

Immobilier - Logement social - Financement

TITRES PARTICIPATIFS

COMMENT VALORISER L'INTÉRÊT DU DISPOSITIF ET ÉTAYER SA DEMANDE

Afin de préparer les organismes de logement social à recourir au dispositif des titres participatifs dont l'AMI est lancé au premier trimestre 2020 par la Banque des Territoires, et en attendant celui d'Action Logement, cette Fiche Pratique permet d'évaluer et de valoriser ce nouveau levier de financement.



Titres participatifs : comment valoriser l'intérêt du dispositif et étayer sa demande

Pour rappel, dans le cadre du contrat avec la Banque des Territoires et Action Logement portant sur une enveloppe respective de 800 et 300 M€ sur trois ans, la structure de taux est articulée autour d'une composante fixe équivalente à 60 % du rendement de l'OAT¹ 20 ans, et d'une composante variable pour 40 % de la variation annuelle du ratio autofinancement courant / loyers², si celui-ci est au moins égal à 3 %. Par ailleurs, une prime de remboursement de 1 % du nominal par an est due au-delà de la 15^e année.

Simulation budgétaire

Une approche budgétaire simplifiée consiste à simuler un profil de d'émission *in fine* au taux plafond selon la matrice ci-dessous. Plusieurs remarques :

- Un taux minimum de 0,13 % est assuré pour la Banque des Territoires en cas de passage en territoire négatif de l'OAT 20 ans et d'une variation de ratio AC/L nulle. Il correspond pour 0,12 % de composante fixe calculée selon une marge de 20 pdb, préservée sur la base d'un taux *flooré* à 0, et du minimum de 1 pdb associé à la composante variable.
- Le taux plafond est atteint pour une variation de ratio AC/L de 5 %, quel que soit le taux OAT.
- *Modulo* une variation intermédiaire de 2 % du ratio AC/L, le taux plafond fixé à 1,80 % en première phase est atteint à partir d'un taux OAT de 1,50 %, et de 1,65 % pour atteindre le taux plafond fixé à 1,90 % au-delà.

La sensibilité du taux à la projection d'autofinancement est ainsi loin d'être neutre : elle nécessite d'affiner le travail de simulation.

Matrice de taux selon le rendement OAT et variation du ratio d'autofinancement courant /loyers (ratio ≥ 3 %) pour les 15 premières années

OAT-20A/ Var.-ratio-AC/loyers (%)	-0,05	0,00	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	1,00	
5	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%
4	1,72%	1,72%	1,75%	1,78%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%
3	1,32%	1,32%	1,35%	1,38%	1,41%	1,44%	1,47%	1,50%	1,53%	1,56%	1,59%	1,62%	1,65%	1,68%	1,71%	1,74%	1,77%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%
2	0,92%	0,92%	0,95%	0,98%	1,01%	1,04%	1,07%	1,10%	1,13%	1,16%	1,19%	1,22%	1,25%	1,28%	1,31%	1,34%	1,37%	1,40%	1,43%	1,46%	1,49%	1,52%	1,52%
1	0,52%	0,52%	0,55%	0,58%	0,61%	0,64%	0,67%	0,70%	0,73%	0,76%	0,79%	0,82%	0,85%	0,88%	0,91%	0,94%	0,97%	1,00%	1,03%	1,06%	1,09%	1,12%	1,12%
0	0,13%	0,13%	0,16%	0,19%	0,22%	0,25%	0,28%	0,31%	0,34%	0,37%	0,40%	0,43%	0,46%	0,49%	0,52%	0,55%	0,58%	0,61%	0,64%	0,67%	0,70%	0,73%	0,73%
-1	0,13%	0,13%	0,16%	0,19%	0,22%	0,25%	0,28%	0,31%	0,34%	0,37%	0,40%	0,43%	0,46%	0,49%	0,52%	0,55%	0,58%	0,61%	0,64%	0,67%	0,70%	0,73%	0,73%

Source : Atiko Conseils

Matrice de taux selon le rendement OAT et la variation du ratio d'autofinancement courant /loyers (ratio ≥ 3 %), à partir de la 16^e année

OAT-20A/ Var.-ratio-AC/loyers (%)	-0,05	0,00	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45	0,50	0,55	0,60	0,65	0,70	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	1,00	
5	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%
4	1,72%	1,72%	1,75%	1,78%	1,81%	1,84%	1,87%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%
3	1,32%	1,32%	1,35%	1,38%	1,41%	1,44%	1,47%	1,50%	1,53%	1,56%	1,59%	1,62%	1,65%	1,68%	1,71%	1,74%	1,77%	1,80%	1,83%	1,86%	1,89%	1,90%	1,90%
2	0,92%	0,92%	0,95%	0,98%	1,01%	1,04%	1,07%	1,10%	1,13%	1,16%	1,19%	1,22%	1,25%	1,28%	1,31%	1,34%	1,37%	1,40%	1,43%	1,46%	1,49%	1,52%	1,52%
1	0,52%	0,52%	0,55%	0,58%	0,61%	0,64%	0,67%	0,70%	0,73%	0,76%	0,79%	0,82%	0,85%	0,88%	0,91%	0,94%	0,97%	1,00%	1,03%	1,06%	1,09%	1,12%	1,12%
0	0,13%	0,13%	0,16%	0,19%	0,22%	0,25%	0,28%	0,31%	0,34%	0,37%	0,40%	0,43%	0,46%	0,49%	0,52%	0,55%	0,58%	0,61%	0,64%	0,67%	0,70%	0,73%	0,73%
-1	0,13%	0,13%	0,16%	0,19%	0,22%	0,25%	0,28%	0,31%	0,34%	0,37%	0,40%	0,43%	0,46%	0,49%	0,52%	0,55%	0,58%	0,61%	0,64%	0,67%	0,70%	0,73%	0,73%

Source : Atiko Conseils

1- Obligation assimilable du Trésor

2- Ratio AC/L

Titres participatifs : comment valoriser l'intérêt du dispositif et étayer sa demande

Une approche budgétaire affinée consiste à simuler selon différents scénarios de durée et de variation du ratio AC/L, en intégrant les remboursements anticipés (RA) partiels éventuels. L'objectif du dispositif est d'assurer un financement à horizon de 15 ans, assorti de mesures dissuasives de maintien au-delà. Dès lors, il convient d'évaluer le comportement du titre à plus long terme, en complément des autres dispositifs comme le PHBB³, ou servant des projets très sociaux à l'équilibre économique plus tendu comme le NPNRU.

L'échéancier ci-dessous reprend la simulation pour un cas volontairement atypique : émission à départ immédiat pour un nominal de 1 M€ à 20 ans avec un RA de 500 k€ la 15^e année. Le référentiel OAT 20 ans retenu est le TEC⁴ 20 publié par la Banque de France, la variation du ratio AC/L est réputée fixe au rythme de 1 % l'an.

Le taux d'intérêt ressort à 0,84 % dans ce cas, correspondant à une ressource supérieure de 0,34 % à court terme au Livret A⁵, et inférieure de 0,76 % au Livret A de long terme repris dans les paramètres de gestion budgétaire. Par ailleurs, s'agissant de quasi-fonds propres à effet de levier, il convient de faire la comparaison avec la rémunération des fonds propres eux-mêmes. Le taux calculé ici ressort bien inférieur au taux plafond réglementé des dividendes pour le secteur, fixé à Livret A + 1,50 % soit 2 % à court terme.

Quant à la prime de RA, elle en coûterait ici à l'organisme 3,6 % du nominal initial.

OLS		HABITAT						Rdt OAT 20A					
Nominal (€)		1 000 000						TEC 20	0,5260 %				
Maturité (ans)		20											
Date d'émission		17/01/2020											
Contexte de marché		17/01/2020											
Date d'échéance	Nominal	Remb. anticipé	Prime de RA	Capital	Intérêts	Echéance	Taux d'intérêt (%)	Taux plafond (%)	Taux PF (%)	Taux PV (%)	Ratio AC /loyers (%)	Autofi courant /loyers (%)	
17/01/2020	1 000 000											3,0	
17/01/2021	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,0	
17/01/2022	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,1	
17/01/2023	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,1	
17/01/2024	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,1	
17/01/2025	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,2	
17/01/2026	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,2	
17/01/2027	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,2	
17/01/2028	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,2	
17/01/2029	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,3	
17/01/2030	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,3	
17/01/2031	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,3	
17/01/2032	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,4	
17/01/2033	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,4	
17/01/2034	1 000 000		-	-	8 356,00	8 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,4	
17/01/2035	1 000 000	500 000	5 000	505 000	8 356,00	513 356	0,84	1,80	0,44	0,40	1	3,5	
17/01/2036	500 000		-	-	4 178,00	4 178	0,84	1,90	0,44	0,40	1	3,5	
17/01/2037	500 000		-	-	4 178,00	4 178	0,84	1,90	0,44	0,40	1	3,6	
17/01/2038	500 000		-	-	4 178,00	4 178	0,84	1,90	0,44	0,40	1	3,6	
17/01/2039	500 000		-	-	4 178,00	4 178	0,84	1,90	0,44	0,40	1	3,6	
17/01/2040	500 000		-	530 760,08	4 178,00	534 938,08	0,84	1,90	0,44	0,40	1	3,7	
TOTAL				1 035 760,08	146 230,00	1 181 990,08							

Source : Aatiko Conseils

3- Prêts de haut de bilan bonifié

4- Taux de l'échéance constante

5- 0,50 % en vigueur à compter du 1^{er} février 2020

Valorisation financière

En termes de valorisation, le prix d'un titre est entendu comme le rapport du *Marked to Market* (flux futurs actualisés au taux de marché) sur le nominal. Indicateur de référence sur le marché des titres, le prix permet de mesurer pleinement la sensibilité de la valeur aux composantes fixe et variable, ainsi qu'à la prime de RA évolutive à compter de la 15^e année.

Pour un profil *in fine* sans RA partiel, la matrice ci-dessous présente les prix selon la durée et la variation du ratio AC/L. La durée minimale d'émission est de 8 ans, la projection à 40 ans permet la mise en perspective à maturité traditionnelle sur le secteur. La charnière du dispositif se situe entre 14 et 16 ans avec d'abord l'introduction de la prime de RA puis l'augmentation du taux plafond. L'actualisation est effectuée sur TEC de même maturité au 17/01/2020.

Nous pouvons en tirer trois principaux éléments de synthèse :

- Le plafond de prix est atteint pour 4 % de variation annuelle moyenne du ratio AC/L ce qui vient relativiser le niveau de 5 % dans la matrice budgétaire de base, la variation de prix à variation de ratio constante fluctue entre 5 et 35 % environ.
- A durée équivalente, la variation de prix fluctue entre 10 et 45 % environ, ce qui pondère davantage la prime de RA dans la structure de taux par rapport à la composante variable.
- *Modulo* une variation intermédiaire de 2 % du ratio AC/L en moyenne annuelle, le coût financier d'une émission à 25 ans reste inférieur au coût potentiel d'une émission à 15 ans si le ratio venait à s'améliorer ; *modulo* une variation prudente de 1 % du ratio, le coût financier à 40 ans reste inférieur au coût potentiel à 14 ans dans ce même cas de figure.

Matrice de prix (MtM/N) selon la durée et la variation du ratio d'autofinancement courant /loyers (moyenne annuelle pour un ratio ≥ 3 %)

Durée / Var. ratio AC/Loyers (%)	8 ans	10 ans	14 ans	15 ans	16 ans	20 ans	25 ans	30 ans	40 ans	Variation max. par ratio AC/L (%)
5,0	115,44	117,54	121,08	122,60	124,32	130,12	135,64	139,51	154,88	34
4,0	115,44	117,54	121,08	122,60	124,32	130,12	135,64	139,51	154,88	34
3,0	114,12	115,90	118,82	120,19	121,68	126,55	131,02	133,95	147,35	29
2,0	110,90	111,91	113,33	114,34	115,47	118,98	121,88	123,40	133,85	21
1,0	107,69	107,92	107,84	108,49	109,26	111,40	112,74	112,86	120,35	12
0,0	104,55	104,03	102,49	102,79	103,21	104,02	103,83	102,58	107,18	5
Variation max. par durée	10 %	13 %	18 %	19 %	20 %	25 %	31 %	36 %	44 %	

Source : Aatiko Conseils - Banque de France

Enfin, au-delà de l'impact direct sur le prévisionnel et le potentiel financier, il convient d'intégrer les effets de levier en dette que ces quasi-fonds propres permettent de générer, pour évaluer la mesure globale de ce dispositif sur la situation financière et patrimoniale de l'organisme.

Dans le cadre de ses missions, Aatiko Conseils accompagne les organismes de logement social à 360° : de l'identification des besoins dans le cadre de la préparation des dossiers AMI, à l'émission et au suivi des opportunités de gestion active post-transaction, avec le souci d'assurer la bonne communication auprès de l'ensemble des parties prenantes sur le recours à des financements innovants.

Réalisation : Grégoire CASTAING, Aatiko Conseils - Président et expert financier
g.castaing@aatiko.fr - 06 40 23 51 32