

Caisse de garantie
du logement locatif social

Délibération n° 2005-61 du 21 décembre 2005 du conseil d'administration Caisse de garantie du logement locatif social

NOR : *SOCU0510416X*

Approuvant la note sur l'« Évolution et enjeux de la gestion de dette des organismes de logement social »

Le conseil d'administration,

Vu les articles L. 452-1, R. 452-10 (11^o) et R. 452-14 du code de la construction et de l'habitation ;

Vu la note sur la réforme de la procédure d'aide ;

Vu la note du directeur général au conseil,

Délibère :

Article 1^{er}

La note sur l'« Évolution et les enjeux de la gestion de dette des organismes de logement social » est approuvée. Elle est annexée à la présente délibération.

Article 2

Le directeur général est chargé de l'application de la présente délibération.

Article 3

La présente délibération, y compris la note annexée, sera publiée, conformément aux règles établies par la délibération n° 2003-26 du 9 juillet 2003 modifiée par la délibération n° 2004-21 du 7 avril 2004 portant sur le mode de publication des actes définis à l'article 4 du décret n° 79-834 du 22 septembre 1979, ainsi que sur le site Internet de la CGLLS.

Fait à Paris, le 21 décembre 2005.

J.-P. Caroff
Président du conseil d'administration

CONSEIL D'ADMINISTRATION DU 21 DÉCEMBRE 2005

Evolution et enjeux de la gestion de dette des organismes de logement social.

1. Enjeux.
2. Evolution de la gestion de dette par les organismes au cours des dernières années.
3. Propositions.
4. Annexes.

1. Enjeux

La dette constitue le poste de charges le plus important du compte d'exploitation d'un organisme HLM, l'annuité représentant en moyenne près de la moitié des loyers. Les financements bancaires, les propositions de réaménagement et les couvertures de dette sont de plus en plus fréquents et parfois complexes. Si ces opérations visent à améliorer l'exploitation de l'organisme, elles peuvent aussi comporter des risques financiers conséquents sortant du cadre usuel du financement sur livret A.

Les fédérations et la CGLLS sont amenées à analyser la dette dans 2 cas :

- lors de l'élaboration d'un plan de rétablissement de l'équilibre ou d'un plan de consolidation par exemple, il s'agit d'une analyse globale permettant d'optimiser l'encours ;
- ou, dans la période du plan, lorsqu'un organisme demande l'avis de la CGLLS sur le plan de financement d'une opération immobilière ou sur l'opportunité d'une opération de gestion de dette : réaménagements (allongement, refinancement, reprofilage, etc.) ou couverture (swaps).

L'enjeu pour la CGLLS est d'évaluer les gains potentiels et les risques éventuels induits par ces opérations de financement (cf. note 1) ou de gestion de dette (cf. note 2) sur l'exploitation de l'organisme.

Nous examinerons, dans le point 2, l'évolution récente de la gestion de dette puis, dans le point 3, des propositions visant à mieux prendre en compte ces changements dans les analyses et dans les procédures de la CGLLS.

2. Evolution de la gestion de dette par les organismes au cours des dernières années

2.1. Structure de la dette

La dette des organismes est constituée principalement d'emprunts long terme :

- révisables indexés sur le livret A ;
- taux fixes bas : prêts 1 % et anciens prêts CDC de type HLMO ;
- emprunts bancaires dont la part croît régulièrement : variables, taux fixes, prêts structurés (cf. annexe I).

Une partie de la dette peut avoir fait l'objet de swaps (cf. annexe II).

Les encours des organismes et les prêts réglementés présentent, en général, un avantage de taux non négligeable par rapport à ceux du marché (cf. annexe IV). Les opérations de réaménagement de dette étaient jusque récemment peu nombreuses et ciblées.

2.2. Une évolution récente liée à une conjonction de facteurs

Plusieurs facteurs, au-delà de la recherche d'optimisation des ressources financières, ont en effet incité les organismes à réaménager ou à couvrir leurs encours de façon plus significative et à privilégier parfois les financements de marché au détriment des financements réglementés, notamment les facteurs suivants :

- des taux de marchés historiquement bas. Les taux de marché long terme se sont rapprochés des taux des financements réglementés et les taux court ou moyen terme peuvent parfois concurrencer les financements ou l'encours sur livret A ;
- la nouvelle formule (cf. note 3) du taux du livret A, déconnectée de la décision des pouvoirs publics et calculée à partir de l'euribor 3 mois et de l'inflation hors tabac ;
- une offre bancaire plus large mêlée à une volonté accrue des établissements bancaires de pénétrer le marché du financement du logement social.

2.3. Plus de souplesse, d'économies et de risques potentiels

Les financements de marché peuvent générer des économies d'intérêts et compléter les financements sur livret A (cf. note 4) : préfinancements sur index court terme, lignes de trésorerie, prêts structurés et financements d'opérations non couvertes par le livret A (siège social, commerces ou accession par exemple).

Toutefois, l'augmentation du nombre d'opérations de refinancement, et l'importance en montant de ces opérations de réaménagement, liées à une plus grande sophistication de l'offre bancaire méritent un examen attentif. En effet, certains organismes ont réalisé des opérations de réaménagement ou de couverture sur une partie significative de leurs encours, parfois jusqu'à 30 %, 50 % ou plus encore de leur dette globale. Si ces opérations peuvent apparaître comme intéressantes aujourd'hui, compte tenu du niveau bas des taux courts (cf. note 5) sur les dernières années par exemple ou de propositions de swap faites par les banques, elles ne sont pas, pour autant, sans risque pour les organismes. Ces couvertures ou ces refinancements, qui peuvent être réalisés avec des produits structurés, demandent par ailleurs une gestion particulière, ainsi que la capacité à faire ses propres anticipations de taux.

Des retournements de conjoncture (hausse des taux variables, inversion partielle de la courbe des taux...), en particulier pour les produits les plus spéculatifs (de type taux d'intérêt en fonction de la pente de la courbe des taux (cf. note 6) par exemple), peuvent avoir des conséquences importantes sur les comptes des organismes.

L'annexe III présente une comparaison des caractéristiques des financements sur livret A et des produits bancaires.

3. Propositions

Elaboration d'un plan de rétablissement de l'équilibre :

La note sur la procédure d'aide prévoit (point 3.2.1) « l'analyse systématique de la structure de la dette, de son coût et des possibilités d'optimisation ».

En général, les gains liés à un réaménagement de dette ne sont pas pris en compte dans les mesures internes des plans de retour à l'équilibre lorsqu'il s'agit de gains liés à un allongement de dette. En effet, dans ce cas, l'opération générera une économie d'annuité sur la durée du plan par exemple mais dégagera bien sûr un surcoût lié à l'allongement de la durée résiduelle.

Dans le cas d'une exploitation trop endettée, le gain lié aux remboursements anticipés peut être pris en compte dans les mesures internes. Tel est le cas du dossier de l'OPAC de Meaux, qui comprend des remboursements anticipés à hauteur de 10,9 millions d'euros de prêts CDC et des renégociations d'encours 1 %. Sur d'autres dossiers, l'allongement de dette a pu être retenu pour participer au bouclage du financement du plan de rétablissement de l'équilibre, sans toutefois être pris en compte dans les mesures internes. C'est le cas pour l'OPAC de Plaine commune où, compte tenu de l'importance du gain lié à l'allongement et du profil adapté de la proposition d'allongement, une partie du gain a été prise en compte pour boucler

le financement du tableau ressources emplois.

Dans ces situations, les décisions sont prises au cas par cas, en fonction du profil de dette de l'organisme, de la nature des besoins de financement et des possibilités de bouclage financier du tableau ressources emplois.

Suivi annuel du plan de rétablissement de l'équilibre :

Le respect des engagements et le déroulement du plan sont étudiés dans le cadre du suivi annuel du plan de retour à l'équilibre (points 4.2 et 4.3 de la note sur la procédure d'aide en annexe).

Suivi des opérations d'investissement :

Les opérations d'investissement prévues ou pas au protocole sont analysées afin de vérifier que les montants de fonds propres engagés et les conditions d'exploitation sont conformes aux engagements pris.

Dans les trois cas décrits ci-dessus : élaboration du plan de rétablissement de l'équilibre, suivi annuel du plan et analyse des opérations d'investissement, il n'est pas utile de modifier la procédure d'aide

Les opérations de gestion de dette : refinancements, allongements, reprofilages, couvertures...

La note de procédure d'aide et les protocoles de rétablissement de l'équilibre ne prévoient pas aujourd'hui de clause particulière portant sur les opérations de gestion de dette. La seule mention pouvant couvrir cette notion est la suivante : « l'organisme s'engage à ne signer que des conventions compatibles avec le présent avenant et qui ne pourront avoir pour effet de détériorer sa situation financière ». Toutefois, elle demeure générale et ne peut pas vraiment s'appliquer à la gestion de dette.

Actuellement, la CGLLS n'est donc pas sollicitée systématiquement sur ces opérations de gestion de dette. C'est parfois la CDC qui incite l'organisme à solliciter l'avis de la CGLLS. Compte tenu des risques éventuels engendrés par certaines opérations de gestion de dette, il est proposé au conseil d'administration d'étudier une clause qui pourrait être ajoutée dans les nouveaux protocoles et avenants, clause qui pourrait être rédigée de la façon suivante :

« Toute(s) opération(s) de réaménagement ou de couverture de dette portant sur une partie significative de l'encours (supérieure à 5 % [dès lors qu'une ou plusieurs opérations « cumulées sur 12 mois » représentent plus de 5 % de l'encours global] de l'encours global) devra être transmise à la CGLLS pour information.

La CGLLS pourra, le cas échéant, alerter l'organisme sur les risques potentiels encourus.

Dans l'hypothèse où l'avis émis par la CGLLS ne serait pas suivi, la CGLLS ne couvrira pas les éventuelles pertes constatées par rapport à un financement livret A ».

Evaluation des opérations de gestion de dette :

Si les stratégies des organismes peuvent différer : trésorerie excédentaire affectée au désendettement, répartition des index : livret A, variables et taux fixes, refinancement d'emprunts à taux élevés etc., il est indispensable de pouvoir disposer des scénarios et des hypothèses sur lesquelles sont bâtis ces scénarios afin d'appréhender les gains et les risques potentiels de l'opération. Cette analyse devra prendre en compte les coûts de sortie ou d'entrée de ces opérations de gestion de dette : remboursements d'indemnités actuarielles, d'intérêts compensateurs, commissions de montage, etc.

L'analyse de l'ensemble de ces éléments, dans le cadre de la stratégie de l'organisme, permettra d'estimer les différents risques encourus et leurs conséquences sur les comptes en cas de retournement de conjoncture (montée des taux courts, inversion de la courbe des taux...).

L'évaluation pourra s'appuyer sur la comparaison avec un scénario livret A par exemple et sur l'analyse des caractéristiques suivantes :

- la sécurité (proportion de la dette concernée, niveau de sécurité : prêt à durée ajustable, prêt en variable capé, etc.) ;
- la performance (coût en fonction de la durée et du mode d'amortissement) ;
- et la souplesse (coûts de sortie pour un refinancement, etc.).

Ces scénarios devront être analysés en fonction des différentes anticipations de taux (taux de marchés et taux du livret A) pour fiabiliser les premières années de la simulation, années comprenant les montants d'intérêts les plus conséquents.

Parallèlement, la mise au point, par la CGLLS, d'une évaluation statistique permettra de déterminer les différentes probabilités de risque et de comparer les évolutions du livret A et d'index variables ou composites.

4. Annexes

ANNEXE I

LES PRÊTS « STRUCTURES »

Alors que le taux ou l'index de taux sont connus pour un prêt à taux fixe (ex. : taux fixe de 4 % sur 15 ans) ou un prêt à taux variable (euribor 3 ou 12 mois, par exemple), un prêt structuré comprend une condition.

Exemple : un établissement bancaire propose un taux fixe de 4 % pour un prêt sur 20 ans.

Ce même établissement propose une alternative à sa première proposition sous forme de prêt structuré : taux fixe de 3,50 % sur 20 ans à condition que l'euribor 12 mois soit inférieur à 5 %, sinon l'emprunteur paiera euribor 12 mois + 0,20 %. L'euribor 12 mois est observé à chaque échéance et détermine ainsi à chaque fois le taux qui sera payé : 3,50 %, ou euribor 12 mois + 0,20 %.

ANNEXE II

LE SWAP DE TAUX

Le swap de taux est un échange de taux. Il est construit à partir d'un emprunt sous-jacent et sera de durée inférieure ou égale à la durée résiduelle de l'emprunt appelé sous-jacent.

Exemple : un organisme a souscrit un emprunt à taux variable indexé sur l'euribor 3 mois en 2002.

En 2003, anticipant une hausse de ce taux, l'organisme souhaite se couvrir et négocie un swap de taux lui permettant d'échanger les intérêts à taux variables contre des intérêts à taux fixe trimestriel (exemple 5 %).

Tous les trois mois, l'organisme fait donc les opérations suivantes :

1. Pour le prêt, il règle son échéance, soit euribor 3 mois + marge
2. Pour le swap, il reçoit euribor 3 mois de la banque avec qui il a contracté le swap et règle le taux fixe.

ANNEXE III COMPARAISON DES FINANCEMENTS SUR LIVRET A ET DES FINANCEMENTS BANCAIRES

	LIVRET A	TAUX VARIABLES	TAUX FIXES	STRUCTURÉS (cf annexe I)	SWAPS (cf annexe II)
Objets financés (1)	Opérations réglementées	Refinancements Réhabilitations	Refinancements Réhabilitations	Refinancements Réhabilitations	Sans objet
Taux	Indexé sur la nouvelle formule (Euribor 3 mois et inflation). Taux identique quelle que soit la durée	Taux compétitifs depuis plusieurs années (hausse sensible sur les derniers mois)	Taux historiquement bas(ex. : 4,03 %, taux annuel avec marge de 0,30 % sur 20 ans ou 4,17 % sur 30 ans le 22 novembre 2005)	Taux sous condition	Taux variable, fixe, ou sous condition
Avantages fiscaux et aides	- TVA réduite à 5,5 % - Exonér. TFPB - APL	Non	Non	Non	Sans objet
Durée	Jusqu'à 50 ans pour le foncier	25 à 30 ans	Parfois supérieur à 30 ans	25 à 30 ans, plus avec multi-phases	Inférieure ou identique au prêt sous-jacent
Performance long terme	Oui, par construction (2)	Pas connue	Pas connue	Pas connue	Pas connue
Sécurité	Bonne	Faible	Annuité connue mais risque de taux à la baisse	Cas par cas	Cas par cas
Souplesse	Moyenne	Oui	Non	Cas par cas	Cas par cas
Autres coûts	Indemnités de sortie : 6 mois ou intérêts compensateurs	Sortie généralement possible sans indemnité	Indemnité actuarielle en cas de RA, versée à la banque	Indemnité de marché, versée à la banque ou à l'organisme	Soulte versée à la banque ou à l'organisme
Divers	Sécurité (3) systématique, mesures correctives globales			Attention au suivi et à la valorisation	Attention au suivi et à la valorisation

(1) Principalement.

(2) C'est le cas en général, c'est-à-dire lorsque la courbe des taux est dite « normale » (taux longs supérieurs aux taux courts), puisque le livret A, calculé sur des éléments de court terme (Euribor 3 mois et inflation hors tabac), permet d'obtenir un taux de financement (livret A + marge des réseaux collecteurs) inférieur aux prêts long terme de marché. Toutefois, si la courbe est croissante mais avec une pente faible, le niveau de marge des réseaux collecteurs peut réduire l'avantage de taux.

(3) Une réglementation parfois contraignante mais qui a permis, sous le pilotage de l'Etat, la mise en place de mesures d'allègement et de réaménagement des conditions de remboursement par tous les emprunteurs. Le système livret A permet aussi de financer l'ensemble des bailleurs sociaux à un taux identique.

ANNEXE IV LIVRET A ET TAUX DE MARCHÉ 4.1. Comparaison du TEC 10 et du taux du livret A

4.2. Comparaison des taux de financement* sur ressources livret A et marchés financiers

NOTE (S) :

(1) Exemple : acquisition de 1 000 logements par l'Habitat Drouais avec un financement partagé entre livret A, index variable et produit structuré.

(2) Exemple : refinancements en variable, produit structuré ou swap : office d'Argenteuil ou SEM de Colombes.

(3) Taux du livret A = 1/2 (euribor 3 mois + inflation hors tabac) + 0,25 %, arrondi à 0,25 %, avec révision semestrielle le 1^{er} août et le 1^{er} février de chaque année, soit 2 % au 1^{er} août 2005.

(4) La Caisse des dépôts complète régulièrement sa gamme de prêts : prêts à durée ajustable ou prêts indexés sur l'inflation par exemple.

(5) Toutefois, l'euribor 12 mois est par exemple passé de 2,10 % à 2,80 % entre juin et novembre 2005.

(6) Un écart entre les taux 10 ans et 2 ans (CMS 10 - CMS 2) de 0,80 était considéré comme prudent il y a 12 mois, ce seuil a été franchi à la baisse fin septembre 2005, il est de 0,62 le 25 novembre 2005.