdent que la portion satisfaisant aux règles de quotité. Ce plafond est fixé à 60% pour les crédits hypothécaires ou cautionnés. Il est porté à 80%<sup>3</sup> s'il s'agit de prêts à l'habitat. Ces règles de quotité peuvent être assouplies lorsque le montant des créances mobilisées excède de 25% celui des billets à ordre qu'elles garantissent, ou pour les prêts bénéficiant de la garantie du fonds de garantie à l'accession sociale (FGAS).

Pour les créances cautionnées, l'éligibilité est encadrée par des règles supplémentaires :

- le montant total des créances cautionnées ne peut dépasser 20% du montant total des créances mises à disposition de la CRH ;

---

<sup>2</sup> Prêts garantis par un cautionnement consenti par un établissement de crédit ou une entreprise d'assurance n'entrant pas dans le périmètre de la consolidation défini à l'article L 233-16 du Code de commerce dont relève l'établissement de crédit émetteur du billet à ordre.

<sup>3</sup> Cette dernière condition doit être entendue au sens large. Le plafond de 80% s'applique à la fois aux prêts consentis à des personnes physiques pour financer la construction ou l'acquisition de logements ou pour financer à la fois l'acquisition d'un terrain à bâtir et le coût des travaux de construction des logements. Sont assimilés à la construction les travaux ayant pour objet la création ou la transformation d'une surface habitable, par agrandissement ou par remise en état. Pour les créances hypothécaires, il faut également que le bien apporté en garantie soit un logement (article 1<sup>er</sup> du décret n°2000-664 du 17 juillet 2000 pris pour l'application des articles L313-42 à L 313-49 du Code monétaire et financier).

- outre les règles de quotité régissant la *loan-to-value*, les créances cautionnées doivent respecter des seuils minimaux d'apport personnel, ce dernier ne pouvant être constitué par emprunt. L'apport personnel lors de la conclusion du prêt doit être supérieur à 10% s'il s'agit d'un logement ou à 5% si l'apport est constitué à partir de dépôts sur un plan contractuel d'épargne logement

La sécurité des obligations émises par la CRH est renforcée par des contraintes liées au surdimensionnement du portefeuille de créances et à la protection du détenteur d'obligations contre le risque de faillite de l'établissement prêteur :

- le taux de surdimensionnement du portefeuille de créances mis à disposition par rapport au montant du billet garanti est fixé à 125% ;
- en cas de défaut de paiement sur les obligations, à l'échéance du capital ou des intérêts, la propriété des créances (qui sont demeurées au bilan du prêteur initial) est transférée au porteur avec les intérêts, les avantages et les garanties qui y sont attachées. En cas d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation à l'encontre d'un établissement de crédit, l'article L 313-48 du Code monétaire et financier dispose expressément que la mobilisation des créances auprès de la CRH n'est pas affectée, ce qui constitue une garantie extrêmement sûre pour les détenteurs d'obligations.

Les obligations de la CRH font l'objet d'un traitement prudentiel spécifique, pour les établissements de crédit qui les détiennent. La commission bancaire impose à ces derniers de pondérer les obligations de la CRH à 20% dans le calcul de leur ratio de solvabilité<sup>4</sup>, à la différence des obligations foncières qui font l'objet d'une pondération à 10%. Ce régime spécifique est contesté par la CRH.

Au total, la Caisse de refinancement de l'habitat bénéficie d'un statut *sui generis* élaboré en 1985 dans le but de dynamiser le « marché hypothécaire » d'alors. Ses règles de fonctionnement rendent très sûres les obligations distribuées, à un niveau équivalent à celui des obligations foncières créées en 1999. En contrepartie cependant, la rigidité des règles de surdimensionnement, de quotité et de solvabilité peut contribuer à rendre cet outil de refinancement comparativement plus coûteux que d'autres pour les gestionnaires de passif des établissements prêteurs.

## **1.2. Les fonds communs de créance (la titrisation)**

### **1.2.1. Les expériences étrangères**

Née aux Etats-Unis dans les années 1970 et mise en place au Royaume-Uni dans les années 1980, la titrisation consiste à céder des créances à un organisme émetteur de titres négociables représentatifs de ces créances, dont la souscription est ouverte aux investisseurs institutionnels et au public.

Aux Etats-Unis, l'origine de la titrisation est liée aux crédits hypothécaires. L'une des premières agences de titrisation, la *Government Mortgage Association* (GMA), était en effet une agence fédérale spécialisée dans le refinancement des crédits hypothécaires. Par la suite, le mécanisme s'est développé, les établissements de crédits étant nombreux à céder des portefeuilles de créances à des intermédiaires, ou « *trustees* », tout en conservant leur gestion moyennant rémunération.

---

<sup>4</sup> Lettre du président de la commission bancaire du 5 janvier 2001.

Les agences de notation financières distinguent aujourd'hui plusieurs types de produits de « financement structuré » en fonction de la nature des actifs sous-jacents :

- les *mortgage backed securities*, qui se divisent en deux catégories, les *residential mortgage backed securities* (RMBS – titres adossés à des prêts à l'habitat) et les *commercial mortgage backed securities* (CMBS – titres adossés à des prêts à l'immobilier commercial) ;
- les *asset backed securities* (ABS – titres adossés à d'autres actifs de sociétés) ;
- les *collateralised debt obligations* (CDO – autres obligations de sociétés garanties par un collatéral).

Au Royaume-Uni, le besoin de refinancement par le marché était traditionnellement moins important en raison de la prépondérance des « *building societies* » dans le financement du logement, qui disposent de ressources à vue ou à très court terme en provenance des ménages.

Mise en œuvre pour la première fois en 1987 par la *National Home Loans Corporation* (NHLIC), société spécialisée dans le domaine immobilier non collectrice de dépôts, la titrisation s'est d'abord heurtée à l'absence de cadre juridique permettant de transférer la garantie sur les créances cédées.

### 1.2.2. *Le cadre juridique français*

Le cadre de la titrisation en France a été défini par la loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectifs en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, aujourd'hui codifiée aux articles L 214-43 à L 214-49 du Code monétaire et financier.

A la différence de la CRH et des sociétés de crédit foncier, le véhicule de refinancement est ici dépourvu de la personnalité morale. Sur le modèle des fonds communs de placement, les fonds communs de créance (FCC) sont des organismes de placement collectif ayant le statut de copropriété, sans personnalité juridique, dont l'objet exclusif est d'acquérir des créances selon une procédure simplifiée. Pour financer cette acquisition, le fonds commun de créance émet des parts négociables représentatives des créances, dont la souscription est ouverte aux investisseurs institutionnels et au public. C'est ce mécanisme, appelé « titrisation des créances », qui s'applique à tous types de créances, dont les crédits hypothécaires.

Les créances éligibles doivent être déterminées par le règlement du fonds. Elles peuvent résulter d'un acte déjà intervenu comme d'un acte à venir, pour un montant et une date d'exigibilité non encore déterminés (cession de créances futures).

La cession des créances au fonds s'opère de façon simplifiée par l'établissement d'un bordereau dont les énonciations sont fixées par décret<sup>5</sup>. L'article L 214-43 du Code monétaire et financier instaure un cadre juridique d'une grande sécurité pour l'acquéreur des créances : « la remise du bordereau entraîne de plein droit le transfert des sûretés, des garanties et des accessoires attachés à chaque créance, y compris les sûretés hypothécaires, et son opposabilité aux tiers sans qu'il soit besoin d'autres formalités ». Les dispositions des articles 1690 et suivants du Code civil ne trouvent ainsi pas à s'appliquer : le débiteur n'a pas à être informé de la cession dans la mesure où le recouvrement des créances cédées continue d'être assurée par l'établissement cédant. En revanche, l'information, par simple lettre, doit être effectuée en cas de transfert de la gestion du recouvrement.

---

<sup>5</sup> Décret n°89-158 du 9 mars 1989 relatif aux fonds communs de créance, article 2.

Les parts de fonds communs de créances sont des valeurs mobilières négociables de gré à gré. Elles peuvent faire l'objet d'une émission privée ou d'un placement par appel public à l'épargne. Dans ce dernier cas, leur émission est subordonnée à l'établissement d'une note d'information, d'une note de référence et d'une note d'opération visées par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

La protection des investisseurs contre le risque de défaillance des débiteurs résulte des garanties intrinsèques à la cession de créance (transfert des garanties et sûretés) ainsi que de dispositions propres à chaque FCC, déterminées par le règlement du fonds. Ce dernier peut notamment prévoir :

- la définition de parts spécifiques appelées à supporter le risque de défaut. En pratique, les FCC émettent des parts regroupées en « tranches », en fonction des règles d'affectation du risque de défaut entre ces différentes tranches. Les tranches les plus sûres sont appelées « senior » et les plus risquées « junior ». L'enjeu du dialogue des banques avec les agences de notation est la proportion des créances, au sein du portefeuille titrisé, qui pourront être qualifiées de sûres, et éventuellement être notées « AAA », ouvrant ainsi l'accès à un coût de refinancement extrêmement faible (aujourd'hui environ EURIBOR + 10 points de base) ;
- un surdimensionnement des créances cédées, comme dans le cas de la Caisse de refinancement de l'habitat.

Ainsi, la titrisation peut être avantageuse pour les gestionnaires de bilan des établissements de crédit. Elle permet d'une part, comme dans le cas de la CRH, d'accéder à des ressources de refinancement à faible coût. Mais en outre, la liberté laissée aux banques dans le montage des fonds communs de créance et, en particulier, dans la structuration de leurs tranches (notées « AAA », « AA », etc.), confère à ce mode de refinancement davantage de souplesse. D'autre part, la sortie des créances du bilan des établissements prêteurs, par une cession de créance proprement dite, permet d'alléger les contraintes de fonds propres des établissements.

En contrepartie, le montage d'un FCC engendre indubitablement des coûts pour un établissement de crédit. Le principal d'entre eux découle, au dire des interlocuteurs rencontrés, des négociations avec les agences lors du processus de notation. Certains l'évaluent entre 0,5 et 1 point de base par an sur l'encours titrisé.

### 1.3. Les obligations foncières

Les obligations foncières, créées sous leur forme actuelle par la loi n°99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière<sup>6</sup>, figurent parmi les actifs financiers les plus sûrs du marché. Contrairement à ce que paraît indiquer leur intitulé, elles peuvent avoir pour contrepartie soit des créances hypothécaires, soit des créances sur des personnes publiques, non nécessairement immobilières. Elles entrent dans la catégorie internationale dite des « obligations structurées sécurisées » ou des « *covered bonds* », qui comprend notamment les *Pfandbriefe* allemandes et les *Cedulas* espagnoles.

Le cadre français repose sur le mécanisme suivant :

- un établissement cède ses créances qui disposent d'une forte garantie (par la sûreté rattachée ou le caractère public du débiteur) à un organisme de refinancement spécialisé, appelé société de crédit foncier (SCF) ;

---

<sup>6</sup> Codifiée aux articles L 515-13 à L 515-33 du Code monétaire et financier.

- en contrepartie, la société de crédit foncier émet sur le marché obligataire des titres sécurisés par un privilège sur les créances sous-jacentes, garantissant au porteur le principal et les intérêts.

Les sociétés de crédit foncier sont des établissements de crédit, agréés en qualité de sociétés financières par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Elles ont pour objet exclusif d'acquérir et de consentir des prêts et des titres éligibles, et d'émettre en contrepartie des obligations foncières.

Les critères d'éligibilité des créances sont sensiblement les mêmes que ceux décrits plus haut dans le cas de la Caisse de refinancement de l'habitat (cf. §1.1.2) :

- prêts assortis d'une hypothèque de premier rang ou d'une sûreté immobilière conférant une garantie au moins équivalente ;
- respect d'une quotité (*loan-to-value*) maximum de 60% de la valeur du bien financé pour les prêts cautionnés ou du bien apporté en garantie pour les biens hypothécaires, portée à 80% si le prêt est consenti à une personne physique dans le but de financer l'acquisition ou la construction de logements, et à 100% pour les prêts bénéficiant de la garantie du fonds de garantie à l'accession sociale ;
- prêts cautionnés dans la limite de 20% de l'actif de la SCF, et sous réserve d'un apport personnel minimal de 20% du prix du bien s'il est à usage professionnel, de 10% s'il s'agit d'un logement ou de 5% si l'apport est constitué à partir de dépôts sur un plan contractuel d'épargne logement ;
- prêts accordés aux Etats, aux établissements publics, aux collectivités locales ou à leurs groupements appartenant à l'Espace économique européen, la Suisse, les Etats-Unis, le Canada et le Japon ainsi que les prêts totalement garantis par ces Etats, collectivités locales ou groupements de celles-ci ;
- parts de fonds communs de créance lorsque l'actif de ces fonds est composé à hauteur de 90% au moins de créances de même nature que les prêts garantis ou cautionnés ;
- titres et valeurs « sûrs et liquides »<sup>7</sup>, dans la limite de 20% de l'actif de la SCF.

La cession à la société de crédit foncier des prêts ouvrant droit à l'émission d'obligations foncières est effectuée, comme dans le cas de la titrisation, par la simple remise d'un bordereau. Elle prend effet entre les parties et devient opposable aux tiers à compter de la date apposée sur le bordereau lors de sa remise. De manière analogue au mécanisme des fonds communs de créance, la remise du bordereau entraîne de plein droit, et sans autre formalités, le transfert des accessoires des créances cédées et des sûretés garantissant chaque prêt, y compris les sûretés hypothécaires. L'information des débiteurs est soumise aux mêmes règles que dans le cas de la titrisation : cette information n'est obligatoire qu'en cas de changement de la société chargée de gérer ou de procéder au recouvrement des prêts, et peut prendre la forme d'une simple lettre.

Comme pour les créances mises à disposition de la CRH, l'actif de la société de crédit foncier est soumis à une obligation de dimensionnement par rapport à son passif

---

<sup>7</sup> Titres émis sur le marché réglementé, qui répondent à des critères de sûreté définis par la Banque centrale européenne, ou titres d'autres sociétés de crédit foncier (Code monétaire et financier, art. L 515-17).

privilegié. Cependant, il ne s'agit pas d'un surdimensionnement à hauteur de 125% comme dans le cas de la CRH, une couverture à 100% étant suffisante.

Les obligations foncières émises par les SCF présentent des garanties extrêmement sûres en raison du privilège reconnu à leurs détenteurs sur les créances cédées. En cas de défaillance de l'établissement prêteur, les créances des porteurs d'obligations foncières prennent rang avant :

- le superprivilège des salariés défini par les articles L 143-10 et suivants du code du travail ;
- le droit de préférence des créances de l'article L 621-32 du code de commerce (frais de justice, créances des fournisseurs ayant accordé des délais de paiement, etc.) ;
- les privilèges du Trésor et de la Sécurité sociale ;
- les autres créanciers selon leur rang.

En outre, la garantie de remboursement des porteurs d'obligations foncières est renforcée par la protection de ces derniers en cas de redressement ou de liquidation judiciaires d'une société actionnaire d'une SCF, ou encore d'une société chargée de la gestion ou du recouvrement, pour le compte d'une SCF, des créances transférées.

Ainsi, la loi de 1999 aménage un cadre d'une très grande sécurité pour les investisseurs, tant en ce qui concerne les créances éligibles que le privilège des détenteurs d'obligations foncières en cas de redressement ou de liquidation judiciaires. Ce moyen de refinancement est soumis à des règles proches de celles gouvernant l'activité de la CRH, mais présente néanmoins deux avantages comparatifs : d'une part, davantage de souplesse est autorisée pour le surdimensionnement de l'actif ; d'autre part, lorsque les titres sont détenus par des établissements de crédit, la pondération appliquée pour le calcul du ratio de solvabilité est plus favorable pour les obligations foncières que pour les obligations de la CRH (10% contre 20%).

Au total, les caractéristiques des trois modalités étudiées de refinancement des crédits hypothécaires peuvent être résumées dans le tableau ci-après :

Tableau 1

	Caisse de refinancement de l'habitat	Titrisation	Obligations foncières
Créances protégées des risques afférents aux procédures collectives touchant l'émetteur initial	+	-	++
Surdimensionnement	125% obligatoire	Libre	>100% obligatoire
Ratio de solvabilité	20%	Dépend du sous-jacent	10%
Exigences quant aux actifs sous-jacents	Fortes	Libres	Fortes
Possibilité de mobiliser des crédits cautionnés	-	++	-
Souplesse global de l'instrument	--	++	-
Coût de l'instrument pour l'établissement prêteur	+	-	+

+ : avantage pour l'établissement prêteur / - : inconvénient pour l'établissement prêteur.

## 2. EN PRATIQUE, LE RECOURS A CES INSTRUMENTS EST FAIBLE ET DEPEND DU CARACTERE SPECIALISE OU NON DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT

### 2.1. Le développement du crédit hypothécaire n'est pas contraint par le marché du refinancement

Deux arguments peuvent être invoqués à l'appui de ce constat.

#### 2.1.1. La faiblesse du recours aux instruments spécifiques de refinancement

En proportion de l'encours des crédits à l'habitat, les encours d'obligations de la CRH, de parts de fonds communs de créance représentant des crédits à l'immobilier et d'obligations foncières sont faibles :

Tableau 2

	Crédits à l'habitat (*)	Dont crédits à l'habitat aux particuliers (*)	Obligations CRH (*)	FCC crédits immobiliers hypo. (**)	FCC crédits immobiliers non hypo. (**)	Total FCC crédits immobiliers (**)	Obligations foncières (***)	Total 3 types de véhicules
Montants en Md€	413,3	321,1	13,9	7,4	1,7	9,2	41,4	64,5
% des crédits à l'habitat	100,0	77,7	3,4	1,8	0,4	2,2	10,0	15,6

(\*) : au 31/12/03. (\*\*): au 31/03/04. (\*\*\*) : au 31/12/03, hormis Dexia Municipal Agency qui ne refinance pas de crédits à l'habitat.

Sources : Commission bancaire, Banque de France, Rapport annuel 2003 de la CRH.

Encore ces chiffres ne donnent-ils qu'une idée très imprécise du montant des titres adossés à des crédits à l'habitat - hypothécaires et non hypothécaires - en circulation sur le marché. Pour davantage de précision, deux effets sont à prendre en compte.

D'une part, un même portefeuille de créances peut faire l'objet d'une titrisation, puis d'un rachat des parts de FCC correspondantes par une société de crédit foncier, qui émettra en contrepartie des obligations foncières. C'est le procédé retenu par exemple par le groupe Crédit Immobilier de France (cf. *infra*, §2.3.2) qui, sur 20,6 Md€ de crédits à l'habitat, en titrise 5,5 Md€, dont 5 Md€ sont ensuite rachetés par la SCF CIF Euromortgage en contrepartie d'obligations foncières. Les chiffres de la titrisation et des obligations foncières ne sont donc pas à additionner tels quels.

D'autre part, les obligations foncières émises n'ont pas pour seule contrepartie des crédits à l'habitat. Dans le bilan, par exemple, de la SCF du Crédit Foncier, la Compagnie de Financement Foncier, seuls 16,7 Md€ sur les 34,7 Md€ d'obligations foncières émises correspondent à des crédits à l'habitat, le reste étant composé de diverses parts de FCC, de prêts à des personnes publiques ou garanties par elles, et d'autres encours éligibles. Il faut donc effectuer un tri dans le bilan des sociétés de crédit foncier.

La prise en compte de ces deux effets dans le tableau précédent aboutit au résultat suivant :

Tableau 3

	Crédits à l'habitat	Obligations CRH <sup>8</sup>	Total FCC crédits immobiliers	Obligations foncières n'ayant pour contrepartie que des crédits à l'habitat non titrisés par ailleurs <sup>9</sup>	Total des titres adossés à des crédits à l'habitat
Montants en Md€	413,3	13,9	9,2	14,6	37,7
% des crédits à l'habitat	100,0	3,4	2,2	3,5	9,1

Sources : mêmes sources que précédemment.

Au total, ce seraient donc seulement 37,7 Md€, soit 9,1% de l'ensemble des crédits à l'habitat, qui feraient l'objet d'un refinancement par des véhicules spécifiques.

Les encours des différents instruments de refinancement (obligations de la CRH, parts de FCC et obligations foncières) sont détaillés ci-dessous par émetteur au 31 décembre 2003 :

Tableau 4

Etablissement de crédit emprunteur à la CRH (en M€)	Au 31/12/01	Au 31/12/02	Au 31/12/03	Au 31/12/03 (%)
Crédit Agricole SA	4 872	4 716	4 642	33,3
Caisse Centrale du Crédit Mutuel	1 188	1 544	1 870	13,4
Crédit Lyonnais	1 542	1 654	1 756	12,6
Banque Fédérative du Crédit Mutuel	576	932	1 043	7,5
BNP Paribas	1 599	1 017	961	6,9
Crédit Mutuel de Bretagne	355	433	888	6,4
Société Générale	275	344	444	3,2
Banque Patrimoine et Immobilier	428	428	390	2,8
Société Nancéienne Varin Bernier	229	308	388	2,8
Crédit Industriel et Commercial	398	410	374	2,7
Banque Fédérale des Banques Populaires	292	322	370	2,7
Enténial	397	355	216	1,6
Autres emprunteurs	761	656	607	4,3
<b>Total</b>	<b>12 912</b>	<b>13 119</b>	<b>13 949</b>	<b>100,0</b>

Source : Caisse de refinancement de l'habitat.

Tableau 5

Nom du FCC sur crédits immobiliers	Etablissement émetteur	Nature du crédit	Date de création	Date d'échéance	Encours émis (en M€)
MULTILOGIS 1	Crédit Agricole Indosuez	Hypothécaire - prêts personnels immobiliers	26/07/1995	20/02/2010	129,2
TITRILOG Juin 97	Crédit Lyonnais	Hypothécaire - prêts immobiliers à taux fixe	04/07/1997	25/07/2017	1 448,2
FLORIMMO	Enténial	Hypothécaire – prêts accordés à des particuliers et des entrepreneurs individuels	10/02/1998	25/08/2004	380,9
DOMOS 4	Union pour le	Hypothécaire - prêts	06/07/1998	30/06/2020	645,1

<sup>8</sup> La CRH, bien qu'elle y soit autorisée par l'article L 313-42 du Code monétaire et financier, n'acquiert pas de parts de FCC. Le montant à reporter dans le tableau est donc le même que celui du tableau précédent.

<sup>9</sup> Détail du calcul : 41,4 Md€ - 7,2 Md€ (obligations foncières de CIF Euromortgage) - 19,3 Md€ (part de l'encours éligible de la Compagnie de Financement Foncier ne correspondant pas à des crédits à l'habitat) = 14,6 Md€.

Nom du FCC sur crédits immobiliers	Etablissement émetteur	Nature du crédit	Date de création	Date d'échéance	Encours émis (en M€)
	bâtiment – UCB	immobiliers à taux fixe			
TITRILOG Novembre 98	Crédit Lyonnais	Hypothécaire - prêts immobiliers à taux fixe consentis à des particuliers et des sociétés civiles immobilières dont les parts sont détenues par des particuliers	02/12/1998	25/01/2018	1 524,4
DOMOS 5	Union pour le bâtiment – UCB	Hypothécaire - prêts immobiliers	08/02/1999	30/06/2024	1 000,0
MASTER DOMOS	Union pour le bâtiment – UCB	Hypothécaire - prêts immobiliers accordés à des particuliers et à des agents de la fonction publique	15/11/1999	25/11/2041	1 525,0
DOMOS 2003	Union pour le bâtiment – UCB	Hypothécaire - prêts immobiliers à taux révisables	22/04/2004	30/06/2036	790,0
CIF ASSETS Janvier 2001	Caisse centrale du Crédit immobilier de France	Non hypothécaire – prêts immobiliers	11/09/2002	23/04/2043	1 744,3
<b>TOTAL</b>					<b>9 187,1</b>

Source : Banque de France.

Tableau 6

Nom de la société de crédit foncier	Encours d'obligations foncières émises
Compagnie de Financement Foncier (groupe CFF)	34,2 Md€
CIF Euromortgage (groupe CIF)	7,2 Md€
Total	41,4 Md€

Source : Rapports annuels des établissements.

### 2.1.2. La présence de ressources alternatives

La raison principale de la faible utilisation des instruments précédents, qui permettraient pourtant d'obtenir des coûts de refinancement très avantageux (environ EURIBOR + 10 pdb), vient de l'existence d'importantes ressources alternatives, dont notamment, pour les banques généralistes, les dépôts.

Sans entrer dans une analyse détaillée de la gestion du bilan des banques, les tableaux suivants permettent de représenter l'importance relative des principaux postes de l'actif et du passif des établissements de crédits français :

Tableau 7

(en milliards d'euros)	31/12/02	31/12/03
Caisse, banques centrales et office des chèques postaux	49,5	44,7
Prêts aux établissements de crédit	912,7	907,1
<b>Crédits à la clientèle</b>	<b>1 290,6</b>	<b>1 321,1</b>
<b>dont crédits à l'habitat</b>	<b>N.C.</b>	<b>413,3</b>
dont crédits à l'habitat aux particuliers	N.C.	321,1
Opérations sur titres	1 070,4	1 179,8
Valeurs immobilisées	282,4	307,6
Divers	187,9	186,6
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>3 193,3</b>	<b>3 950,8</b>

Source : Commission bancaire, Analyse comparative de l'activité des établissements de crédit en 2003.

Tableau 8

(en milliards d'euros)	31/12/02	31/12/03
Banques centrales et offices de chèques postaux	2,1	2,5
Emprunts auprès des établissements de crédit	1 012,1	1 010,9
<b>Ressources émanant de la clientèle</b>	<b>1 052,3</b>	<b>1 090,7</b>
dont comptes ordinaires créditeurs	291,9	311,0
comptes d'épargne à régime spécial	496,2	533,6
comptes créditeurs à terme	193,1	175,1
Opérations sur titres	1 212,7	1 304,2
dont titres donnés en pension livrée	364,9	387,7
dettes représentées par un titre	599,6	640,7
dont titres de créances négociables	377,9	407,4
Obligations	202,7	212,7
Provisions, capitaux propres	308,8	329,2
Report à nouveau	9,8	12,9
Divers	195,5	200,5
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>3 193,3</b>	<b>3 950,8</b>

Source : Commission bancaire, Analyse comparative de l'activité des établissements de crédit en 2003.

En raisonnant par grandes masses, les tableaux précédents montrent que :

- si elles étaient entièrement affectées aux crédits à la clientèle, les ressources déposées par la clientèle pourraient financer jusqu'à 83% des crédits à la clientèle (dont les crédits à l'habitat) ;
- les opérations sur titres dégagent un encours créditeur d'environ 125 Md€, soit 9,5% des crédits à la clientèle ;
- les opérations nettes auprès des autres établissements de crédit dégagent un encours également créditeur d'environ 100 Md€, soit 7,6% des crédits à la clientèle.

Ces chiffres corroborent l'analyse faite par les gestionnaires actif-passif de banques généralistes rencontrés par la mission, selon lesquels les dépôts et autres ressources émanant de la clientèle servent en priorité à couvrir les crédits à la clientèle. Le recours au marché, sous

forme d'obligations, de dette titrisée ou de titres de créance négociables étant destiné à couvrir la portion résiduelle.

L'accès à ces différentes ressources est bien évidemment fonction de la capacité des établissements de crédit considérés à collecter les dépôts de leur clientèle. Deux catégories doivent donc être distinguées parmi les établissements pratiquant le crédit hypothécaire : d'une part, les banques généralistes ; d'autre part, les établissements spécialisés dans le crédit immobilier, qui ne peuvent collecter les dépôts de leur clientèle.

## 2.2. Les banques généralistes disposent d'importantes ressources émanant de leur clientèle qui suffisent à couvrir les crédits accordés

### 2.2.1. La place des ressources émanant de la clientèle dans le bilan des banques généralistes

En ne considérant que les banques généralistes, comprises au sens large comme l'ensemble des établissements de crédit hormis les établissements spécialisés dans le crédit à l'habitat, l'écart entre les parts relatives des ressources émanant de la clientèle et des opérations sur titres dans le financement du crédit est encore plus important. Le ratio ressources émanant de la clientèle / crédits accordés à la clientèle s'élève à 86,3% tandis que le ratio opérations nettes sur titres / crédits se situe à 6,9%.

Tableau 9

Crédits à la clientèle	Crédits à l'habitat	Ressources émanant de la clientèle	Ressources émanant de la clientèle / crédits à la clientèle	Solde créditeur des opérations sur titres	Solde créditeur des opérations sur titres / crédits à la clientèle
1 257,2 Md€	359,7 Md€	1 084,7 Md€	86,3%	86,6 Md€	6,9%

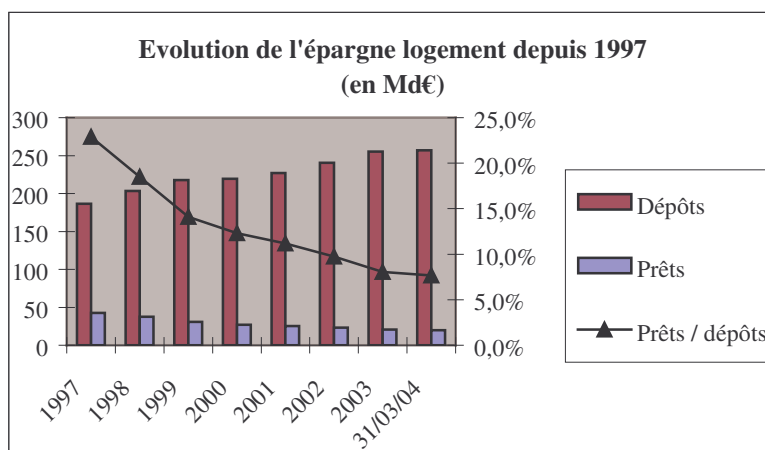
Source : Commission bancaire.

### 2.2.2. Le rôle de l'épargne logement

Le volume des ressources émanant de la clientèle des banques généralistes est soutenu par le poids de l'épargne réglementée (« comptes d'épargne à régime spécial » dans le tableau 7), dont l'encours s'élève à 533,6 Md€. Au sein de celle-ci, l'épargne logement occupe une place particulière en raison tant de l'importance de son encours (257,1 Md€ au 31 mars 2004) que des liens qu'elle entretient avec le financement de l'habitat.

Depuis sa création en 1965, et avec la baisse des taux d'intérêts sur les dernières années, l'épargne logement est devenue un instrument d'épargne classique tout autant qu'un moyen de capitalisation en vue de l'acquisition d'un logement. De fait, le rapport entre les prêts d'épargne logement (PEL) et l'encours d'épargne logement n'atteint plus aujourd'hui que 7,7%.

Graphique 1



Source : Direction du Trésor, bureau A3.

L'introduction dans la loi de finances pour 2003 d'une condition de réalisation d'un projet immobilier pour le versement de la prime d'Etat lors du retrait des fonds<sup>10</sup> témoigne de la volonté des pouvoirs publics de lier davantage l'épargne logement à l'acquisition immobilière.

Les encours d'épargne logement, constitués des comptes d'épargne logement et des plans d'épargne logement, ont vocation à financer des prêts d'épargne logement souscrits par les épargnants. Les fonds recueillis non encore utilisés au service de ces prêts, appelés « fonds disponibles », ne peuvent toutefois être utilisés librement par les banques. Ils sont soumis à des règles d'emploi obligatoires définies par deux lettres du directeur du Trésor des 17 mars 1998 et 30 septembre 1999. Quatre emplois sont autorisés pour les fonds libres d'épargne logement, qui présentent une similitude avec les critères d'éligibilité au refinancement par la CRH ou par les obligations foncières :

- le financement des prêts aux particuliers pour l'habitat ;
- la souscription de parts de fonds communs de créances constitués, au minimum à hauteur de 90%, de prêts à l'habitat ;
- la souscription de billets à ordre négociables sur le marché hypothécaire ou de titres émis par la Caisse de refinancement de l'habitat ;
- la souscription d'obligations foncières émises par les sociétés de crédit foncier dont plus de 90% de l'actif est constitué de prêts immobiliers.

Chacun des emplois autorisés pour l'épargne logement, qu'il s'agisse des prêts d'épargne logement ou des quatre emplois obligatoires des fonds disponibles, est donc orienté vers le financement de l'habitat. Les banques généralistes habilitées à collecter l'épargne logement<sup>11</sup> disposent ainsi d'un encours important de ressources émanant de leur clientèle couvrant leurs crédits à l'habitat.

<sup>10</sup> Article L 315-4 du Code de la construction et de l'habitation.

<sup>11</sup> Aux termes de l'article L 315-3 du Code de la construction et de l'habitation, il s'agit des caisses d'épargne, des banques et organismes de crédit habilités par convention avec l'Etat et des organismes soumis aux dispositions de la loi n°52-332 du 24 mars 1952 relative aux entreprises de crédit différé. Au total, 97 établissements collectent aujourd'hui l'épargne logement, dont les plus grandes banques pratiquant le crédit hypothécaire.

Au total, les banques généralistes disposent de ressources émanant de leur clientèle dont une partie substantielle doit obligatoirement être affectée au crédit à l'habitat. Dans ces conditions, et en dépit du fait que la part des dépôts dans le bilan des banques françaises semble être inférieure à la moyenne de la zone euro<sup>12</sup>, il n'est pas étonnant qu'elles ne recourent que modestement aux instruments de marché permettant le refinancement des crédits hypothécaires, qu'il s'agisse des obligations classiques ou des instruments spécifiques décrits plus haut.

Ce constat explique que le recours à ces instruments soit essentiellement le fait des établissements spécialisés, non autorisés à collecter les dépôts, qui représentent aujourd'hui entre 12 et 13% du marché des crédits immobiliers consentis aux ménages<sup>13</sup>.

### 2.3. Les établissements spécialisés sont les seuls à avoir recours au marché pour une proportion significative de leurs prêts

#### 2.3.1. La place des opérations sur titres dans le bilan des établissements spécialisés

Bien que les établissements spécialisés dans le financement de l'habitat ne collectent pas de dépôts, 6,0 Md€ figurent à leur passif sous la rubrique « ressources émanant de la clientèle », répartis principalement entre des comptes ordinaires créditeurs et des comptes créditeurs à terme.

Le tableau suivant montre que ces établissements financent les crédits à l'habitat par l'émission de titres à hauteur de 60% et par l'endettement auprès d'autres établissements de crédit à hauteur de 33%.

Tableau 10

Crédits à la clientèle	63,9 Md€
Crédits à l'habitat	53,6 Md€
Ressources émanant de la clientèle	6,0 Md€
Ressources émanant de la clientèle / crédits à la clientèle	9,40%
Solde créditeur des opérations sur titres	37,7 Md€
Solde créditeur des opérations sur titres / crédits à la clientèle	60,00%
Solde créditeur des opérations auprès des établissements de crédit	21,0 Md€
Solde créditeur des opérations auprès des établissements de crédit / crédits à la clientèle	32,90%

Source : Commission bancaire.

#### 2.3.2. Les différents schémas de refinancement

Ayant recours au marché pour 60% de leur refinancement, les établissements spécialisés doivent gérer leur passif de façon à tirer le meilleur parti des différents instruments

<sup>12</sup> Bulletin de la Banque de France n°125, Structure du bilan des institutions financières monétaires en France et dans la zone euro, mai 2004

<sup>13</sup> Bulletin de la Banque de France n°126, Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2003, juin 2004.

existants. Plusieurs schémas de refinancement peuvent exister selon la stratégie de l'établissement prêteur ou du groupe dont il fait partie.

Le Crédit Foncier de France cède la majorité de ses créances hypothécaires éligibles à la Compagnie de Financement Foncier, qui émet en contrepartie des obligations foncières. Sur 25,3 Md€ de crédits à l'habitat accordés par le Crédit Foncier de France, 16,6 Md€ sont cédés à la SCF Compagnie de Financement Foncier, les ressources additionnelles provenant de crédits interbancaires, de fonds propres, de ressources Caisse des Dépôts et Caisse Nationale des Caisses d'Épargne et d'émissions obligataires. Le schéma de financement peut être simplifié et résumé dans le tableau suivant :

Tableau 11

Actif (Md€)		Passif (Md€)	
Crédits	25,3	1,4	Fonds propres
		4,4	Financement interbancaire
		2,2	Ressources Caisse des dépôts et Caisse Nationale des Caisses d'Épargne
		0,7	Emissions obligataires du groupe
		16,6	Obligations foncières
Total actif	25,3	25,3	Total passif

Source : Compagnie de Financement Foncier.

Le groupe Crédit Immobilier de France panache davantage les différents instruments :

- Sur 20,6 Md€ de crédits octroyés par les sociétés financières régionales, 5,5 Md€ sont titrisés à travers deux FCC, CIF ASSETS et BPI Mastermortgage.
- Ces 5,5 Md€ donnent lieu à l'émission de parts réparties en deux tranches : une tranche « senior » (notée « AAA ») de 5,0 Md€ intégralement rachetée par la SCF CIF Euromortgage ; et une tranche « junior » de 0,5 Md€, moins sûre, rachetée par les sociétés financières régionales initialement émettrices, qui retrouvent donc le risque au sein de leur bilan.
- La SCF CIF Euromortgage émet 7,1 Md€ d'obligations foncières rémunérées à EURIBOR + 10 pdb en contrepartie des parts « AAA » des FCC ainsi que de 2,1 Md€ de *residential mortgage backed securities* (RMBS, titres adossés à des crédits immobiliers souscrits par des particuliers) acquises par ailleurs.
- Par ailleurs, le groupe émet environ 11,5 Md€ d'obligations sur les marchés, rémunérées à EURIBOR + 23 pdb.
- Ce schéma de refinancement est complété par 3,2 Md€ d'emprunts bancaires directs des sociétés financières régionales (à environ EURIBOR + 30 pdb) et 390 M€ de crédits de la Banque Patrimoine Immobilier (groupe CIF) refinancés auprès de la CRH.

En reprenant les éléments qui précèdent, le bilan consolidé simplifié du groupe Crédit Immobilier de France peut être résumé dans le tableau ci-après :

Tableau 12

Actif (Md€)		Passif (Md€)	
Crédits	20,6	2,2	Fonds propres
Réserves de liquidité	2,1	3,2	Emprunts directs des sociétés financières régionales (notamment BNPP, CDC) à EURIBOR + 30 pdb
RMBS de CIF Euromortgage	2,3	7,1	CIF Euromortgage à EURIBOR + 8 pdb
		11,1	Emissions obligataires du groupe à EURIBOR + 23 pdb
		0,4	Mobilisations de créances auprès de la CRH à env. EURIBOR + 10 pdb <sup>14</sup>
Trésorerie	2,4	3,2	Trésorerie
Régul. et divers	1,3	1,5	Régul. et divers
Total actif	28,7	28,7	Total passif

Sources : CIF Euromortgage et rapport annuel 2003 de la CRH.

#### 2.4. La France se situe dans la fourchette basse des pays européens pour le recours aux instruments de marché spécifiques permettant le refinancement des créances hypothécaires ou immobilières

Les pays européens ont recours à des méthodes d'une grande variété pour financer les crédits hypothécaires et immobiliers. Ces méthodes, souvent héritées de l'histoire, dépendent généralement du type d'établissement prêteur et de la façon dont est utilisé le capital (à but lucratif ou non).

Les établissements prêteurs de la plupart des Etats européens ont recours à des instruments financiers spécifiques pour refinancer leurs créances hypothécaires et immobilières. Le marché européen distingue deux catégories de titres :

- d'une part, les *residential mortgage backed securities* (RMBS), qui sont des titres adossés à des crédits immobiliers souscrits par des particuliers, avec transfert du risque correspondants ;
- d'autre part, les obligations sécurisées (aussi appelées *covered bonds* ou *mortgage bonds* ou *obligations foncières*), garanties par un portefeuille de crédits, qui restent au bilan de l'émetteur, mais qui sont isolés en cas de faillite de l'émetteur.

<sup>14</sup> Voir *infra*, §3.1.1, pour le calcul du coût de refinancement auprès de la CRH.

Cette dernière catégorie recouvre en particulier les obligations foncières françaises, les *Pfandbriefe* allemandes ou les *Cedulas* espagnoles. Elle est de loin la plus répandue en Europe pour le refinancement des crédits hypothécaires et immobiliers, même si les obligations sécurisées peuvent également être utilisées pour couvrir d'autres types de crédits, comme ceux accordés aux Etats ou aux collectivités locales. Tel est notamment le cas pour les *Pfandbriefe* allemandes.

Le tableau suivant, issu d'une étude de la Fédération hypothécaire européenne, retrace l'importance relative des différents instruments spécifiques de refinancement. Ne sont pris en compte que les titres adossés à des crédits hypothécaires ou immobiliers, à l'exclusion des crédits accordés à des personnes publiques.

Tableau 13

(équivalent €)	Obligations sécurisées	RMBS	Total	Crédits	Rapport
France	28,5	9,2	37,7	413,3	<b>9,1%</b>
Allemagne	208,7	24,0	232,7	1 098,0	<b>21,2%</b>
Royaume-Uni	0,0	67,7	67,7	967,3	<b>7,0%</b>
Espagne	25,3	22,7	48,0	354,4	<b>13,5%</b>
Danemark	191,4	0,0	191,4	191,4	<b>100,0%</b>
Pays-Bas	0,9	22,5	23,4	175,0	<b>13,4%</b>
Etats-Unis	0,0	2 707,1	2 707,1	7 063,6	<b>38,3%</b>

Source : FHE, *Mortgage banks and the mortgage bonds in Europe*, novembre 2003.

Note : les données correspondent à l'année 2002, sauf celles relatives aux RMBS allemandes espagnoles et néerlandaises, qui correspondent à l'année 2001.

La France se situe dans la fourchette basse des pays européens pour le recours aux instruments spécifiques de marché permettant le refinancement des créances hypothécaires et immobilières.

### 3. LES OUTILS ACTUELS SONT SATISFAISANTS DANS LA PERSPECTIVE D'UN RECOURS ACCRU AU MARCHÉ DU REFINANCEMENT

#### 3.1. Les outils actuels donnent satisfaction

##### 3.1.1. *Les établissements sont satisfaits des instruments disponibles sur le marché français du refinancement hypothécaire*

Les responsables des établissements ayant recours aux instruments spécifiques de refinancement, principalement au sein des établissements spécialisés, ont reconnu la qualité et la sécurité du cadre juridique de la titrisation et des obligations foncières. Les lois françaises de 1988 sur la titrisation et de 1999 sur les obligations foncières ont parfois été présentées comme « les meilleures du monde » en la matière, principalement en raison :

- du transfert complet des sûretés et garanties attachées aux créances cédées lors de la cession de ces dernières ;

- pour les obligations foncières et, dans une moindre mesure, pour la CRH, de la protection des porteurs d'obligations contre toute procédure de redressement et de liquidation à l'encontre de l'émetteur, de ses actionnaires ainsi que, le cas échéant, de l'établissement chargé de la gestion et du recouvrement des créances pour le compte de la SCF.

En raison de ce cadre juridique protecteur, les coûts de refinancement associés à ces instruments sont très faibles :

- les obligations foncières émises par la Compagnie de Financement Foncier et CIF Euromortgage ont un coût compris entre EURIBOR + 3 pdb (pour la Compagnie de Financement Foncier) et EURIBOR + 8 pdb (pour CIF Euromortgage) ;
- les obligations de la CRH ont un coût moyen d'environ EURIBOR + 10 pdb<sup>15</sup> ;
- les parts de FCC ont un coût qui dépend fortement du montage adopté et de la tranche de créances choisie. Les parts notées « AAA » ont un coût de refinancement proche de celui des obligations foncières.

L'entrée de la plupart des établissements spécialisés, au cours des dernières années, dans un groupe bancaire généraliste (Crédit Foncier de France et Entenial dans le Groupe Caisse d'Epargne, Union de Crédit pour le Bâtiment dans BNP Paribas) ne devrait pas modifier fondamentalement le recours à ces instruments de refinancement. La bonne notation des sociétés émettrices de parts de FCC ou d'obligations foncières pourrait certes inciter les groupes acquéreurs à passer par leur intermédiaire pour obtenir des lignes de financement pour l'ensemble du groupe. Mais ce phénomène, qui dépend étroitement du besoin des groupes bancaires en ressources longues à taux fixe, devrait rester limité selon les interlocuteurs rencontrés.

### ***3.1.2. Les critères d'éligibilité n'ont pour l'instant pas entravé le développement de la caution***

Les critères d'éligibilité au refinancement par la CRH ou par les obligations foncières sont peu favorables à la caution, la part des crédits cautionnés dans l'actif de la Caisse de refinancement de l'habitat ou des sociétés de crédit foncier étant limitée à 20%.

Ces règles n'ont cependant pas constitué un frein au développement du crédit cautionné au cours des dernières années, étant donnée la faible proportion de l'encours total de crédit mobilisée dans le cadre de ces instruments. Il n'est cependant pas exclu que ces plafonds deviennent un jour un obstacle à l'accroissement de la part de marché du crédit cautionné, particulièrement pour les établissements spécialisés, qui dépendent davantage des instruments de marché pour leur refinancement.

Ce risque est pour l'instant jugé faible par les responsables des différents établissements spécialisés rencontrés par la mission.

---

<sup>15</sup> Calcul effectué pour l'ensemble des émissions de l'exercice 2003 à partir des données figurant au rapport d'activité de la CRH, sur une hypothèse de swap OAT contre EURIBOR de 15 pbd.

### 3.1.3. *Le marché européen des obligations sécurisées (covered bonds) est en expansion*

Si le volume d'émission d'obligations foncières en France a fortement crû en 2003 (+31,0% pour l'encours des obligations émises par la Compagnie de Financement Foncier et CIF Euromortgage), cela a également été le cas au niveau européen pour les obligations sécurisées. Le volume des obligations dites « *jumbos* » (supérieures à 500 M€) a progressé de 58% en 2003 en Europe. Fin 2003, les obligations sécurisées représentaient environ 17% (1 500 Md€) de l'encours du marché obligataire européen. Les obligations foncières françaises semblent appréciées des investisseurs. Mais elles ne représentent qu'une part limitée des nouvelles émissions d'obligations sécurisées en Europe, en raison du besoin limité des établissements français.

Les nouvelles émissions *jumbos* pour l'année 2003 peuvent être résumées dans le tableau suivant :

Tableau 14

Type d'obligations sécurisées	% des émissions nouvelles (120 Md€)
<i>Pfandbriefe</i> (banques commerciales)	34
<i>Pfandbriefe</i> ( <i>Landesbanks</i> )	12
<i>Cedulas</i>	25
Obligations foncières	14
<i>Asset covered securities</i>	9
Autres	6

Source : Rapport annuel 2003 de la Compagnie de Financement Foncier.

En outre, le marché européen a été récemment marqué par l'entrée de nouveaux émetteurs :

- l'Irlande a adopté une loi fixant le cadre de fonctionnement des obligations sécurisées<sup>16</sup>, qui a donné lieu à une première émission en 2003 ;
- l'Autriche a connu sa première émission sécurisée en 2003 ;
- le Royaume-Uni a connu en juin 2003 sa première émission d'obligations sécurisées par la banque HBOS, pour une valeur de 14 Md€. Cette émission a pu avoir lieu en dépit de l'absence d'un cadre juridique spécifique. Les banques et les autorités britanniques sont actuellement en cours de discussion sur l'opportunité de la mise en place d'un tel cadre, le droit britannique étant *a priori* plus favorable à la sécurité de ce type d'instrument.

### 3.2. **Les outils français apparaissent suffisants dans la perspective d'un développement du crédit hypothécaire**

Au total, le cadre français constitué par la titrisation, les obligations foncières et la CRH est globalement satisfaisant et répond aux besoins tant des émetteurs que des investisseurs.

La question peut cependant être soulevée de la subsistance du statut particulier de la CRH. Ce dernier est un élément de complexité dans le paysage français du refinancement des crédits à l'habitat, les investisseurs et même les agences de notation ne comprenant pas toujours

<sup>16</sup> *Asset covered Securities Bill* du 18 décembre 2001, entré en vigueur le 22 mars 2002.

sa spécificité, ni ce qui la distingue du système des obligations foncières<sup>17</sup>. En outre, les règles de solvabilité applicables aux établissements de crédit détenteurs d'obligations de la CRH constituent un désavantage comparatif par rapport aux obligations foncières, qui se reflète dans son coût de refinancement (cf. *supra*, §3.1.1). La CRH pourrait évoluer vers le statut de société de crédit foncier sans difficultés excessives, étant donné qu'elle en possède d'ores et déjà les caractéristiques principales.

En tout état de cause, la gamme d'outils actuellement disponibles devrait être suffisante si les établissements prêteurs étaient amenés à refinancer à une plus large échelle leurs crédits hypothécaires. A moyen terme, les principaux facteurs d'augmentation du besoin de refinancement des crédits hypothécaires sont :

- la baisse prévisible des encours d'épargne logement en raison de la conditionnalité de la prime d'Etat introduite par la loi de finances pour 2003 ;
- la poursuite du développement du marché de l'immobilier, au-delà de la conjoncture récente, due aux importants besoins de construction de logements dans les deux décennies à venir.

#### 4. LISTE DES PERSONNES RENCONTREES

Henry RAYMOND, Directeur général de la Caisse de refinancement de l'habitat

Thierry DUFOUR, Directeur général de la Compagnie de Financement Foncier

Claude SADOUN, Président du Crédit Immobilier de France

M. AMAT, directeur financier du Crédit Immobilier de France et Président de CIF Euromortgage, ainsi que M. MARCEL, Directeur de filiale

Annick POULAIN, *Managing Director* Financements structurés, Moody's France, ainsi que Yaron ERNST, *Vice President*, et Boudewijn DIERICK, *Analyst*

Richard WEISS, Président du Groupe GTI, société de gestion de fonds communs de créances, ainsi que Michel FRYSZMAN

Christophe ANGELY, *Managing Director* de Barclays Capital, Londres, ainsi que Jean-Marc LEJEUNE, Arjan VERBEEK, Christian FRIGHIAM et Khalid KRIM, *Directors* et *Associate Director*

Eugène BURGHARDT et Marc BADRICHANI, *Deutsche Bank*

---

<sup>17</sup> Ainsi par exemple, l'agence Moody's ne classe les obligations émises par la CRH ni au sein des RMBS, ni au sein des covered bonds, mais en fait une catégorie à part, n'apparaissant pas dans les analyses consacrées au financement de l'immobilier.