



LES OBLIGATIONS FONCIÈRES : UN OUTIL POUR LE REFINANCEMENT DES COLLECTIVITÉS LOCALES EN EUROPE

JACQUES BELLUT*

L'année 1999 aura probablement été celle de la croissance explosive des *Pfandbriefe*. Montants records des émissions (200 milliards d'euros), lancement de *méga-jumbos* de 5 milliards d'euros, lancement d'émissions globales. Cette agitation fébrile s'explique par une stratégie de domination des plus grandes *Hypotheken Bank* et par une recherche de résultats grâce au gonflement des volumes et aux anticipations de baisse des taux. Elle n'a pas manqué de provoquer un renchérissement du coût des fonds par rapport aux *swaps* et une baisse des taux de rendement du marché secondaire des prêts aux collectivités locales allemandes. L'année 2000 montre une correction devenue inéluctable : ralentissement des émissions, révision des normes prudentielles en cours.

Pendant ce temps, la France se préparait à créer un outil équivalent. En juin, le Parlement adoptait le nouveau statut des Sociétés de crédit foncier et celui des Obligations foncières qu'elles pourraient émettre. En octobre, les premières émissions étaient lancées, avec un réel succès puisqu'à un prix comparable à celui des *Pfandbriefe*, alors que leur nouveauté et donc leur moindre liquidité tant que les encours n'atteignaient pas un volume suffisant, auraient pu justifier une prime. L'année 2000 devrait voir la consolidation de ce marché.

Cet outil de refinancement est important pour les collectivités locales. Pour s'en convaincre, il est utile d'analyser les différents modes de financement des équipements collectifs et leur évolution probable. Le rôle des banques et la souplesse des prêts directs devraient rester essentiels. Les obligations foncières présentent le double avantage d'optimiser le refinancement à long terme des banques prêteuses et d'offrir aux investisseurs un instrument sûr et liquide.

* Directeur Marchés financiers, Dexia groupe.

*PLUSIEURS MODES DE FINANCEMENT
DES COLLECTIVITÉS LOCALES*

Aux États-Unis, le financement des collectivités locales est totalement désintermédié. Le facteur déterminant a été d'ordre fiscal. Conscient que l'essentiel des équipements collectifs avait pour maître d'œuvre les municipalités, les comtés ou les états, plutôt que l'état fédéral, le législateur a conféré des privilèges fiscaux à leurs dettes obligataires, du moins quand elles sont destinées à financer des équipements jugés essentiels. Ces *tax exempt bonds* paient un intérêt qui n'est pas taxable dans le chef de l'investisseur. Le résultat est d'ailleurs que le taux de ces obligations est inférieur à celui de la dette fédérale alors même que la notation de l'émetteur n'est pas toujours excellente.

Toutes les obligations municipales américaines ne bénéficient pas de cet avantage fiscal, puisque tous les investissements ne sont pas jugés essentiels. Pourtant, l'émission d'obligations reste le mode naturel de financement des collectivités locales américaines. La désintermédiation est la norme aux États-Unis.

Elle ne l'est pas en Europe. Va-t-elle le devenir ? Le sujet fait l'objet d'une vaste littérature qu'il n'est pas mon propos de traiter ici. En revanche, il est patent que le financement des collectivités locales européennes ne se fait pas de façon croissante par le truchement d'émissions obligataires directes. C'est évident en France où la part est décroissante. En Italie et en Espagne, l'intérêt des Régions et des Communautés autonomes est marqué et pourtant l'appétit modéré des investisseurs institutionnels limite la croissance de ce mode de financement.

Comment expliquer cette opposition entre les États-Unis et l'Europe ? En premier lieu aucun état européen n'imagine de donner un avantage fiscal à la dette obligataire de ses collectivités locales. Paradoxalement, l'euro n'a pas facilité la désintermédiation des collectivités locales, contrairement à ce qui était attendu. Les investisseurs privés, friands de dettes de collectivités locales, se sont détournés des placements obligataires directs, pour se reporter vers différents types de gestions collectives. Les investisseurs institutionnels ont, eux, accru leurs exigences en matière de liquidité. La prime d'illiquidité atteint un niveau tel que le marché obligataire n'est plus compétitif par rapport au marché bancaire.

Une autre évolution du financement des collectivités locales est le désengagement de la puissance publique.

Le financement direct par l'État est de moins en moins fréquent. Néanmoins, en Grande-Bretagne, les équipements collectifs sont financés par le *Public Work Loan Board* sur fonds du Trésor. Dans de nombreux pays, les financements sont encore, sinon le monopole, du moins essentiellement le fait d'agences spécialisées, parfois la propriété des collectivités locales elles-mêmes. Mais la norme est devenue l'appel

aux marchés financier ou bancaire par les collectivités locales.

Une évolution plus récente consiste à structurer ces financements sous la forme de projets, ce qui été systématisé en *Public Finance Initiative*. Cette évolution répond à deux ambitions : faire payer l'investissement par le consommateur plutôt que par le contribuable et faire échapper cette dette aux ratios dits de Maastricht d'endettement public par rapport au PIB.

A l'inverse, ce mode de financement se heurte à des difficultés politiques et, parce que plus risqué, s'avère plus coûteux.

Le recours croissant aux financements de projet ne dispensera pas les collectivités locales d'emprunter directement.

Le rôle des banques dans le financement des collectivités locales est appelé lui-même à évoluer.

Les prêts aux collectivités locales sont en effet marqués par les caractéristiques suivantes :

- faible risque ;
- faible marge ;
- faible consommation de fonds propres (ratios de solvabilité réglementaire ou résultant d'une modélisation des risques).

Le métier de prêteur aux collectivités locales est donc réservé à des institutions dont la notation est excellente et dont le coût des ressources est faible.

Le coût des ressources des banques est de son côté affecté par deux facteurs nouveaux :

- la sicavisation de l'épargne qui tend à transformer le rôle de collecte des réseaux bancaires ; en pratique, la stabilité des dépôts bancaires est moindre et la dépendance des trésoreries des banques à l'égard des marchés monétaire et obligataire va croissante ;
- l'élargissement des primes sur le marché obligataire. On sait, en effet qu'au sein de la zone euro, ce marché en changeant de dimension, a vu ses règles du jeu modifiées et les primes au-dessus des taux des *benchmarks* s'élargir, rémunérant de façon marquée les notations et la liquidité. De ce fait, les conditions des émissions obligataires à moyen terme d'un établissement de crédit noté AA se sont détériorées d'au moins 10 points de base par rapport à celles qui prévalaient au début de l'année 1998.

L'étroitesse des marges des prêts aux collectivités locales implique donc une recherche d'un refinancement meilleur. L'émission d'obligations liquides au travers d'un véhicule noté AAA devenait impérative.

LES OBLIGATIONS FONCIÈRES

Le modèle allemand a des facteurs favorables qu'il est bon de connaître. Le premier tient à la dimension du marché.

L'encours de Pfandbriefe est proche de 1 000 milliards d'euros. Il est

à concurrence de 70 % fait de *öffentliche* que l'on traduira pour simplifier par « communales » par opposition à « hypothécaires ». Si la lettre de gage fut historiquement destinée à faciliter le financement de l'habitat, le marché aujourd'hui est d'abord consacré au financement des collectivités locales. Sans doute, une part des actifs des *Hypotheken Bank* est-elle constituée de prêts à des collectivités locales non allemandes. Mais l'essentiel soit 500 milliards d'euros est donc bien fait de prêts à des collectivités locales allemandes. Ce montant est quatre fois supérieur à l'encours de la dette des collectivités locales françaises. Parce que le pays est plus grand, parce la décentralisation y est plus avancée, parce que les budgets des collectivités locales y sont plus importants, le marché a pris une dimension considérable.

Les *Hypotheken Bank* sont des structures, filiales des banques commerciales et à leur disposition pour organiser le refinancement de leurs engagements à moyen et long terme. Elles ont ainsi pu veiller, collectivement, au bon fonctionnement du marché secondaire des *Pfandbriefe*.

Le succès de ce modèle ne pouvait pas manquer de susciter des émules. Le Luxembourg dès 1998 a cherché à créer un marché plus adapté à la dimension de la zone euro qui se créait. Si les *Hypotheken Bank* allemandes ne peuvent qu'avec réserves acquérir des actifs de collectivités locales de pays voisins de l'Allemagne, les Banques hypothécaires luxembourgeoises, elles, peuvent acquérir des actifs de l'ensemble des pays de l'OCDE. Cette disposition est apparue à l'usage trop flexible, permettant la juxtaposition d'actifs relevant de droits, d'usages financiers et de qualité trop différents. Par ailleurs la crédibilité de la tutelle luxembourgeoise reste à établir. Néanmoins, avec quelques retards, les *Hypotheken Bank* allemandes sont en train de créer des banques-sœurs, amenées à se spécialiser dans l'acquisition et le refinancement de prêts à des collectivités locales japonaises ou canadiennes ou d'autres pays non acceptés en Allemagne. Les lettres de gage luxembourgeoises, moins bien notées, moins liquides sont donc plus coûteuses.

La France a donc adopté en juin 1999 une loi rénovant les Sociétés de crédit foncier et les Obligations foncières. Leur succès conduit presque tous les pays à revoir leur propre législation.

En Espagne, la législation des *Cedulas Hipotecarias*, proche de celle de nos anciennes obligations foncières, existait. Il a suffi de supprimer quelques obstacles fiscaux pour lancer le marché.

La Finlande revisite sa législation. L'Italie, la Belgique ont créé des groupes de travail sur ce thème.

Il importe de noter que les marchés danois, espagnols, finlandais et belges ne se sont préoccupés aujourd'hui que du refinancement des prêts

hypothécaires et ne relèvent en principe pas de cette étude. Je voudrais néanmoins exprimer la crainte que se multiplient des outils domestiques, probablement acceptables au plan du risque, mais sans doute inaptes à l'émergence de marchés obligataires liquides. L'homogénéisation des lois, au travers d'une directive européenne, pourrait être un facteur de sécurité et de simplification des cessions des prêts vers les Banques spécialisées. Mais l'idéal serait que le marché se développe là où il apparaîtrait le plus efficient.

Dans l'état actuel des marchés en Europe, il paraît intéressant de comparer les Obligations foncières françaises et les *Pfandbriefe* allemandes.

Le cadre légal ou réglementaire allemand et le cadre français, s'ils convergent sur l'essentiel - nécessité de créer une entité spécialisée pour acquérir des actifs et limitée dans ses activités - divergent sur certains points qui gagnent à être connus :

- la gestion actif-passif des Sociétés de crédit foncier doit organiser la congruence des taux et des échéances, alors que les Banques hypothécaires doivent simplement veiller à avoir un taux de couverture suffisant des *Pfandbriefe* émises. Cette disposition vise à prévenir les tentations des prises de position de taux à des fins spéculatives, fréquentes en Allemagne et qui, dans certains cas, ont inquiété les investisseurs. Si les *swaps* permettent facilement de gérer la *Zins* des taux, la congruence des échéances s'avère donc très contraignante puisqu'il faut mettre en regard des prêts amortissables et des obligations remboursables *in fine*. Au-delà de cette contrainte, la rentabilité des *Hypotheken Bank* est largement le fait d'une gestion actif-passif dynamique, mais risquée alors que celle des Sociétés de crédit foncier ne peut venir que de la marge commerciale des prêts qu'elles ont acquis ;
- les Sociétés de crédit foncier peuvent acquérir des prêts mais non des obligations. L'intention du législateur était sans doute de freiner la désintermédiation. La distinction plus juridique qu'économique laisse incontestablement un avantage aux obligations sécurisées concurrentes ;
- en cas de cessation d'activité, il ne peut y avoir de déchéance du terme pour les Sociétés de crédit foncier. La législation actuelle ne fixe pas les modalités de liquidation des *Hypotheken Bank* ;
- les *swaps* de couverture contractés par les Sociétés de crédit foncier bénéficient de la couverture alors que ce n'est pas le cas pour les *Hypotheken Bank* ;

Ces deux règles modifient considérablement la relation entre les Sociétés de crédit foncier et les banques contreparties et surtout dans la rédaction des *Master Swap Agreements* : asymétrie des collatéraux (les Sociétés de crédit foncier ne peuvent être appelées puisqu'elles disposeraient ainsi d'actifs qui sont déjà affectés en garantie, mais n'ont pas à le faire en raison de leur notation), quasi disparition des clauses de

sortie incompatibles avec la règle de non déchéance du terme ;
- enfin les Sociétés de crédit foncier ne peuvent avoir leur personnel propre.

Elles contractent avec un établissement de crédit (en pratique leur actionnaire) un mandat de gestion commercial (maintien de la relation avec les clients, fourniture du service d'agent payeur) et de gestion opérationnelle (informatique, gestion actif-passif, comptabilité, refinancement). A l'inverse, les *Hypotheken Bank* disposent d'un personnel propre dont la qualité est surveillée par la tutelle. Cette particularité française explique la nécessité d'une surveillance rigoureuse par le contrôleur spécifique.

A ces différences réglementaires s'ajoutent des différences propres à l'organisation des marchés.

Ainsi qu'on l'a vu plus haut, les *Hypotheken Bank* ont été créées par les banques commerciales allemandes comme un outil de refinancement de leurs actifs à long terme. Ces banques ont donc rapidement cherché à organiser ce marché (association, charte de teneurs de marché). Le succès des *Pfandbriefe* étant établi, certaines banques étrangères, dont la Caisse des dépôts et consignation, ont voulu devenir des acteurs de ce marché et se sont installées à Francfort pour ce faire. Le marché des Obligations françaises pour rivaliser avec celui des *Pfandbriefe* a cherché à répliquer cette organisation. Avec deux émetteurs, une association ne fut pas nécessaire ; pour autant, la coordination fut étroite.

La charte des teneurs de marché a, elle, été signée avec la plupart des grandes banques basées en Europe et active sur les marchés de taux. Elles étaient bien sûr basées à Paris et Francfort, mais également à Londres et Amsterdam.

Un tel groupe, s'il préfigure l'organisation de l'Europe, force néanmoins à une bonne coordination.

L'obligation foncière devrait fournir aux investisseurs institutionnels le substitut à la désintermédiation directe des collectivités locales. Plus sûre encore qu'une dette de collectivité, puisque collatéralisée par un portefeuille de dettes, l'obligation foncière est surtout plus liquide.

Pour la collectivité locale, cet instrument devrait permettre de continuer à trouver auprès des banques émettrices un refinancement à des conditions plus souples que les obligations et à des taux très comparables.