



MARCHÉ EUROPÉEN DES COVERED BONDS (CB)

PARIS, LE 17 AVRIL 2012



Comité de Normalisation Obligataire/The French Bond Association

Association régie par la loi du 1er juillet 1901

8 rue du Mail 75002 Paris

<http://www.cnofrance.org>

Sommaire

Introduction	1
1. Comparaison des principaux régimes juridiques européens.....	2
2. Caractéristiques du marché français.....	4
3. Conséquences de l'évolution de la législation française	5
Annexe 1 : Le Covered Bond Purchase Program (CBPP) de l'Eurosystème	6
Annexe 2 : Comparaison des principaux marchés européens.....	8
Annexe 3 : Travaux aux Etats-Unis : le projet législatif "US Covered Bonds Act of 2010"	9
Annexe 4 : Comparaison ABS / Covered Bonds	10
Disclaimer.....	11

Introduction

Les Covered Bonds sont des obligations garanties par un portefeuille dédié d'actifs sous-jacents, destinés à garantir aux porteurs obligataires une sécurité supérieure à celle d'un titre obligataire classique. La crise a particulièrement mis en lumière l'intérêt et la résilience des émissions de cette nature, qui jouent désormais un rôle très significatif dans le paysage obligataire européen.

Le marché Eurozone des Covered Bonds représente, au 31 décembre 2010, 1 497 milliards d'euros d'encours de CB libellés en euros auxquels s'ajoutent 86 milliards d'euros équivalents de CB libellés en devises étrangères et locales. Ce marché est assez concentré autour de trois composantes domestiques : l'Espagne (33%), l'Allemagne (28 %) et la France (24%).

1. Comparaison des principaux régimes juridiques européens

Au plan formel, les « covered bonds » se répartissent entre ceux qui respectent les critères de la directive OPCVM (article 22.4) ou non. Les critères de la directive OPCVM portent sur **trois points** : l'émetteur doit être un établissement de crédit ayant son siège dans un État membre de l'Union Européenne, il est soumis à une supervision légale et spécifique, le porteur est protégé par la présence d'un pool d'actifs sous-jacents envers lequel il dispose d'un recours prioritaire en cas de défaut de l'émetteur ou de la banque originatrice (privilège légal).

Les « structured covered bonds » ne sont pas soumis à une supervision spécifique destinée à protéger les porteurs de titres et ne sont donc pas conformes à la directive OPCVM ('UCITS'). Les covered bonds structurés sont généralement émis par des établissements de crédit (c'est le cas systématiquement pour les émissions originées par des banques françaises), faisant l'objet d'une supervision bancaire de nature générale. Dans le cas des émissions originées par des banques françaises, le dispositif d'émission vise à protéger les porteurs de titres contre les conséquences d'un défaut de la banque originatrice ou de l'émetteur.

Sur le marché français des covered bonds coexistent trois régimes, le régime spécifique de la Caisse de refinancement de l'habitat (la CRH, créée par la loi du 11/07/1985 est un établissement de crédit spécialisé), les Obligations Foncières (loi de 1999 créant les Sociétés de Crédit Foncier- SCF, qui sont établissements de crédit spécialisés) et les CB dits contractuels ou structurés, émis depuis 2006 en dehors du cadre réglementaire des SCF. La loi de régulation bancaire et financière, adoptée par le Parlement français le 11 octobre 2010, permettra d'intégrer ces covered structurés dans un dispositif légal les rendant « Ucits compliant ». En effet, les émetteurs de covered structurés pourront opter, sous le contrôle préalable de l'Autorité de contrôle prudentiel (qui exerce la supervision principalement des établissements de crédit et des compagnies d'assurance), pour le statut de société de financement à l'habitat (SFH) dès lors qu'ils satisferont aux critères du Code Monétaire et Financier¹. Les obligations émises dans le cadre de ce nouveau régime, appelées « obligations de financement de l'habitat » seront conformes aux critères OPCVM.

Le marché des CB en Allemagne est composé essentiellement de Pfandbriefe et en Espagne de Cédulas/Multi-Cédulas.

¹ Les articles L 515-34 et L515-35 du COMOFI régiront le statut de SFH. Dans le cas où un établissement de crédit opte pour le statut de société de financement à l'habitat, il doit notifier ce choix à l'Autorité de contrôle prudentiel dans un délai de douze mois à compter de la promulgation de la loi de régulation bancaire et financière (article 41 de la loi du 11/10/2010)

Les Obligations Foncières, les Pfandbriefe et les Cédulas/Multi-Cédulas respectent la directive OPCVM et sont soumis à un cadre légal spécifique. Ils présentent toutefois des différences entre eux, les principales sont les suivantes (tableau détaillé en annexe 2, issu du site de référence en matière de covered bonds, le European Covered Bonds Council - ECBC²) :

- Les Pfandbriefe et les Obligations Foncières acceptent un spectre d'actifs sous-jacents beaucoup plus large que les CB structurés français et les Cédulas (prêts immobiliers uniquement pour ces deux derniers régimes),
- La LTV (Loan to Value) maximale acceptée est plus faible dans les Pfandbriefe et les Obligations Foncières (60% en règle générale) que dans les autres régimes (80%).

² <http://www.ecbc.eu/>

2. Caractéristiques du marché français

Cette section détaille les 2 principales structures actuelles du marché français (hors CRH) : les sociétés de crédit foncier (SCF) et les structures contractuelles. D'autres structures dédiées (type SPV), dont le montage se rapproche des produits structurés de type ABS existent également en France (cf. en annexe la comparaison CB/ABS).

- **Les obligations foncières émises par les SCF présentent les caractéristiques suivantes :**
 - La SCF est un établissement de crédit spécialisé,
 - Pool de couverture constitutif de l'actif de la SCF : prêts immobiliers résidentiels et commerciaux et prêts au secteur public,
 - Privilège des détenteurs de CB et pas d'extension de droit à la SCF de la faillite de la maison-mère,
 - Actifs du pool de couverture : limitation à 35% des prêts cautionnés.

- **Les émissions de covered bonds contractuels ont démarré en 2006 en dehors du champ réglementaire des obligations foncières, et ont désormais vocation à s'insérer dans le nouveau régime des obligations de financement de l'habitat. Ces émissions présentent les caractéristiques suivantes :**
 - L'émetteur est une filiale de l'établissement de crédit originateur et est lui-même établissement de crédit,
 - Le pool de couverture reste au bilan de la maison-mère,
 - Actifs du pool de couverture : prêts résidentiels à des particuliers uniquement, pas de limitation à 35% des prêts cautionnés.
 - Un seul actif dans la structure : l'émetteur qui a levé des fonds sur le marché (émission de covered bonds) octroie un prêt à l'originateur (maison mère, détentrice du pool de créances), et ce prêt est garanti par le pool d'actifs resté au bilan de la maison-mère : ainsi le recours des porteurs d'obligations ne repose pas sur un privilège légal (cession en pleine propriété des créances à un véhicule ad hoc dans le cas de la CRH ou SCF), mais sur un nantissement régi par les article L211-36 et suivants du Code monétaire et financier .

Les garanties sont soit hypothécaires, soit sous forme de cautions octroyées par un établissement de crédit ou une compagnie d'assurance supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel, autorisée par celle-ci à octroyer de telles garanties et présentant des fonds propres leur permettant d'assumer les risques potentiels induits.

3. Conséquences de l'évolution de la législation française

Les articles 71 à 76 de la loi de régulation bancaire et financière adoptée par l'Assemblée Nationale en 2^{ème} lecture le 11/10/2010 fournissent un cadre réglementaire aux émetteurs de covered bonds structurés très proche de celui qui régit les obligations foncières : il renforce la sécurité juridique de la structure notamment par la substitution du dispositif de nantissement par le **privilège légal** défini par l'article 515-19 du Code monétaire et financier, qui protège les porteurs de titres contre le risque d'appropriation des actifs servant de garantie aux OH par d'autres créanciers de l'établissement émetteur ou du groupe d'appartenance. En substance, les dispositions de la loi prévoient d'introduire, dans le régime des obligations de financement de l'habitat, outre la notion de privilège légal, le contrôle de la structure par un contrôleur public spécifique, et des exigences relatives à la Loan To Value calquées sur les exigences imposées aux obligations foncières.

En outre, la nouvelle loi permet **d'aligner les exigences de liquidité et de solvabilité** imposées à tous les covered bonds français (structurés et obligations foncières) **sur celles nouvellement imposées aux Pfandbriefe** (surcollatéralisation légale minimale de 2% et couverture du besoin de liquidité en permanence sur 180 jours glissants).

Ainsi, ce nouveau statut de SFH et ce nouveau type d'obligation sécurisées permettront de rendre encore plus transparent et fiable le marché français des émissions de covered bonds, qui deviendront totalement conformes à la définition de la directive OPCVM. Cette loi entérine les évolutions du marché constatées au cours de la dernière décennie et consacre le caractère sécurisé des covered bonds dits structurés ou contractuels.

Annexe 1 : Le Covered Bond Purchase Program (CBPP) de l'Eurosystème

Objectifs et premiers résultats

➤ Présentation du programme d'achat de covered bonds de l'Eurosystème

Le programme d'achat lancé en mai 2009 par les 16 Banques Centrales de l'Eurosystème (dont la Banque de France) s'est achevé comme prévu le 30 juin 2010. **60 milliards de covered bonds** émis par des établissements de crédit de la zone Euro ont été acquis au total.

➤ Objectifs du CBPP :

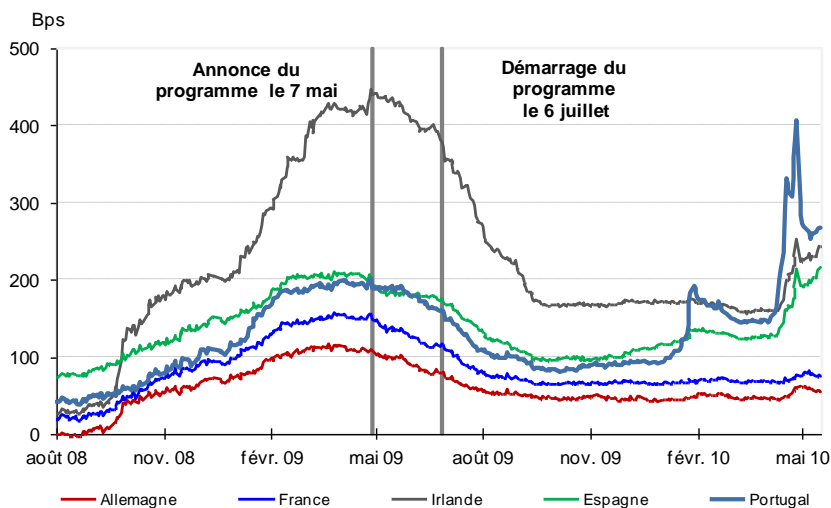
- Réduire les spreads ;
- Restaurer la liquidité sur le marché (primaire et secondaire) ;
- Aider les banques à se financer / faciliter le financement de l'économie.

➤ Résultats :

- Part du marché primaire en juin 2010 27% (la moyenne annuelle est de 25 %)
- Un montant de 150 milliards d'EUR de covered bonds a été émis sur les 12 derniers mois
- Les spreads se sont généralement resserrés

Avant crise, les banques françaises couvraient 20% de leurs besoins de financement en émettant de la dette obligataire garantie (dite 'covered bonds'). Avec la faillite de Lehman, la confiance que portait le marché sur les obligations garanties s'est affaiblie : les émetteurs bancaires ont rencontré de plus en plus de difficultés à lever des capitaux. **L'annonce du CBPP puis les achats réguliers ont permis de réduire spécifiquement les spreads des covered :**

ECARTS DE RENDEMENT ENTRE COURBE DES SWAPS 5 ANS ET COVERED BONDS EN POINTS DE BASE



- *La liquidité s'est significativement améliorée*

Sur le marché primaire, alors que les 4 premiers mois 2009 n'avaient vu que 16 milliards d'émissions de covered bonds en euro, l'annonce du CBPP en mai a lancé le signal du renouveau des émissions : depuis juin 2009, 150 milliards d'euros ont été émis sur les marchés en un an et en particulier au 1^{er} trimestre 2010 (record mensuel historique avec près de 30 milliards d'Euros émis sur le marché primaire pour le seul mois de janvier). De nouveaux marchés (Italie, Pays-Bas,...) ont commencé à se développer. **Le fonctionnement du marché secondaire s'est également amélioré :** les activités de market making ont repris progressivement.

- Enfin, sur l'objectif relatif au financement de l'économie, la *part des covered dans le financement des banques* a fortement augmenté depuis la mise en place du programme et par rapport aux années précédentes.

En conclusion, le CBPP a démontré son utilité dans un contexte de marché très difficile pour les covered bonds. A cet égard, le projet de loi voté par le Parlement français le 11/10/2010 autorise les SCF et les futures sociétés de financement à l'habitat à souscrire ou racheter leurs propres obligations foncières ou obligations de financement de l'habitat dans le but d'un refinancement auprès de l'Eurosystème, « *dans le cas où ces sociétés ne seraient pas à même de couvrir totalement leurs besoins de trésorerie par d'autres moyens à leurs disposition* ». Ainsi, si des conditions de marché difficiles devaient à nouveau se produire, les sociétés émettrices de covered bonds auraient à leur disposition ce nouvel outil, leur permettant de renforcer leur liquidité dans les situations extrêmes.

Annexe 2 : Comparaison des principaux marchés européens

	France		Allemagne-Pfandbriefe	Espagne-Cédulas
	General Law Based CBs (Structured CB) / et new Obligations de financement de l'habitat (OH)	Obligations Foncières		
Issuer	Specialized credit institutions in both cases, supervised by the banking supervisors	Specialized credit institutions	Universal credit institution with a special license	Universal credit institution / Specialized credit institution
Owner of the cover assets	Credit institution, but pledged to the issuer (transfer to the issuer upon trigger event)	The issuer directly	The issuer directly	The issuer directly
Special covered bond legislation	No in the past / yes for OH	Yes	Yes	Yes
Assets that may be included in cover pools	Residential real estate loans	Exposures to public sector entities Residential and commercial Mortgage loans Group originated Senior MBS Senior MBS issued by third parties.	Exposures to public sector entities Mortgage loans Ship loans Aircraft loans Exposures to credit institutions	Mortgage loans
Geographical scope for public sector assets	Not applicable	Domestic, Multilateral development banks, EEA, CH, USA, Canada, Japan, NZ AUS, Other	Domestic, Multilateral development banks, EEA, CH, USA, Canada, Japan	EEA
Geographical scope for mortgage assets	Market practice : Domestic	Domestic, EEA, Other	Domestic, EEA, CH, USA, Canada, Japan	EEA
LTV limits used for calculating collateralisation rates for the cover pool	Market practice : Residential 80%	Residential, Commercial	Residential 60%, Commercial 60%, Agricultural 60%, Ships 60%, Aircraft 60%	Residential, Commercial
Role of the banking supervision regarding covered bonds	Banking supervision in all cases. Specific public control in the interest of bond holders for 'obligations de financement de l'habitat' (OH): to check whether eligibility criteria are fulfilled and documented; checking the quality of cover assets; monitoring of exposure to market and liquidity risks; evaluation of operational risks; to check minimum mandatory overcollateralization requirements (at least 2 %)	Banking supervision in general. On top, a specific public controller in the interest of the covered bonds holders (To check whether eligibility criteria are fulfilled and documented; Checking quality of cover assets; Monitoring of exposure to market and liquidity risks; Evaluation of operational risk ; To check minimum mandatory overcollateralisation requirements: at least 2 %)	To check whether eligibility criteria are fulfilled and documented; Checking quality of cover assets ; Monitoring of exposure to market risk and liquidity risk ; Evaluation of operational risk ; To check minimum mandatory overcollateralisation requirements	To check whether eligibility criteria are fulfilled and documented ; Checking quality of cover assets ; Monitoring of exposure to market risk and liquidity risk; Evaluation of operational risk; To check minimum mandatory overcollateralisation requirements
UCITS compliance	No for past structured CB/ Yes for OH	Yes	Yes	Yes
CRD compliance	No in the Basle standard approach (RWAs validated by banking supervisors in case of IRBs).	Yes	Yes	Yes

Annexe 3 : Travaux aux Etats-Unis : le projet législatif "US Covered Bonds Act of 2010"

Les covered bonds européens ont très bien survécu à la crise financière récente. Par contraste le refinancement du marché immobilier américain a souffert ; il est vrai que le refinancement de ce marché se faisait essentiellement par l'intermédiaire de la titrisation et des agences Freddie Mac et Fanny Mae. La crise d'une part et la bonne résistance d'autre part du marché des covered bonds européen ont fait émerger l'idée d'introduire aux États-Unis un régime légal des covered bonds inspiré des régimes européens correspondants. A cette fin un projet de loi destiné à devenir le "US Covered Bonds Act of 2010" a été déposé sur le bureau de la chambre des représentants le 18 mars dernier.

Comme c'est le cas pour les covered bonds européens, les futurs covered bonds « *américains* » seront garantis par un pool d'actifs sous-jacents de qualité, les porteurs de covered bonds disposant d'un recours prioritaire sur ces actifs en cas de difficultés de l'émetteur. On retrouve également la présence d'une supervision légale des émetteurs (assurée par le Secretary of the Treasury), d'un principe de surdimensionnement et de l'exclusion du droit de la faillite (insolvency remoteness). Les émetteurs seront, en l'état actuel du projet, des établissements de crédit, comme les émetteurs d'Obligations Foncières (et demain d'Obligations de financement de l'habitat), les émetteurs de Pfandbriefe et de Cédulas.

S'agissant des classes d'actifs éligibles, le législateur américain se montre moins sélectif que ses homologues européens puisque l'on trouve non seulement les prêts immobiliers et les prêts au secteur public mais encore les prêts automobiles, les cartes de crédit, les crédits étudiants et les prêts aux petites entreprises.

Annexe 4 : Comparaison ABS / Covered Bonds

Ces deux types d'actifs présentent la caractéristique d'être tous deux des actifs garantis par un portefeuille d'actifs sous-jacents, dont la composition peut être identique (prêts immobiliers notamment). Leur distinction peut de ce fait être malaisée. Toutefois, des paramètres économiques permettent de les distinguer.

	ABS	Covered Bonds
Émetteur	Généralement un Special Purpose Vehicle => Pas de supervision bancaire	Généralement un établissement de crédit => supervision bancaire
Actifs sous-jacents	Tout type de créance, et notamment prêts immobiliers sur des particuliers (RMBS), prêts immobiliers d'entreprise (CMBS), prêts à des entreprises (CDO/CLO), prêts consommation, prêts automobile, cartes de crédit...	Limité par la loi (sauf pour les covered bonds structurés) : cf tableau annexe 2.
Exposition de l'investisseur	Directement et uniquement sur le portefeuille d'actifs sous-jacents. En cas de défaut (prêts non performants), les investisseurs assument la perte en fonction du rang de séniorité de leurs titres, en fonction du tranchage.	Double : -en premier lieu sur l'émetteur : c'est lui qui assure les paiements relatifs aux titres émis. -en second lieu, en cas de défaut de l'émetteur, sur le portefeuille d'actifs sous-jacents. Ces actifs sont juridiquement « dédiés » aux investisseurs.
Maturité	Correspond à la maturité des actifs sous-jacents. Mais les montages peuvent proposer (à la demande des investisseurs) une date de maturité « indicative » plus courte : hybridation du montage, qui se rapproche alors d'un CB (risque de crédit sur l'émetteur).	Fixée par l'émetteur, sans qu'il y ait forcément de correspondance avec celle des actifs sous-jacents : l'émetteur peut s'engager sur une maturité de 5 ans, alors que les actifs sous-jacents en ont une de 20 ans (prêts immobiliers) ; le risque de l'investisseur est donc sur la capacité de remboursement de l'émetteur.

Disclaimer

Les informations contenues dans ce document, bien qu'établies sur la base d'informations obtenues de sources considérées par le Comité de Normalisation Obligataire (CNO) comme fiables, sont fondées sur des informations publiques qui ont été compilées et ce message ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme engageant la responsabilité du CNO. Les informations sur les données de marché sont fournies gratuitement par le CNO à seul titre indicatif, notamment pour des besoins d'évaluation comptable. Elles sont susceptibles d'évolution à tout moment, en fonction des conditions de marchés. Le CNO ne garantit en aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes et se réserve le droit de modifier ces informations sans avoir à en informer ses contreparties. Ces informations demeurent la propriété du CNO ou de tiers auprès desquels le CNO les a lui-même obtenues. En conséquence, la contrepartie s'engage à n'en faire un usage que purement interne et à ne pas les reproduire, distribuer, ou publier sans l'accord préalable de leurs propriétaires. Le CNO n'est pas responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers. Le CNO n'est tenu à aucun engagement de mise à jour ou de continuité de publication des informations ainsi fournies.