

LIVRE BLANC

**DE L'INNOVATION
DANS L'IMMOBILIER**



PRÉPARER L'AVENIR

PAR GUY MARTY

Directeur Général, Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière

Les économies européennes connaissent une crise de confiance d'une ampleur inédite. Il est tentant de considérer les dettes souveraines, les réformes impossibles et les risques géopolitiques comme les Grecs autrefois les caprices de Zeus ou d'Athena : des facteurs de destin hors de portée des actions humaines.

Un certain fatalisme voudrait que la roue de l'histoire condamne les pays avancés. C'est oublier que celle-ci s'est accélérée, que le temps est plus court aujourd'hui entre les causes locales et les impacts globaux, que l'innovation peut redistribuer à chaque instant les cartes de la création de richesse. Dès lors, pourquoi ne pas favoriser l'émergence d'innovations qui pourraient faire prospérer des entreprises porteuses de dynamisme économique et de mieux-être social ?

C'est dans le cadre de cette ambition générale qu'a été conduit le présent travail, appliqué spécifiquement à l'immobilier. On pourrait s'étonner de l'association entre innovation et immobilier, mais celle-ci est plus naturelle qu'il n'y paraît au premier regard.

Il n'est peut-être pas inutile de rappeler tout d'abord que c'est la construction de châteaux-forts qui, au XIII^e siècle, a fait naître le terme de finance (trouver les moyens de finir) qui est resté dans notre langue comme dans la langue anglaise... anecdote, sans doute, mais bien significative de la nécessité récurrente d'un certain recours à l'imagination créatrice.

De plus, on ne devrait pas se laisser abuser par le paradoxe inhérent à toute innovation : d'abord elle n'est pas attendue, puis elle devient aussi naturelle que l'air que l'on respire. Le crédit hypothécaire et la copropriété, qui ont permis à des millions de ménages d'accéder à la propriété de leur logement, en sont deux exemples typiques.

Enfin, l'importance de l'immobilier ne saurait être sous-estimée. Il est de loin le premier poste d'investissement dans l'économie nationale, c'est aussi le premier consommateur d'énergie, et il représente plus de la moitié du patrimoine des ménages. Il est un élément-clé de bien des enjeux sociaux – de l'aide aux plus pauvres à l'accompagnement du cycle de vie – et est présent dans tous les aspects de la vie économique ou culturelle. Toute innovation dans ce secteur est susceptible d'avoir des effets considérables.

Ce Livre Blanc a pour objectif de définir les enjeux, d'identifier des pistes, de recenser des idées. Il est le résultat des échanges et des contributions de nombreux professionnels du secteur qui ont bien voulu, sous la conduite dynamique et inspirée de Gilbert Emont, consacrer de leur temps à explorer tous les chemins possibles, praticables immédiatement ou non. Ce travail mérite d'être salué pour son ampleur et sa pertinence.

Il sera suivi de nombreuses initiatives, modestes ou brillantes, dont quelques-unes connaîtront sans nul doute un bel avenir.



Composition du **COMITÉ STRATÉGIQUE**



Guy MARTY
Directeur Général
Institut de l'Épargne Immobilière & Foncière
Président du Comité Stratégique



Gilbert EMONT
Directeur de Recherche Associé
Institut de l'Épargne Immobilière & Foncière
Vice-Président et Pilote du Projet



Arnaud de BRESSON
Directeur Général
Pôle FINANCE INNOVATION



Joëlle DURIEUX
Secrétaire Générale
Pôle FINANCE INNOVATION

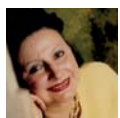
Membres



Alain BECHADE
Directeur
CNAM ICH



Méka BRUNEL
Secrétaire Générale
Ivanhoe Cambridge



Joëlle CHAUVIN
Directeur Immobilier
Aviva Investors Real Estate France



Bernard COLOOS
Directeur des Affaires économiques
FFB



Jean-Paul DUMORTIER
Président
FSIF



Bertrand de FEYDEAU
Président
Fondation Palladio



Dominique JACQUET
Doyen
Université Paris Ouest



Yves LAFFOUCRIERE
Directeur Général
Immobilière 3F



Patrick de LATAILLADE
Président
ASPIM



Xavier LEPINE
Président
La Française AM



Olivier MAREUSE
Directeur Financier
Groupe Caisse des Dépôts



Frédéric NOUEL
Cabinet Gide Loyrette Nouel



Olivier PIANI
CEO
Allianz Real Estate



Jacques PROST
Structured finance
Crédit Agricole CIB



Vincent RENARD
Directeur de recherche
CNRS

Comité stratégique

« L'INNOVATION DANS L'IMMOBILIER »

contexte et objectifs

Le chantier de réflexion sur le thème « L'Innovation dans l'immobilier » a été lancé fin 2010 par le Pôle FINANCE INNOVATION et l'IEIF avec pour objectif d'explorer les voies par lesquelles l'innovation dans l'immobilier peut contribuer à relever les défis de demain, notamment : développement d'indices pertinents, nouveau paradigme pour l'investissement locatif, prise en compte de la dépendance...

Le Comité stratégique, présidé par M. Guy MARTY - Directeur Général IEIF - et piloté par M. Gilbert EMONT Directeur de Recherche Associé IEIF – a défini les grandes orientations et piloté l'ensemble des travaux.

Dans ce cadre, cinq groupes de travail thématiques - auxquels près de 90 professionnels ont participé - ont été mis en place : « Transparence et Couverture des Risques », « Épargne et Véhicules d'Investissement », « Solvabilisation Résidentielle », « Actif Financier et Outil Performancier et « Financement de l'Immobilier Durable ».

Plusieurs réunions du Comité Stratégique ont permis d'affiner les réflexions et de consolider les propositions des groupes de travail pour déterminer les domaines d'innovation prioritaires (DIP) et faire émerger les projets innovants ou de rupture. Ce processus, déroulé au cours du 1^{er} semestre 2011, a débouché sur la proposition de mise en œuvre au cours de l'année d'un programme de 37 actions représentant des enjeux forts pour les professions immobilières.

Le Livre Blanc est le résultat de ce grand chantier de réflexion, qui synthétise dans un consensus partagé les principales conditions de l'innovation dans l'immobilier.

Cette opération a été réalisée avec le soutien de l'État :



et le parrainage de :



SOMMAIRE

PRÉFACE : « <i>Préparer l'avenir</i> » par Guy Marty	p.5
COMITÉ STRATÉGIQUE : composition	p.6
COMITÉ STRATÉGIQUE : contexte et objectifs	p.7
SOMMAIRE	p.9
SYNTHÈSE	p.11
LE LIVRE BLANC	p.15
INTRODUCTION	p.16
LES CHANTIERS DES APPELS À PROJETS	p.44
L'INNOVATION DANS L'IMMOBILIER : RAPPORTS CONTRIBUTIFS	p.47
RAPPORT N°1 : TRANSPARENCE & COUVERTURE DES RISQUES	p.49
RAPPORT N°2 : ÉPARGNE & VÉHICULES D'INVESTISSEMENT	p.71
RAPPORT N°3 : SOLVABILISATION RÉSIDENITELLE	p.101
RAPPORT N°4 : ACTIF FINANCIER & OUTIL PERFORMANCIEL	p.129
RAPPORT N°5 : FINANCEMENT DE L'IMMOBILIER DURABLE	p.151
ANNEXES	p.181
TABLE DES MATIÈRES	p.184

SYNTHÈSE

PAR GILBERT EMONT

Le pôle de compétitivité FINANCE INNOVATION, en décidant d'approfondir la problématique de l'immobilier, a pris conscience de la complexité du sujet posé et des multiples « entrées » qu'il était possible de choisir pour l'aborder. Voulant se tenir à ses propres priorités de promotion d'innovations susceptibles de dynamiser le secteur, de générer des projets nouveaux et donc d'autoriser le développement des PME et de l'emploi, il a défini cinq thèmes sur lesquels des groupes de travail spécifiques ont été amenés à se pencher : comment améliorer la transparence des marchés et donc leur sécurisation ? Quel devenir pour l'épargne et son investissement spécifique dans cette classe d'actif ? Quelles pistes pour améliorer la solvabilité résidentielle ? Quelle prise en compte de leur immobilier d'exploitation par les entreprises ? Que peut signifier le soutien au développement de l'immobilier durable pour la filière financière ?

Pour le groupe de travail, il faut d'abord réaffirmer que l'immobilier s'inscrit au plus près du fonctionnement de la Société des Hommes qui a besoin de lieux bâtis, la capacité financière de les produire et celle de les utiliser. Il est donc un actif dont il ne faut pas perdre de vue la nature spécifique.

Comme son nom l'indique, le bien immobilier renvoie d'abord à l'univers physique et s'inscrit dans l'espace. Il participe d'un arbitrage de la collectivité territoriale sur la destination d'un morceau du territoire commun : loger la population, réaliser une production économique, faire le commerce de biens et services.

Le sujet du foncier, et donc de cet arbitrage sur l'espace, est au cœur de sa problématique. Il constitue l'interface entre la sphère publique et l'organisation du marché des différents types de biens qui peuvent s'y réaliser. Les questions relatives à la maîtrise, à l'aménagement et au portage du foncier ont donc constitué un préalable à nos réflexions, tant elles sont structurantes pour l'organisation du marché immobilier et l'innovation financière en la matière.

Mais l'immobilier c'est aussi un actif financier caractérisé par une double valeur : d'échange traduit dans le prix des transactions entre propriétaire ; d'usage traduit dans le loyer que paie l'utilisateur et qui contribue au retour sur investissement pour l'acquéreur. Cette notion de retour sur investissement d'un bien physique renvoie donc à la fois à une durée d'amortissement financier et à une durée d'obsolescence technique et l'inscrit dans le temps des Hommes qui le financent et l'utilisent.

Cette dimension est, elle aussi, essentielle dans l'approche immobilière : elle fonde la valeur réelle du bien physique sur son adéquation aux besoins et leurs évolutions. Elle est sensible aux interventions extérieures – pouvoirs politiques, en particulier – qui pèsent sur la vitesse d'amortissement du bien physique, et à l'évolution des attentes des utilisateurs qui pèsent sur son obsolescence, en particulier du fait du vieillissement des habitants dans le cas des besoins en logements.

Elle a donc été en filigrane de nos réflexions par l'importance que revêt, en matière d'innovation financière, le déplacement possible du terme de rentabilité et l'on peut légitimement se demander si l'évolution de la durée de vie des hommes n'implique pas une égale évolution de la durée sur laquelle raisonner en matière d'amortissement de leurs biens d'usage.

Ces considérations générales une fois posées, il a semblé aux groupes que parmi les évolutions attendues par le monde de l'immobilier, celles qui affectent plus particulièrement l'immobilier résidentiel étaient majeures :

vieillesse de la population, stagnation du pouvoir d'achat, perspective de retraites dégradées, et surtout, affaiblissement durable du budget de l'Etat et donc de son action au titre de la solidarité sociale.

La baisse prévisible de l'implication financière des pouvoirs publics y revêt une importance primordiale, elle interroge en effet toute la chaîne qui articule le marché du logement (locatif social, locatif privé, accès à la propriété) ainsi que la possibilité de continuité, entre ces différents maillons, qu'autorisent les parcours résidentiels des ménages au cours de leur existence. Elle concerne particulièrement les dispositifs d'investissement à but locatif dans le secteur, qu'ils touchent les particuliers ou les véhicules d'épargne habitués à cette forme d'« économie mixte » traditionnelle dans notre pays, dans le but de promouvoir une politique de logement plus efficiente. Cette interrogation n'épargne d'ailleurs pas le locatif social de droit, obligé de trouver dans une gestion innovante de son patrimoine une part croissante des ressources nécessaires à son propre développement, mais aussi à l'évolution de ses locataires vers d'autres formes d'habitat.

Moins dépendant de l'Etat et plus en phase avec un fonctionnement libre des marchés, se trouve l'immobilier d'entreprise pour lequel les notions de valeur, de rentabilité, de risques associés aux produits prennent tout leur sens. Certes, en tant qu'immobilier, il est peu fongible et exige une capitalisation à plus long terme qu'un autre actif ; il est aussi terre d'élection d'une fiscalité spécifique, de réglementations les plus diverses et connaît des coûts de transactions élevés. Mais, pour ces raisons de positionnement en tant qu'actif alternatif, il a vu se développer une financiarisation des raisonnements et des outils de gestion plus sophistiqués : il est directement concerné par la vague de réprobation qui a touché récemment les pratiques de la filière, accusée de faire perdre le contact avec le sous-jacent et de masquer le risque réel que ce dernier fait courir. Il est entré aujourd'hui dans l'ère du soupçon dont il convient de sortir rapidement en rétablissant la confiance.

Il apparaît donc à l'évidence deux problématiques bien différentes si l'on considère l'immobilier résidentiel ou l'immobilier d'entreprise.

Pour le logement, deux phénomènes majeurs conditionnent les évolutions à venir :

- *L'affaiblissement durable de la capacité des pouvoirs publics met au défi les professionnels de maintenir une production satisfaisante au regard du devoir de solidarité nationale à travers une politique d'offre profondément renouvelée. Cela concerne, on l'a vu, le logement social de droit, mais aussi le locatif privé, soutenu depuis un quart de siècle par des aides fiscales diverses dans un contexte de désengagement des investisseurs institutionnels. Cela concerne enfin l'accession à la propriété des classes moyennes et modestes dans la perspective, peut-être à revisiter, de promotion auprès de tous de la propriété de sa résidence principale.*

Cette prise de conscience renvoie à la nécessité de reprendre les équations économiques de base sans l'apport subventionnel public, parfois déterminant, qui en assurait l'équilibre. Cela implique également de réinterroger le temps de retour des investissements en question et d'imaginer une manière plus progressive, voire plus séquentielle, de parvenir aux résultats obtenus, réalablement, avec le soutien de l'aide publique.

- *Mais cela éclaire aussi d'une lumière particulière la capacité de répondre aux besoins nouveaux liés aux évolutions profondes en cours : une croissance des ménages toujours très dynamique du fait des évolutions sociologiques, plus que démographiques, qui la soutiennent, un vieillissement des habitants qui pose des problèmes divers, de la sous-occupation du patrimoine au besoin d'un habitat adaptable, en passant par l'affaiblissement des ressources liées à la retraite et à un nouveau cycle de transmission patrimoniale entre générations.*

Nos groupes de travail ont interrogé ces différentes problématiques et proposé des pistes d'action et de réflexion au cœur desquelles se trouvent :

- *La nécessité de maîtriser, porter et équiper le foncier nécessaire pour autoriser les divers usages d'habitat utiles, mais aussi de mettre en place des financements à horizons plus éloignés (emphytéose) ;*

- La nécessité de poursuivre l'aide à l'investissement des particuliers dans le (leur) logement, que ce soit de manière intermédiée ou non, afin de préparer au mieux un avenir assombri par la perspective de retraites dégradées.
- La nécessité de convergence des problématiques du locatif social et du locatif privé, qui doit permettre de créer un véritable secteur institutionnel capable de répondre au besoin de locatif intermédiaire en unissant les efforts des grands bailleurs sociaux et la capacité d'investissement de véhicules gestionnaires d'épargne privée. Ces sociétés mixtes pourraient également gérer la cession d'une partie du parc social à ses locataires, dans une logique de parcours résidentiel, et conserver la maîtrise des copropriétés ainsi créées.
- La nécessité d'aider ceux qui désirent acquérir leur résidence d'usage en renouvelant l'arsenal juridique et financier pour épouser une durée d'accession plus en rapport avec l'allongement de la vie : dissociations foncier-bâti et nue-propriété-usufruit, financement mixant intérêt et partage de plus-value, recours à l'intergénérationnel, dynamisation de l'achat du parc social de droit ;
- La nécessité de traiter du vieillissement de la population en dynamisant le marché du viager, la possibilité de l'adaptation de l'habitat disponible, le développement de formes nouvelles d'habitat avec services ciblés sur le grand âge et la dépendance.

Pour le secteur de l'immobilier des entreprises, dont le développement et la professionnalisation du financement et de la gestion est un acquis de la dernière décennie, nous avons considéré que les enjeux renvoient à la mobilisation possible de capitaux encore importants car répondant à une mutation profonde de la manière dont l'entreprise perçoit désormais son immobilier. La disponibilité de ces capitaux renvoie au triptyque de la liquidité, de la rentabilité et de la gestion du risque.

Nos groupes de travail, dans un contexte de soupçon sur l'innovation financière en matériel d'immobilier, ont pu toutefois approfondir ces différents thèmes et proposer quelques lignes de force pour l'avenir :

- Un prérequis, tout d'abord, qui conditionne l'orientation de l'entreprise vers une externalisation possible de son immobilier : stabilisation de règles comptables qui prennent en compte la spécificité de l'actif immobilier parmi les autres classes d'actifs et autorisent un véritable choix d'efficacité, pour l'inscription du bien au bilan, à la fois de l'entreprise mais aussi au preneur immobilier, dans l'appréciation de son risque et donc de sa couverture en fonds propres ;
- L'amélioration de la liquidité par l'organisation des marchés secondaires sur des plateformes à formation lente du prix, tout en évitant l'excès de financiarisation. Cette structuration indispensable doit s'appuyer sur tout ce qui contribue à la réduction objective du risque – information, transparence, connaissance de la formation des prix – et donc, à la diminution de son coût de couverture ;
- L'amélioration de la rentabilité, selon les différents types de biens et les catégories d'acteurs concernés. La liquidité est un premier facteur contribuant à l'abaissement du coût du capital ; l'objectivisation des valeurs, grâce à une meilleure maîtrise de la volatilité, constitue une nécessité tout aussi importante ;
- L'amélioration de la gestion d'un risque qui doit permettre à l'immobilier d'être à la fois compétitif avec les autres types de placements possibles et dans un contexte d'internationalisation du marché. Le développement de produits dérivés, une fois la confiance revenue et la transparence des marchés avérée, constituera l'axe d'une gestion active du risque et, donc, de la prise de risque initiale.

Sortir de l'ère du soupçon, compenser l'affaiblissement du soutien public par un renouvellement de la politique de l'offre, optimiser la gestion de la valeur dans le parc existant, s'adapter à la nouvelle donne concernant la durée constituent donc les évolutions indispensables des pratiques de la profession. Les groupes de travail ont aussi mis en exergue le développement important des produits immobiliers susceptibles d'intéresser l'épargne publique de demain ; du médical et médico-social aux Partenariats Public Privé (PPP) de complexité raisonnable, en passant par tout ce qui s'appuie sur une exploitation professionnelle de l'usage de biens répondant aux évolutions complexes de notre temps (immobilier avec services associés).

Enfin, les intervenants à la réflexion ont souhaité s'interroger sur la signification que revêtait pour la finance immobilière l'entrée dans l'ère de l'immobilier durable. Cela concerne en premier lieu le problème des charges qui pèsent sur le coût réel d'usage des biens et, donc, sur leur rentabilité. Cela concerne aussi la consommation économe des fluides et de l'espace nécessaire ainsi qu'une appréciation plus globale de la rentabilité des espaces construits en prenant en compte l'interface avec le fonctionnement urbain.

On trouvera dans notre travail quelques pistes à explorer pour une meilleure efficacité en la matière :

- Améliorer et objectiver, en les garantissant, les coûts et les durées de retour des investissements relatifs à l'amélioration des performances des immeubles ;
- Aider à la fluidification du marché foncier dans les zones déjà équipées afin de lutter contre l'étalement urbain et de mieux reconstruire la ville sur elle-même ;
- Innover dans la gestion de l'épargne des particuliers afin qu'elle participe plus activement à l'amélioration qualitative du parc habité.

Pour conclure, les professionnels impliqués dans la réflexion ont pris acte de la diversité des métiers qu'elle implique, la dilution de la Recherche-Développement qu'elle engendre et l'absence de diffusion sur les meilleures pratiques. Ils préconisent la création d'une manifestation annuelle, qui se déroulerait sur environ trois jours. Ces Entretiens de l'Innovation dans l'Immobilier, feraient ainsi le point sur l'innovation en cours et poursuivraient utilement le débat engagé entre opérationnels et chercheurs à l'occasion de ce premier Livre Blanc.

**L'INNOVATION
DANS L'IMMOBILIER**

**LIVRE
BLANC**

INTRODUCTION

Le sens de l'exercice...

Les pôles de compétitivité ont pour objectif premier de dynamiser l'économie nationale et de soutenir une croissance synonyme de développement et de création d'emploi.

L'objectif du travail réalisé au cours de cette année 2011 en invitant les professions immobilières à réfléchir sur leurs métiers à partir d'un diagnostic lucide sur leurs pratiques et leur environnement, est donc d'indiquer les pistes d'évolution et d'innovation qui dépendent avant tout d'elles-mêmes dans un souci de progrès et de modernisation de leur secteur d'activité.

Les professions immobilières ont bien conscience de la dépendance qu'elles ont vis-à-vis de l'Etat de la société et de leurs perspectives réelles, comme des réalités juridiques et réglementaires qui leur définissent un cadre de fonctionnement.

Elles peuvent espérer de meilleures conditions globales pour se développer, suggérer des évolutions qui leur permettraient de mieux s'exprimer tout en préservant l'intérêt général, regretter telle ou telle disposition qui les bride sans pour autant, à leurs yeux, apporter davantage au regard du même intérêt général.

Elles doivent cependant trouver en elles-mêmes les ressorts de leur progrès professionnel et la voie d'une innovation qui ne saurait se confondre avec l'amélioration des conditions extérieures.

De même, ce rapport, qui n'est pas le recueil d'avis collectés par un haut fonctionnaire en mission, n'a pas pour objet de faire des recommandations aux pouvoirs publics pour conduire une politique nouvelle dans le secteur économique concerné. S'il ne peut faire l'économie d'une confrontation des pratiques avec le dispositif qui les encadre et même, s'il ne refuse pas l'appréciation des conditions externes de leur efficacité, il n'a pas pour objet de proposer aux pouvoirs publics de nouveaux arbitrages sur les politiques qu'ils conduisent. Il exprimera l'avis des professionnels sur des dispositions qui leur semblent peser négativement sur le bon fonctionnement des marchés. Peut-être un certain intérêt général, apprécié plus globalement, justifie-t-il que ces dispositions perdurent.

Il en va tout particulièrement de la politique d'urbanisme qui traduit la manière de gérer l'espace et, plus particulièrement, l'usage du foncier, ou, des aides publiques au logement (directes ou indirectes, nationales ou territoriales), qui expriment une vision de la solidarité de la nation vis-à-vis des populations fragiles.

Les politiques tiennent compte d'arbitrages entre les urgences et la vision à terme, entre la qualité de vie perçue par les habitants en place et la nécessité que la ville évolue pour faire face aux enjeux de la croissance, etc...

L'engagement des élus sur ces sujets mérite notre respect et même si l'on peut déplorer que les cycles électoraux que nous connaissons soient peu favorables à la projection dans l'avenir, on exprimera surtout le souhait que les débats avec le politique dépassent la seule vision budgétaire et court termiste, au profit de règles du jeu adaptées en matière d'investissement. L'évaluation des politiques à moyen terme, dans une vision de retour d'investissement au-delà de l'annualité, correspondrait plus au traitement d'un secteur fondé sur le long terme et la vision patrimoniale des engagements.

On lira donc toute appréciation en matière de mesures d'ordre public du seul regard de ce qu'elles impliquent sur l'efficacité économique des marchés, avec ce que cela induit, en matière de redistribution sociale potentielle, mais aussi ce que cela nécessite en matière de contrôle de l'appropriation du surplus de richesses créées.

... et ses limites...

L'innovation financière n'a pas bonne presse et la crise des Subprimes a mis à mal un processus, considéré comme dangereux, de prise de distance avec le sous-jacent physique au profit de conceptualisations et de modélisations imaginées par des techniciens trop déconnectés de la réalité.

Le procès peut être injuste, il n'est pas totalement infondé et, de toute manière, nécessitera la mise à plat des méthodes de travail, le rétablissement de la transparence, la simplification du discours et l'appropriation de toute innovation par l'ensemble des acteurs concernés.

Le secteur immobilier ne peut, en effet, se situer en marge du progrès réel offert par des techniques nouvelles, pour autant qu'elles contribuent à sécuriser les acteurs et non à offrir à certains qui les maîtrisent le moyen de spéculer au détriment d'autres qui ne les maîtrisent pas. Il est de plus illusoire de vouloir éliminer tout risque propre à l'acte d'investir et de trouver dans l'empilement des garanties et le déplacement de ce risque, la disparition cosmétique de l'aléa moral qui régit la spéculation sur les valeurs à terme.

La garantie ultime d'un système qui superposerait des garanties intermédiaires tout à fait raisonnables doit toujours être perçue, acceptable et maîtrisable au plus haut niveau de responsabilité sociale.

... dans un contexte de recours public singulièrement affaibli.

C'est en effet dans un contexte durable de non recours à des pouvoirs publics appauvris, que l'ensemble des innovations devra être pesé afin de limiter le risque d'aventures, soit adossées a priori sur un concours d'Etat pour être réellement « tentables », soit couvertes par un recours possible au dit Etat, dans la mesure où elles tourneraient mal.

À l'issue de cet exercice, les professions immobilières proposent d'optimiser ce qui est en leur seul pouvoir pour mieux satisfaire la demande sociale à laquelle elles sont confrontées, que ce soit celle de l'épargnant, de l'entreprise ou du particulier qui cherche à se loger, dans les meilleures conditions de performance et de qualité.



1 Le diagnostic

10 La crise de la dette souveraine

Tout au long de nos travaux, l'aggravation de la crise liée à la dette souveraine a pesé sur les réflexions. L'affaiblissement de l'État Providence est au centre des interrogations, tout particulièrement en matière de logement, mais également par la nécessité qui est la sienne que le bon fonctionnement du marché immobilier résidentiel dégage les ressources nécessaires à la fois à son propre développement et au financement des solidarités indispensables.

Il est à craindre (?) que l'on se trouve face à un affaiblissement durable de l'aide publique potentielle et que le secteur économique doive trouver en lui-même les ressources pour prospérer et que, loin de réclamer un engagement financier plus important pour soutenir l'investissement ou le traitement social de la demande en difficulté, les professionnels de l'immobilier aient à s'appuyer davantage sur une optimisation de l'usage des ressources disponibles.

Cela pèsera forcément sur les mécanismes fiscaux favorables à l'investissement immobilier mais, surtout, sur la politique d'aide au logement, tant en matière de fiscalité récurrente (exonérations, assouplissement, taxation de plus-values...) que d'aide directe (à la pierre notamment).

La nécessité de privilégier le financement des dépenses sociales les plus directement solvabilisatrices pourrait dès lors rendre le secteur plus autonome et, à l'instar des propositions de l'OCDE dans son rapport de 2010, obliger à concentrer l'aide publique sur la personne afin de mieux la cibler, plutôt qu'une aide à l'investissement dans une production sociale, économiquement placée ainsi hors d'une rentabilité économique naturelle.

Ce retrait relatif du public devrait concerner également les Régions, très dépendantes des redistributions de l'Etat central, et qui avaient souvent pris le relai, ces derniers temps, du fait d'une priorisation sur les grands projets d'intérêt général (PNRU, PNR QAD...)

Le chemin s'annonce ainsi plus difficile pour relancer la croissance et l'emploi et il n'est même pas évident que l'immobilier, (sauf dans quelques territoires spécifiques) continue à constituer une priorité de développement, sauf crise manifeste et spécifique en matière de logement.

11 La finance immobilière dans l'ère du soupçon

Conséquence (l'immobilier est soupçonné d'avoir provoqué la crise) ou paradoxe (l'immobilier « abandonné » à la finance est régulièrement dénoncé), l'implication des pouvoirs publics, du fait de leur affaiblissement, aurait plutôt tendance à laisser le marché trouver par lui-même les meilleures solutions pour se développer tout en lui imposant des contraintes supplémentaires traduisant leur défiance.

Car si le système financier paraît aujourd'hui porter la faute de la crise, celle des subprimes américains a psychologiquement orienté l'opinion publique vers la méfiance vis-à-vis de tout ce qui touche à la financiarisation et, plus particulièrement, de l'immobilier résidentiel.

Titrisation, produits dérivés et autres mécanismes éloignant l'investissement du sous-jacent réel sont perçus comme un risque de s'éloigner du bon sens et de perdre de manière dommageable le contact avec la réalité physique.

Et les Etats échangent aisément un débat gênant relatif à leur éventuel laxisme budgétaire et au recours abusif à l'endettement pour financer leurs politiques, avec un autre sur l'irresponsabilité des financiers, leur peu de

clairvoyance et leurs techniques incompréhensibles et, donc, douteuses. Contrôles accrus et réglementations nouvelles risquent de marquer le fond de plan dans la décennie à venir rendant encore plus délicat le recours à l'innovation financière pour faire progresser la performance de la filière.

C'est une donnée malheureusement incontournable et le système financier, sans renoncer à l'innovation et revenir à des outils archaïques, devra d'abord s'employer à combattre le soupçon et à retrouver une véritable crédibilité pour mettre en œuvre les innovations qui lui permettront d'améliorer les performances de l'immobilier grâce à de nouveaux produits dont il aura pu prouver qu'ils sont sécurisés et efficaces.

12 La rémunération de l'épargne à l'heure des retraites

Et pourtant les challenges sont bien là, propres à demander à nos métiers la réponse à de nouveaux enjeux posés par une société en pleine évolution.

Les ménages tout d'abord, désemparés par les performances financières que leur épargne obtient, et la perspective d'un vieillissement qui, pour eux, signifie avant tout l'angoisse d'une retraite où leurs ressources disponibles impliqueraient une baisse profonde de leur pouvoir d'achat.

Certes, le taux d'épargne français est un des plus hauts d'Europe et, surtout, au sein des pays développés. Par tradition et par culture, l'épargne s'investissant dans l'immobilier a bonne réputation. Mais dans un contexte où les fonds de pension n'ont pu se développer qu'à la marge, où les performances des marchés d'actions sont ce qu'elles sont, où les obligations d'état décrochent et où l'assurance vie, elle-même, commence à décevoir, la perspective de retraites érodées significativement pour les nouvelles générations, fait croître l'inquiétude.

L'épargne immobilière se voit dès lors investie d'une attente toute particulière, valeur refuge et protection ultime contre un appauvrissement redouté plus que porteuse d'espoirs de gains mirifiques.

La filière d'intermédiation de l'investissement se doit de poursuivre sa course après une décennie de professionnalisation réussie (voir le succès des SIIC, SCPI, OPCV...).

Elle a un défi immense à relever et même si, en matière d'immobilier résidentiel, l'attrait de l'investissement direct dans le logement patrimoine semble devoir orienter durablement le choix des particuliers, elle doit continuer à jouer un rôle éminent en continuant à rencontrer l'attention des pouvoirs publics.

L'encouragement de l'investissement des particuliers dans le logement relève peut-être plus désormais d'une politique sociale préventive destinée à accompagner des retraités appauvris que de la nécessité de produire un parc locatif privé suffisant pour loger les ménages actifs (même si ce dernier objectif est loin d'être atteint).

13 Démographie et émergence de la Société des urbains

C'est que le problème quantitatif du besoin en logement est dans notre pays loin d'être résolu. Une démographie dynamique, ce qui n'est pas le cas de tous nos voisins européens, une sociologie nouvelle, un attrait sélectif des territoires, une nouvelle immigration venue de l'est, soumettent certains territoires à une pression quantitative très supérieure à ce qui avait été connu dans un passé récent.

L'exode rural généralisé et le baby-boom avaient été, de manière assez répartie sur le territoire, le lot des années 50 et 60. Après une certaine accalmie, la pression est de retour mais cette fois-ci, de manière particulièrement asymétrique. Si le néolithique est définitivement mort (cf. *Michel Serres dans « le temps des cerises »*) avec son usage avant tout agricole des territoires, la civilisation des urbains s'organise selon une trame de villes, petites ou grandes, qui déterminent l'occupation et la vocation de l'espace sur fond de territoires ruraux qui en constituent le liant.

L'émancipation des personnes (décohabitations, divorces, monoparentalités et familles multi-recomposées), au détriment du ménage traditionnel, dessinent un rapport au logement en rupture avec des siècles de renouvellement rythmé des processus familiaux.

Le vieillissement de la population (baby-boom), la désindustrialisation et l'attractivité différentielle des territoires provoquent d'importantes migrations internes au cadre national, auxquelles se rajoute une nouvelle migration externe (Europe périphérique) attirée par ces mêmes territoires où se construit en priorité la nouvelle organisation spatiale.

Et si, pour l'essentiel du pays, le besoin de logements nouveaux reste raisonnable et la capacité à se loger assez facile, dans un bon rapport entre qualité et prix, se dessine désormais une carte des zones tendues où la demande résidentielle provoque une crise sociale de la même force qu'à l'époque de l'appel de l'abbé Pierre, même si les formes en sont différentes.

Aujourd'hui, il n'y a pas une crise du logement en France mais des crises territoriales auxquelles sont confrontées les collectivités locales et auxquelles il faudra bien trouver des réponses par une approche renouvelée, et maîtrisée par les nouvelles structures de gouvernance décentralisées.

Et parmi elles, se trouve plus particulièrement la Région Île de France, de par son émergence au rang de Région Capitale, par le retard pris à prendre l'ampleur du phénomène, par une gouvernance particulièrement complexe et l'urgence de mettre en œuvre un ensemble de mesures propres à redonner au fonctionnement du marché du logement, toute son efficacité. De la primo-accession à la propriété à relancer, à la production d'un nombre suffisant de logements locatifs privés, et une gestion plus dynamique du parc du logement social, jusqu'à l'éradication de l'exclusion du DALO qui s'y trouve massivement concentré, l'enjeu francilien est de taille au regard de ce qui se passe dans les autres régions.

14 Le vieillissement

Mais s'il est un phénomène qui domine particulièrement le paysage pour un marché immobilier, traduction en dur de l'organisation de la nouvelle société des urbains, c'est bien le vieillissement de la population et le cortège de conséquences qu'il génère en matière résidentielle.

Lors de la présentation du dernier recensement en 2010, l'INSEE a insisté sur l'explosion du nombre de centenaires vers laquelle nous nous dirigeons.

Ce n'est certainement pas là le cœur de l'évolution qui nous concerne même si cela en constitue un indicateur particulièrement emblématique.

En fait, c'est d'abord de l'augmentation de la population inactive (retraitee) en bonne santé qu'il s'agit. L'importance de cette population, synonyme de ménages de petite taille, a longtemps été vue comme une capacité de consommer, grâce à des retraites correctes et des besoins réduits du fait du départ des enfants préalablement à charge. Ces populations ont pu aider les jeunes générations à passer plus facilement la phase de l'accès au travail et à l'autonomie financière, elles ont contribué au développement du tourisme et à l'émergence de services tournés vers l'amélioration du bien-être. Mais leur croissance rapide dans une économie essoufflée, pose désormais le problème des retraites et des revenus disponibles pour une durée de vie encore longue dans un monde devenu essentiellement marchand.

L'affaiblissement des performances possibles du système de la retraite par répartition, les piètres résultats des placements complémentaires, mettent le logement, premier poste de dépense dans le budget des ménages, au cœur des enjeux de notre société. L'acquisition d'un patrimoine, en particulier du fait du décalage créé pour nombre de nos concitoyens, dans la transmission intergénérationnelle des biens familiaux, est également un corollaire important de cette évolution de la pyramide des âges.

Au-delà, bien sûr, d'autres phénomènes prennent également de l'importance : l'isolement des personnes du fait des séparations puis du veuvage, le poids des handicaps, même existants mais devenus lourds à gérer avec l'âge, ou nouvellement apparus, enfin l'émergence de la dépendance.

Le marché immobilier résidentiel sera fortement concerné par ces mutations profondes liées à l'âge qui posent des problèmes à la fois de solvabilité, de services liés à l'habitat, de type d'habitat recherché, d'adaptation aux handicaps et de maintien à domicile, de placement dans des institutions spécialisées pour les cas les plus difficiles.

Il peut être aussi l'objet d'un nouveau dynamisme du fait des demandes nouvelles adressées à l'épargne et de produits à inventer pour traiter de cette problématique dominante.

15 Logement social et appauvrissement

Un sujet tout aussi important, et dont le vieillissement et l'affaiblissement des retraites n'est pas étranger, est celui des classes les moins aisées de la société pour lesquelles le logement social locatif constitue la réponse quasiment obligée.

Si l'évolution du pouvoir d'achat moyen des ménages est une réalité difficilement contestable tout au long des années écoulées, on sait que derrière cette moyenne se cachent des situations très contrastées.

La croissance puis la persistance du chômage à un niveau élevé depuis une trentaine d'années, la difficulté des jeunes, plus particulièrement, à accéder au marché du travail, le déficit de formation de certains d'entre eux par rapport à l'offre d'emploi réellement offerte, les évolutions sociologiques (divorces et recomposition des familles) génératrices de surcoûts à revenu global constant, sont autant de facteurs de dysfonctionnement qui dégradent le pouvoir d'achat et participent à l'émergence de nouvelles situations de précarité, en particulier par rapport au logement, voire de véritables poches de pauvreté.

Le primat de l'aide à la personne dans la nouvelle politique du logement impulsée par Raymond Barre à la fin des années 70, s'est vite heurté à la croissance nécessaire de l'aide publique pour faire face à la désolubilisation des ménages concernés par une solution sociale de logement. Le maintien d'aides fortes à la pierre, relayées par les collectivités territoriales, le développement par les départements de fonds sociaux de solidarité pour combattre les situations les plus graves, en sont les conséquences les plus tangibles. La dérive des solvabilités, en particulier dans le parc locatif, les ruptures de chaîne dans le fonctionnement du marché (grippage de la primo-accession dans les zones tendues, accès difficile au parc locatif privé), en sont les conséquences pratiques en matière d'immobilier résidentiel.

Dans ce contexte, qui a peu de chances de s'améliorer dans la décennie à venir, la question sociale du logement conserve une acuité toute particulière si l'on ajoute que le parc locatif privé, désormais à peine plus important en nombre que le parc social de droit, doit désormais loger des locataires moins fortunés qu'auparavant. En partie du fait du recentrage de l'accession à la propriété sur les ménages les plus aisés, le revenu des locataires évolue moins vite que celui du ménage moyen et moins vite que les loyers : le taux d'effort se dégrade de manière continue.

Désormais la demande locative se concentre sur le segment intermédiaire et l'équation posée aux investisseurs devient difficile à résoudre.

Investisseurs privés (directs ou intermédiés) et bailleurs publics devront œuvrer de concert pour offrir à cette demande sociale qui exige encore l'intervention de la solidarité nationale, les solutions utiles auxquelles un Etat appauvri ne pourra participer que modérément.

Cela passera probablement par un décloisonnement des secteurs public et privé et par l'appel à l'innovation pour optimiser l'efficacité de gestion des ressources disponibles, en particulier au sein du parc social de droit lui-même.

16 Développement durable et budget global

Enfin, et indépendamment de tous les phénomènes de transformation profonde développés ci-dessus, c'est de l'entrée dans une nouvelle ère de développement dont il va être question, mêlant volonté d'inscrire la croissance dans une meilleure économie des ressources consommées et nécessité de maîtriser les coûts annexes du seul logement pour contenir le budget global de l'habiter.

En matière de bâti tout d'abord, s'il est une bataille que les trente dernières années ont permis de gagner, c'est celle de la qualité et de la modernisation du patrimoine définies avec les critères des années 70 (normes de confort, critères du label Qualitel ou labels HQE successifs). Mais désormais, la crise énergétique et le Grenelle du bâtiment ont changé le rythme, tandis que le poste chauffage prenait de plus en plus d'importance dans le taux d'effort global des ménages. Il ne s'agit plus d'économiser la consommation mais bien de tendre vers un bilan négatif en la matière, la norme BBC et le classement du bâti existant en catégories, ont permis de fixer un objectif ambitieux à l'horizon 2030 de diminution drastique de la consommation énergétique tant en matière de logement, que de bureaux ou d'équipements publics et privés.

Cet enjeu majeur interroge la filière immobilière dans le contexte difficile que nous avons décrit, mais il lui faudra bien répondre présent et cette stimulation obligera là encore à innover et à inventer les mécanismes financiers nouveaux au service des investissements indispensables à entreprendre.

Mais le développement durable ne se réduit pas à la consommation énergétique et le coût de l'habitat ne se résume pas au loyer et aux charges d'un bâtiment.

L'îlot urbain fabriqué, le quartier de ville développé, le type de ville choisi sur le plan urbanistique, impliquent une consommation particulière de l'espace disponible et des coûts annexes au bâtiment optimisables (déplacements et échanges, problème de l'eau et des déchets, etc.)

Sans trop déborder du sujet de l'immobilier, nous ne saurions passer sous silence la problématique essentielle du foncier, de l'optimisation de son utilisation, du financement de son portage à moyen ou long terme, de son aménagement et équipement dans un esprit de financement global et de rentabilité élargie aux retours externes à la seule production du bâti.

Cette nouvelle approche de l'acte de construire et de la production impose à la filière immobilière de ré-interroger ses pratiques et ses approches économiques, elle doit réinventer ses produits et ses méthodes en intégrant un cadre conceptuel élargi, encore flottant, mais qui s'affirmera fortement au cours de la décennie à venir.

L'innovation financière doit trouver là, matière à se développer pour autoriser demain la mise en œuvre de solutions non praticables aujourd'hui.

On le voit, la décennie à venir est lourde de changements et d'enjeux majeurs pour le développement des villes et donc de l'immobilier. L'affaiblissement des capacités des pouvoirs publics à soutenir les actions indispensables pose aux professionnels de la filière le défi de trouver pour et par elle-même les meilleures réponses à l'ensemble de ces enjeux. Le recours à l'innovation, et plus particulièrement en matière financière, devra constituer l'axe majeur de mobilisation des hommes et des femmes qui y œuvrent au quotidien.

2 Propositions

20 Assurer la transparence du marché et la couverture des risques.

200 Un indispensable effort de formation

S'il est un chantier urgent qui doit permettre à la filière immobilière de la finance de progresser, c'est bien de trouver les moyens de sortir de l'ère du soupçon et d'éliminer le spectre d'une financiarisation accusée de faire perdre contact avec le réel. Le sujet ne touche pas que l'opinion publique et la représentation démocratique, il touche le milieu immobilier qui doit éviter la frilosité excessive et le milieu financier lui-même pour qui le monde immobilier apparaît quelque peu interlope, mais aussi, le monde de l'assurance et celui de l'entreprise.

La construction de produits dérivés, notablement plus développée au Royaume Uni, n'a pas connu le même essor en France, et le secteur bancaire semble répugner à y investir, à proposer des produits à ses clients tout autant que ces derniers hésitent à les susciter.

Des techniques comme la titrisation n'ont pas connu non plus le développement qui a pu être le sien, dans les pays anglo-saxons, du fait d'expériences malheureuses ou mal appréciées qui les ont temporairement disqualifiées.

En fait, il convient de dédramatiser le sujet, expliquer les enjeux, rendre compréhensibles les principes, abandonner le jargon et reprendre l'exposé à la base ; les produits à inventer doivent être objectivement perçus pour ce qu'ils sont : le moyen d'assurer la transparence du marché et de sécuriser les investissements.

Un grand travail d'explication et de formation doit donc être entrepris pour faire progresser et percevoir l'innovation financière comme contribuant avant tout à la sécurisation des acteurs et, plus particulièrement, les investisseurs :

- Communiquer auprès des directeurs immobiliers via l'Association des Directeurs Immobiliers afin de les informer/former sur les techniques financières de couverture des risques immobiliers. Ce sera également l'occasion d'une prise de conscience de l'importance du rôle de ces acteurs qui contribuera à l'amélioration de la qualité de l'information fournie.

- Mettre en place un « Trading-Game » destiné aux professionnels de l'investissement immobilier afin que ceux-ci puissent expérimenter, grâce à des simulations, la pertinence de ces outils de couverture du risque.

201 Pour une meilleure qualité de l'information

Mais ces outils ne sont pas que des constructions mathématiques pertinentes en soi, ils s'appuient sur des informations de marché et leur modalité d'interprétation qui doivent aussi être sécurisées.

La qualité de l'information, c'est à dire la réalité des transactions, le contrôle des valeurs d'expertise et la pertinence de couverture des différents sous-jacents physiques est la pierre angulaire de la transparence du marché et de la couverture du risque systémique.

La normalisation des données, c'est à dire la standardisation des définitions et des termes, à l'image de ce qui pratique pour les classes d'actif traditionnelles, constitue la seconde pierre.

Enfin, les conditions de collecte de l'information (délais de publication, coûts et systèmes) doivent être sous contrôle ainsi que les méthodes qui permettent de calculer des indices synthétiques.

Une gouvernance de confiance du système d'information contribuant à la connaissance et à la transparence du marché doit donc émerger rapidement pour progresser dans la voie de la professionnalisation.

Le rôle du Notariat pourrait être majeur dans ce domaine au sein d'un dispositif où interviendraient également les professionnels du secteur et les pouvoirs publics pour élargir d'un commun accord le champ des données utilisables (loyers, foncier, agrégats pertinents dans le résidentiel...) et labelliser l'information ainsi produite dans des délais rapides d'utilisation pour le marché.

Mais ce dispositif global devrait s'en tenir à cet objectif déjà très ambitieux, et la production d'indices et d'analyses économiques devrait être laissée libre afin que l'innovation se développe, conduite par des agences ou des instituts d'études spécialisés, à condition qu'ils documentent clairement leurs méthodes de travail, les logiques qui sous-tendent les indices produits et donc les utilisations qu'on peut en faire.

La couverture de ces indices concernera l'immobilier résidentiel comme l'immobilier d'entreprise par type d'immobilier (bureaux, commerce, locaux industriels, hôtellerie...), et selon les agrégats territoriaux pertinents.

Ils disposeront des bonnes propriétés (concurrence nécessaire entre opérateurs pour progresser dans ce sens) pour servir de support à des marchés dérivés structurés par des contrats : représentativité, fréquence et rapidité de publication, transparence des méthodes, gouvernance contrôlée.

Les fournisseurs d'indices pourraient ainsi produire des indices périodiques (mensuels semble le bon timing), sous-jacents pertinents de contrats dérivés adaptés aux besoins de sécurisation des professionnels.

Un tel arsenal d'outils de confiance permettra d'avancer dans deux directions complémentaires :

202 Une meilleure régulation des investissements.

- A l'instar de ce qui se passe au Royaume Uni dans le secteur tertiaire, le suivi mensuel des valeurs pourra ainsi avoir un véritable sens sans recours à de nouvelles expertises lourdes, en particulier pour les véhicules institutionnels et/ou réglementés.

L'actualisation mensuelle obligatoire pourrait se concevoir et concerner d'abord les foncières cotées. En ce qui concerne les fonds faisant appel public à l'épargne, le principe de fréquence plus élevée des actualisations mérite d'être étudié et, le cas échéant, mis en œuvre selon des modalités et un calendrier adaptés à leur statut et leur objet.

Ce mouvement pourra se généraliser progressivement afin que les acteurs puissent avoir une image fidèle du marché immobilier à intervalles réguliers.

- Pour le résidentiel, de tels indices mensuels permettront de structurer, organiser et développer le marché des couvertures pour les investissements locatifs à effet de levier réalisés par des particuliers, comme pour les promoteurs en charge de leur production. Une société de cautionnement pourrait gérer ces macro-couvertures.

203 La proposition de produits nouveaux

On en retiendra deux qui paraissent aller dans le sens de la demande sociale de demain.

- création d'un compte épargne immobilier pour les particuliers, qui serait indexé sur les prix de l'immobilier résidentiel (national ou territorial). Ce compte épargne autoriserait le recyclage de positions indicelles immobilières vendeuses générées par les investissements locatifs à effet de levier. La cyclicité des marchés exigera de mettre en place des paliers de rendement minimum et maximum pour rendre ce produit attractif et «secure».

- Création d'« obligations foncières sécurisées » et d'« obligations foncières sécurisées par indexation sur l'immobilier ». Ce produit pourrait intéresser les grands investisseurs immobiliers. Émis par les banques, il est

garanti par une créance hypothécaire, il offre à l'investisseur la garantie délivrée par l'émetteur et le gage sur la créance ou le sous-jacent immobilier le cas échéant. Pour les banques il est une source nouvelle de liquidité, pour développer leurs prêts, et les emprunteurs y trouveront un coût de financement réduit.

L'ensemble de ces dispositions concerne à la fois la structuration de l'information et d'un nouveau marché de produits de gestion des risques liés aux différentes classes d'actifs immobiliers, qui doit permettre de remplir un certain nombre de grands objectifs :

- La mise en place d'un marché, de type Pundbrief allemand, en France pour les créances sur l'immobilier commercial.

- La sécurisation des financements immobiliers, notamment en cas de défaut de l'emprunteur, pour créer un environnement propice à la pérennité des sources de financement.

- Le redémarrage du marché de la titrisation en Europe en donnant une garantie suffisante aux investisseurs sur le fait que les banques « arrangeuses » sont exposées, au moins partiellement, au risque de crédit des opérations.

21 Épargne et investissement intermédié

210 La professionnalisation dynamise le marché

S'il en était besoin, l'analyse d'une décennie de structuration et d'organisation de l'investissement intermédié permet de l'attester. La relance et la professionnalisation de la gestion des SCPI, tout d'abord, la réforme du statut des SIIC de 2003, la création des OPCI constituent les jalons d'un chemin qui a vu l'épargne nationale rejoindre significativement l'investissement immobilier et lui donner une place plus en rapport avec celle qu'elle occupe au Royaume Uni ou en Allemagne. Le développement du secteur coté a tout particulièrement contribué à cette orientation de la finance nationale et les nouvelles SIIC constituent un outil remarquable pour se développer sur de nouveaux produits dont l'émergence résulte des évolutions de fond du marché immobilier : du médical ou médico-social à la logistique et au PPP d'équipements publics.

En résumé, en moins de dix ans, le régime des SIIC est devenu l'un des moteurs essentiels des marchés immobiliers et de la croissance française. Ce modèle a été largement copié dans d'autres pays européens et ce n'est donc pas excessif d'affirmer qu'il a servi de déclencheur et de révélateur de l'utilité économique et industrielle de ce type de véhicule d'intermédiation de l'investissement dans l'immobilier.

Pour cela, il ne faudrait pas tout d'abord que de nouvelles règles du jeu viennent obérer l'importance du travail fait.

Au moment où nous rédigeons ce rapport, de nouvelles dispositions fiscales envisagées pour 2012 inquiètent et risquent de freiner la dynamique des SIIC pourtant utile à l'ensemble de l'économie. Nous ne pouvons que nous faire l'écho de l'inquiétude légitime des professionnels en la matière.

Quant à la question soulevée, par la « convergence » entre les nouveaux véhicules non cotés (les OPCI et les SCPI ou SICAV immobilières), elle sera résolue début 2012 et il semble bien qu'elle sera très partielle, tranchant ainsi le débat sur l'utilité de maintenir deux cadres réglementaires distincts qui n'offrent pas le même service, l'un étant purement de type immobilier, l'autre ouvert à plus de liquidité pour limiter le risque systémique lié à cette classe d'actifs.

Même si les OPCI, conçues à l'origine pour remplacer leur concurrent direct les SCPI, sont un succès, il semble bien que ces dernières aient connu à la fois un nouveau souffle grâce à une gestion professionnelle modernisée (voire action de l'ASPIM) et aux avantages propres des SCPI qui leur a permis de ne pas en pâtir. Les deux milliards d'euros collectés en 2010 par les SCPI non fiscales attestent du potentiel d'activité que ces véhicules conservent grâce à des performances de niveau élevé obtenues dans le passé récent.

La spécialisation dans l'immobilier, la simplicité réglementaire, la faible volatilité, la sécurité, voire même une liquidité désormais jugée satisfaisante même à long terme, font de ces véhicules un des vecteurs incontournables de l'intermédiation de l'investissement immobilier.

Dans ce sens, l'objectif initial des OPCI de changer fondamentalement le cadre n'est pas atteint, mais la coexistence de deux familles de véhicules peut aussi constituer un atout et il convient de formuler des propositions destinées à permettre le développement harmonieux des deux types de fonds immobiliers destinés au « Grand public ». Nous inspirant des travaux de l'ASPIM, nous proposons :

- Une réflexion sur l'assouplissement du cadre juridique, technique et fiscal des SCPI (travail en cours)
- L'élaboration d'un schéma de fonds de placement immobilier (FPI) avec une exposition à l'immobilier analogue à celle des SCPI (jusqu'à 95% du total de l'actif) et dont la liquidité serait aménagée par le biais de « gates » (gestion quantitative du flux net des sortants en fonction des circonstances de marché),
- La nécessité de modifier ou compléter l'environnement juridique de l'OPCI afin de confirmer le potentiel de son développement auprès du « Grand public »,

et aussi :

- Assurer un traitement approprié de la fixation de la valeur des parts de SCPI en fonction de la durée de détention et/ou du temps restant à courir avant la dissolution du véhicule de portage.

-L'attractivité des fonds immobiliers pourrait être grandement améliorée par la mise en place de mécanismes de liquidité des parts sur des plateformes de négociation. La Directive MIF permet en effet l'organisation de marchés dédiés dénommés « Système Multilatéral de Négociation (SMN)» qui sont des Prestataires de Services en Investissement spécifiques dont les règles de fonctionnement sont agréées par l'AMF. Alternativa, SMN actif sur les actions de Petites et Moyennes Entreprises avec un mécanisme de liquidité adapté aux instruments financiers négociés de façon intermittente, discute d'une solution de ce type avec les gérants de SCPI. Ce dispositif permettrait d'augmenter la liquidité sur le marché secondaire des parts de fonds pour le plus grand bénéfice des porteurs, la transparence du marché serait corrélativement améliorée.

211 Des besoins d'investissement importants

Le développement du dispositif d'investissement au côté des investisseurs institutionnels traditionnels (assureurs, caisses de retraite, mutuelles...) est d'autant plus le bienvenu que le besoin d'investissement dans l'immobilier traditionnel et l'émergence de nouveaux sous-jacents possibles, est important.

La sous-pondération des actifs immobiliers, non résidentiels pour l'essentiel, au regard des recommandations des modèles, apparaît une anomalie à corriger. Le sujet des nouvelles normes potentielles opposables aux assureurs qui permettent de pondérer à 25% seulement la classe d'actif immobilière, constitue là un chantier essentiel.

Mais les propositions qui peuvent être faites, concernant cette dynamisation de l'immobilier dans les portefeuilles investis, ne trouveront leur efficacité que dans le respect d'un certain nombre de prérequis :

- La stabilité des règles, qui se concilie, il est vrai, malaisément avec la nécessité de réformer, mais n'en reste pas moins un objectif incontournable ;
- La sécurité des placements, ce qui renvoie à la question cruciale de la transparence du marché, de la qualité de l'évaluation possible et de la nature des baux et, donc de la rentabilité ;
- La compétitivité de la « pierre française », d'où la nécessité d'un cadre fiscal, financier et juridique approprié, ce qui n'est pas toujours le cas.

Dès lors, le portage financier de nouveaux investissements pourra se développer dans de nouveaux secteurs offrant les conditions d'une rentabilité sécurisée. Nous en citerons trois qui émergent de la réflexion sur l'évolution des marchés immobiliers :

- Le secteur du médical et du médico-social dans le dialogue avec des exploitants professionnels appuyés sur une forte croissance de leurs secteurs (soins de suite, handicap, dépendance...) et une intervention forte des pouvoirs publics au titre de l'intérêt général (prix de journée, allocation dépendance...). Les exploitants se sont, de plus, très structurés en se regroupant et considèrent l'immobilier comme un outil de travail dont le portage peut nuire à leur croissance propre. Pour ce faire, ils externalisent auprès de foncières ou pratiquent la formule du LMP auprès des particuliers.

Le succès du lancement de véhicules d'intermédiation passe par le repérage d'actifs et de contrats d'engagement d'achat avec les exploitants.

- Le foncier, sous la forme d'un leasing adapté au portage de cette ressource indispensable pour dynamiser la construction, à travers des baux à construire sous condition de reprise du terrain à terme par le détenteur de la construction.

Ce type de produit peut permettre de dynamiser à la fois l'accession à la propriété en deux temps pour ménages modestes et le développement d'un locatif intermédiaire dans le cadre d'un bail à long terme avec un exploitant, social ou privé.

- Les équipements publics simples développés en PPP dans un contexte de pénurie budgétaire. La signature publique, la livraison clés en main d'opérations de ce type par les producteurs du bâtiment, peuvent permettre à des véhicules faisant appel à l'épargne publique de se positionner aux côtés des financeurs traditionnels (banques) ou institutionnels (Caisse des Dépôts), voire des groupes de BTP eux-mêmes, qui sont aujourd'hui les porteurs traditionnels de ces investissements immobiliers.

212 La question du logement : quel retour possible ?

Si l'immobilier est sous investi dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, que dire du logement au sein de la classe d'actif immobilier chez les institutionnels comme dans les véhicules porteurs de l'épargne publique ?

En 25 ans, c'est 900 000 logements qui ont été désinvestis par les bailleurs personnes morales et cette place a été prise, en nombre quasi équivalent, par les particuliers aidés par les dispositifs fiscaux inaugurés par Pierre Méhaignerie en 1986. Désormais la part du logement détenu par les personnes morales ne représente plus que 1% du total des résidences principales des ménages. Le sujet mérite-t-il toujours qu'on s'y attarde ?

C'est que les particuliers pèsent fortement sur le sujet, et pas seulement parce qu'ils disposent d'avantages fiscaux spécifiques et n'apprécieraient pas à leur juste coût les charges d'exploitation que la propriété du logement suppose. Bon nombre d'entre eux, bien qu'on les accuse de ne voir que le court terme de l'exonération fiscale, sont, en réalité, mus par le souci du long terme, c'est à dire de la récupération d'un bien qui, à l'heure de leur retraite, leur procurera soit un toit pour se loger soit un complément de revenus.

Dès lors, la rentabilité à court et moyen terme n'est pas la préoccupation majeure. Elle peut être minimale et couvrir à peine plus que la charge d'exploitation directe, liée à l'emprunt, dans le cadre de l'achat avec levier.

Face à cette concurrence, un investisseur professionnel, peine à trouver son compte intégrant frais de gestion et provisions techniques et répugnant à intégrer des plus-values à terme, il dégage donc une rentabilité d'un très faible niveau à servir à ses mandants.

Le retour significatif de véhicules d'intermédiation professionnels sur ce marché de la résidence principale est

donc problématique, sauf à obtenir préalablement de substantiels avantages fiscaux (TVA, exonération de TFPB et taxation allégée de plus-values, liberté de fixation des loyers, etc.) que la situation des finances publiques exclut.

En revanche l'intérêt général de la constitution d'un patrimoine logement par les particuliers qui, de plus y aspirent, font que l'aide fiscale au logement locatif privé des particuliers doit être maintenue même si c'est à un étiaje moindre qu'actuellement (15% ou moins).

En ce qui concerne le monde des véhicules d'intermédiation et les institutionnels, l'élargissement d'aides fiscales à leurs investissements, comme l'ont suggéré les professionnels concernés, pourrait être ciblé sur des structures d'investissements dédiées (SILI), appelées à intervenir strictement sur des secteurs très délimités en matière territoriale (Ile-de-France essentiellement), et pour ces niveaux de loyers ne dépassant pas de plus de 80 à 100 % le plafond de loyer HLM (PLUS), les structures prendraient la forme de sociétés anonymes ou d'autres entités comme des SCPI ou des FPI.

Une autre formule originale pourrait également être testée et mise en œuvre : le locatif privé garanti par l'État qui substituerait à l'aide subventionnelle une garantie de rendement de la part des pouvoirs publics sur le moyen terme (15 ans ou moins). Le principe en est que certains investisseurs peuvent se contenter d'un rendement courant faible (2%) pourvu qu'il soit garanti (cf. obligations d'État). La revente du logement à terme permet de dégager une plus-value dont un partage, à définir avec les pouvoirs publics, permettrait de rémunérer l'investisseur de manière complémentaire, et d'alimenter un fonds public assurant la contre garantie apportée par l'Etat en première phase, puis d'en prendre le relais.

Enfin, le drainage de l'épargne publique sur le logement pourrait aussi se faire dans deux cas où l'aléa du locataire personne physique peut être annulé, et un rendement suffisant assuré d'emblée :

- L'Usufruit locatif social, où il s'agira de porter la nue-propriété dans le cadre d'un usufruit consenti à un bailleur professionnel (de type social) qui assume l'ensemble des risques d'exploitation sur une durée de 20 ans environ.

- La location en bloc à des associations chargées de gérer des locataires subissant un handicap, et elles-mêmes soutenues par des dispositifs publics de type Solibail mise en place dans le cadre de la loi MOLLE.

- Le portage de viagers, qui avec l'aide de dispositifs de mutualisation du risque de longévité, permettra de moderniser et développer un marché rendu indispensable dans le cadre du vieillissement et de la recherche de ressources complémentaires à la retraite pour de nombreux ménages aux moyens modestes.

22 Solvabilisation résidentielle

220 Un contexte de crise

Le logement est au cœur des préoccupations politiques de cette époque préélectorale : une nouvelle crise du logement sévit près de soixante ans après l'appel de l'Abbé Pierre.

Certes, elle n'est pas de même nature ; les zones tendues (6 régions, une quinzaine de départements, une vingtaine de grandes agglomérations) en sont le théâtre et les causes en sont multiples : décalage entre croissance démographique des ménages et disponibilité foncière exploitable ; rapport de la pression sur le parc existant et envolée des prix ; grippage de la primo accession des populations modestes ; dérive des taux d'effort locatifs et creusement de l'écart entre loyer plafond HLM et loyer moyen d'un parc privé insuffisamment développé ; embolisation du parc HLM ; précarisation pour les plus fragiles, voire exclusion du Droit au Logement Opposable. Ce tableau, rappelons-le, ne concerne qu'un certain nombre de zones particulières du territoire national mais y appelle à la fois une vision globale du fonctionnement du marché du logement et un traitement spécifique pour

les segments où ont surgi les dysfonctionnements entraînant la rupture de la chaîne de mobilité et le blocage des parcours résidentiels.

Nous essayerons dans un premier temps de résumer les grandes causes de ces évolutions qui sous-tendent la crise :

- L'existence de besoins quantitatifs encore importants touchant ces territoires sans que la construction soit à la hauteur de la situation (inélasticité de l'offre analysée par l'OCDE dans son rapport de 2010). Le cas est particulièrement alarmant en région Ile de France.

- La pression foncière très vive qui s'ensuit du fait de la hausse des prix immobiliers, qui contamine les valeurs foncières lorsque les acteurs économiques arrivent à trouver les terrains nécessaires pour construire : la spirale inflationniste sur les prix est alors en marche.

- Une primo accession à la propriété des ménages modestes qui, dès lors, se grippe malgré l'aide publique, et surtout, les conditions avantageuses offertes par le marché financier depuis une décennie, qui ont retardé longtemps l'émergence du problème (taux, durée et profil des prêts).

L'accession à la propriété se concentre maintenant sur les tranches de revenu les plus élevées et la sortie du parc locatif, social ou privé, s'en trouve plus difficile.

- Une nouvelle rationalité qui pèse sur l'investissement locatif où les particuliers ont remplacé les institutionnels, soutenus certes par la fiscalité, mais aussi de plus en plus motivés par un souhait de sécurisation patrimoniale à terme à l'échéance de leur retraite. Se contentant temporairement de rendements faibles et n'imputant pas, en continu, les charges d'exploitation du logement, ils imposent une nouvelle logique financière à laquelle les institutionnels ne peuvent que très difficilement faire face.

- Une divergence progressive entre augmentation des loyers, certes bien plus sage que celle des prix, mais plus rapide que les revenus des locataires du fait que parmi ces derniers les plus aisés optent pour l'accession à la propriété. De ce fait, les taux d'efforts des ménages locataires connaissent une dérive qui oblige les plus fragiles à se tourner vers le parc HLM tandis qu'ils empêchent les investisseurs privés de pratiquer des loyers de rentabilité, eu égard à l'envolée des prix.

- Une pression de plus en plus forte sur le locatif social du fait de ce déplacement de la demande locative et malgré l'effort de production impulsé par les pouvoirs publics. Ceci a pour effet de limiter la mobilité au sein du parc social de droit, de tendre le marché correspondant (baisse de la vacance) et de limiter l'accès de ce patrimoine aux nouvelles populations demandeuses du fait de leur faible niveau de ressources (jeunes, familles nombreuses, catégories spécifiques)

La paupérisation en matière de logement peut ainsi se développer, avec son cortège de situations précaires et transitoires, voire l'exclusion.

- Malgré la victoire de la qualité grâce au développement des travaux, au remplacement du parc vétuste et aux constructions nouvelles, les nouvelles exigences liées au Grenelle du bâtiment mais aussi, plus prosaïquement, à la nécessité de lutter contre l'augmentation des charges liées à la consommation énergétique, tombent dans un contexte de solvabilité dégradée qui rend leur atteinte plus aléatoire.

- Enfin, l'émergence de nouveaux besoins liés à l'évolution de la société nécessite de nouveaux efforts pour intégrer les conséquences d'un habitat urbain devenu le lot du plus grand nombre (coût des déplacements dans un espace en expansion), des nouvelles situations sociales (monoparentalité, familles recomposées, personnes isolées) et du vieillissement (traitement des handicaps et dépendance).

221 Les zones tendues et la question foncière

- Même si notre propos est ici d'innover financièrement pour aider à la résolution des problèmes rencontrés, on peut difficilement s'abstenir de quelques remarques liminaires concernant la question du foncier.

Cette matière première de l'urbanisation, sa maîtrise et son utilisation sont au cœur des propositions relatives à ces zones tendues où se concentrent les difficultés. La pénurie de terrains équipés et susceptibles d'être bâtis est la cause première du déséquilibre entre une demande en croissance forte et l'insuffisance de l'offre opposable, la région Ile-de-France y occupe une large part. De plus, avec un même gisement de foncier disponible, la réponse peut être plus ou moins adaptée, tant au plan quantitatif que qualitatif. Il s'agit, dès lors, pour les collectivités locales de promouvoir une politique d'urbanisme volontariste pour autoriser de vraies solutions opérationnelles.

La lutte contre l'étalement urbain générateur de surcoûts d'équipements et de budgets annexes importants pour les ménages, est celui de la densité utile pour créer des villes moins chères mais aussi plus agréables à vivre pour les populations. La rentabilisation de la première couronne de développement des agglomérations doit donc être au cœur des préoccupations d'urbanisme : accélération de la maîtrise des sols, surdensités conditionnelles, péréquations utiles à la mixité sociale, etc...

Si l'activité de rénovation du bâti et de construction, en particulier en collectif, ne sont jamais passés pour matière à réélection facile pour nos édiles, quelle que soit leur valeur personnelle, elle est le passage obligé d'une bonne gestion de la croissance et la maîtrise des déséquilibres sociaux.

Le système financier doit se mobiliser pour aider les collectivités territoriales à mener une telle politique de maîtrise foncière ambitieuse et résolue, débouchant sur une densification du milieu urbain déjà équipé.

- Cependant, maîtriser le foncier n'est pas une fin en soi, un terrain inutilisé est tout autant dommageable qu'il soit sous maîtrise publique ou sous maîtrise privée. L'équiper pour le rendre constructible est une seconde nécessité tout autant cruciale et si les établissements publics fonciers ne sont pas des aménageurs, si les sociétés d'équipement de type mixte ne suffisent pas à fabriquer le terrain à bâtir en quantité souhaitable dans un délai assez court, il faut libérer et encourager l'initiative privée d'équipement de ces terrains dans une démarche conventionnelle et contractuelle. La création de ZAC ou de lotissements conventionnés doit dès lors constituer une priorité du financement de moyen terme du secteur immobilier privé dans un contexte de rentabilité défini contractuellement avec les collectivités (exigences fiscales ou d'équipement).
- mais imputer le coût de l'urbanisation, donc celui des terrains aménagés pour que la ville se bâtisse en offrant le bon niveau d'équipement, n'est pas toujours compatible avec la charge financière supportable pour les usagers les plus sociaux.

Plutôt que pratiquer une péréquation immobilière avec l'accession à la propriété dans le privé, ce qui contribue à la hausse des prix pour les acquéreurs, il vaut mieux considérer que le foncier à l'usage social doit être déconnecté, dans le terme de son financement, de celui du bâti social qu'il supporte, soit juridiquement dans le droit appliqué au sol soit financièrement par mise en réserve dans les bilans fonciers des collectivités.

Des financements à très long terme, assis sur une ressource de type livret A, devraient donc être mobilisés pour porter, dans le cadre d'emphytéoses à long terme (cent ans), le foncier nécessaire au bâti social. Des emphytéotes publics, créés en associant collectivités et principaux bailleurs sociaux, porteraient ainsi le foncier destiné, dans les zones tendues, à l'utilisation pour le logement social.

- de même, mais à moyen terme, des véhicules faisant appel à l'épargne, pourraient porter les terrains d'opération d'accession sociale à la propriété. Cette primo accession par dissociation foncier/bâti a été mise en place avec le pass foncier, elle était un succès, mais nécessitait une simplification au plan juridique. Sa relance à travers des véhicules spécialisés faisant appel à l'épargne, devrait permettre une professionnalisation génératrice d'économie d'échelle et d'une meilleure maîtrise technique de la complexité.

222 Dynamiser la primo accession à la propriété au cœur des agglomérations

Certes, l'accèsion à la propriété continue, certes la primo accession peut se faire dans le pavillonnaire à bon marché loin du cœur des agglomérations, mais dans les zones les plus tendues de première couronne, les ménages modestes ne bénéficiant pas d'une revente de bien, se heurtent au renchérissement considérable du parc neuf ou existant. Recréer la capacité d'achat pour les moins aisés sans les condamner à un exil vers des quartiers excentrés constitue un objectif qui passe par :

- La dynamisation de la vente HLM. La loi MOLLE a acté de la légitimité des locataires à devenir propriétaire de leur logement social tant ils ont contribué, par leur loyer, à l'amortissement financier. Elle a proposé aux organismes de logement social un objectif de vente de 1% de leur patrimoine à leurs locataires. Cette performance est loin d'être atteinte aujourd'hui. Une accélération pourrait s'envisager dans le cadre d'une cession en bloc des patrimoines concernés, à des sociétés spécialisées, associant public et privé, dont l'objet prioritaire sera de procéder à la vente en optimisant les processus, tout particulièrement la négociation et la gestion des moyens financiers les plus pertinents afin d'optimiser, pour l'acheteur, les conditions de sa (primo) accession. Mais ces sociétés pourraient également trouver matière à développer de nouveaux programmes de locatif intermédiaire et rencontrer en cela un objectif de dynamisation de ce secteur, comme indiqué plus bas en 4-d.
- de même, les mécanismes d'accèsion progressive à la propriété dans le parc locatif aidé, devraient être réactivés (location accession et SCIAPP). Une dissociation de la nue-propriété et de l'usufruit (ULS) pourrait contribuer à cette relance en permettant un achat, plus facile, de la seule nue-propriété, la phase locative se poursuivant jusqu'à extinction du droit de l'usufruitier bailleur.
- dissocier dans le temps, achat du foncier et achat du bâti. Comme déjà développé en 2- d), cette acquisition du seul bâti pourrait bénéficier de la mise en place de véhicules de portage foncier faisant notamment appel à l'épargne publique, et revendant le terrain au propriétaire du bâti dans des conditions définies à l'avance (fenêtres et indexation du terrain).
- développer un prêt bancaire aux particuliers qui n'impute qu'un intérêt minimal à l'emprunteur dans une première phase (ce mécanisme renvoie à une proposition du même type pour l'investissement locatif garanti, à niveau de rentabilité faible : 3- d)

Lors de la revente du bien, ou à une date d'évaluation de celui-ci définie à l'avance, la plus-value dégagée, pourra donner lieu à partage entre le banquier prêteur et le propriétaire selon des modalités de calcul prévues à l'avance.

- réactiver les formules de financement intergénérationnel qui permettent à des héritiers désignés, d'adosser leur accèsion à la propriété à une dette en capital liée à la valeur du patrimoine faisant l'objet de l'héritage envisagé. Des formules existent en la matière. Elles doivent être revisitées, améliorées et sécurisées pour autoriser un développement plus significatif.

223 Le locatif intermédiaire : une nouvelle approche pour l'investissement intermédiaire.

On le sait, le parc locatif privé n'a pas progressé quantitativement depuis 25 ans alors que le nombre de ménages augmentait de 7 millions d'unités. Parallèlement, la progression de la propriété, asymétrique car plus accessible aux ménages plus aisés, a fait dériver la solvabilité des locataires sur des niveaux de loyers potentiels moins élevés. La situation, dérive des taux d'effort et manque quantitatif de logements locatifs privés, fait peser une pression accrue sur le parc social et, sur les marchés les plus tendus tel que celui de l'Île-de-France. Elle met en exergue une insuffisance de réponse dans une zone de loyers approximativement comprise entre 50 et 100% du plafond HLM.

Dans cette situation, l'investissement des ménages, appuyé par des exonérations fiscales même revues à la baisse, ne peut être contourné. Ce serait lâcher la proie d'une solution attractive pour des ménages mus par un souci de constitution d'un patrimoine de sécurité, pour l'ombre d'un retour d'investisseurs professionnels au prix d'efforts publics supplémentaires (peu dans l'air du temps), mais indispensables pour autoriser une véritable rentabilité à l'épargne ainsi intermédiée.

Aussi, les propositions en la matière tourneront autour des idées suivantes :

- Dans le cadre de la poursuite d'une aide fiscale à l'investissement locatif des particuliers, sécuriser l'achat correspondant en objectivant mieux les conditions de l'achat et les perspectives du marché locatif qui le soutient. Ce pourrait prendre la forme d'une cotation des logements par un (ou des) organisme(s) indépendant(s) agréé(s). Ce « scoring » pourrait également servir aux banques pour le prêt nécessaire à l'acquisition convenue, dans le cas d'appel au levier financier.

Evitant les dérives tant dénoncées, même si elles étaient très minoritaires, et préjudiciables aux acquéreurs confrontés à un marché locatif différent de celui qu'ils avaient escompté, les cotations pourraient ainsi constituer la base d'un système assurantiel peu coûteux pour couvrir le risque encouru par l'investisseur. Le rôle de l'information de marché et du développement d'indices résidentiels pertinents, est ici majeur.

- Comme déjà évoqué en II-3, créer des véhicules d'intermédiation pour l'investissement dans le locatif intermédiaire (SILI), bénéficiant d'avantages fiscaux (TVA, TFPB, plus-values) importants mais strictement appelés à n'intervenir que dans les zones tendues à marché insuffisamment alimenté (Île de France, quelques agglomérations de PACA et Rhône Alpes) et au bon niveau de loyer maîtrisé (plafond PLUS +50 à 100%). Ces véhicules faisant appel à l'épargne publique retrouveront sur ces marchés très ciblés, matière à rentabilité dans le cadre d'un intérêt général évident.
- De même (cf. II-3), au-delà et, peut-être, en alternative ingénieuse à ces sociétés, les investisseurs professionnels constatent que certains de leurs mandants peuvent se contenter, comme dans le cadre d'obligations d'État, d'un rapport modique de leur placement à moyen terme, à condition qu'il soit garanti, intérêt et capital. Au-delà d'une phase qui pourrait atteindre 15 ans, la plus-value des biens peut dès lors pour partie abonder la rentabilité courante garantie et pour partie, participer à un fond destiné à cautionner le rendement de la première phase. La garantie de l'État, au cours de la première phase, pourrait donc se substituer à toute subvention à fonds perdus et, dans un marché locatif porteur, ne rien coûter à la puissance publique, nationale ou territoriale.
- Un autre acteur essentiel de cette dynamisation du locatif intermédiaire peut être le secteur HLM lui-même, par les opérateurs qui ont en patrimoine des logements correspondant objectivement à cette catégorie. Le transfert et le refinancement pour la part non amortie de cette partie de patrimoine dans des filiales spécialisées, en association avec des partenaires privés, permettrait d'une part le reclassement d'une partie du patrimoine social initialement financé en PLA ou PLUS et qui au fil du temps s'est valorisé avec la croissance urbaine, d'autre part avec les fonds propres dégagés, la construction d'autant de logements sociaux que ceux transférés. Par ailleurs, les sociétés filiales spécialisées bénéficieraient de l'ancrage local de leur actionnaire d'origine et des fonds propres apportés par leurs partenaires privés pour poursuivre un développement centré sur le locatif intermédiaire.

En la matière, une partie des ESH adossées à des groupes structurés et solides financièrement, pourraient constituer le fer de lance d'une puissante politique de production de logements locatifs intermédiaires avec des financements de type PLI.

- Là encore, le démembrement de type ULS (usufruit locatif social) est susceptible d'accélérer la production d'un locatif intermédiaire (PLS ou autre) dans le cadre d'un usufruit consenti à un organisme de logement social et en s'appuyant sur des SCI de portage de la nue-propriété financées par appel à l'épargne publique.

Tous ces mécanismes devraient permettre à l'investissement intermédié (institutionnels et véhicules spécialisés) de contribuer, aux côtés des particuliers et en collaboration avec les bailleurs sociaux, à une véritable relance du logement locatif social et intermédiaire, dont le besoin est important dans les zones tendues en permettant de diminuer la pression d'une demande qui, par contre coup de sa non satisfaction, s'exerce sur le parc social de droit.

224 l'émergence de nouvelles demandes

A la satisfaction d'un besoin insuffisamment ou mal pris en compte dans la période récente, s'ajoute la nécessité de faire face à l'émergence de nouvelles demandes liées aux évolutions profondes de la société.

- la première concerne les retraités valides dont la préoccupation est que le niveau affaibli des retraites ne les condamne pas durablement à un niveau de vie très dégradé. À ce moment là, le budget logement des ménages doit être satisfait grâce à la disposition d'un patrimoine amorti soit directement habitable, soit transformable en rente par cession, soit susceptible de procurer un revenu complémentaire par location à autrui.

En cela, l'encouragement fiscal à l'investissement des particuliers dans le logement constitue autant une politique sociale de prévention par rapport au problème des retraites qu'une politique de soutien d'un investissement destiné à produire un parc locatif privé suffisant. Il doit donc être maintenu même si c'est à un niveau moins généreux que dans un récent passé.

- Une autre orientation s'impose dans ce même esprit de garantir un niveau de ressources suffisant aux retraités de demain : la dynamisation du marché du viager. La mutualisation des transactions doit tout d'abord permettre d'éliminer au maximum le risque longévité qui constitue le handicap de la formule, conçue comme le rapport d'un acheteur unique avec un vendeur unique. La création de véhicules intermédiés d'investissement dans des logements en viager doit permettre de mutualiser ces garanties sur risque « longévité » au niveau d'un ensemble de logements achetés, en particulier en utilisant les résultats dégagés par l'exploitation d'un parc classique partiellement amorti.

- Développer l'investissement pour la location intermédiée

Louer en bloc à des associations qui font leur affaire du loyer et de la gestion des personnes handicapées qui occupent le parc, est la manière de contribuer à résoudre un problème grandissant lié au vieillissement.

La loi MOLLE, à travers des dispositifs de type solibail, a ouvert la voie à la consolidation de la phase locative du processus pour garantir les propriétaires bailleurs qui s'engageraient dans cette voie. La création de véhicules spécialisés, type SCPI, gérés dans ce contexte est une piste à explorer pour qu'au côté du monde HLM, le secteur privé contribue à la résolution de ce problème de notre temps.

- Au-delà, c'est toute l'adaptation d'un patrimoine existant aux exigences des handicaps créés ou aggravés par le vieillissement qui se pose. Le financement de ces travaux au domicile des personnes privées pourrait donner lieu à tiers investissement par des sociétés spécialisées sur ces sujets. Leur utilité pour prescrire les adaptations nécessaires, maîtriser le coût des travaux par des commandes groupées, et obtenir les financements nécessaires, pourrait dynamiser l'adaptabilité du parc avec remboursement annuel de l'investissement adossé aux aides publiques disponibles en la matière jusqu'à amortissement complet (de 7 à 10 ans)
- Enfin, dans le cadre de la dépendance et de l'exploitation par des sociétés spécialisées, le développement de celles-ci pourra être utilement accéléré par externalisation de l'immobilier sur des véhicules de portage des murs, spécialisés ou non, dans le médical et le médico-social, faisant appel à l'épargne publique. Nous sommes

ici dans l'émergence d'un nouveau produit exploité par des professionnels maîtrisant un processus industriel et confronté à l'arbitrage classique de ses fonds propres entre portage d'un immobilier d'exploitation et développement de l'activité industrielle proprement dite. Cela renvoie à la fois à l'émergence de sous-jacents nouveaux pour l'épargne orientée vers l'immobilier, et à l'arbitrage entre internalisation et externalisation auquel est confronté tout industriel.

23 L'immobilier actif financier et outil performanciel

Si l'immobilier résidentiel, par sa dimension sociale, mobilise les énergies et la réflexion de nombreux acteurs de la filière, l'immobilier des entreprises n'en est pas moins un objet de réflexion de première importance tant il occupe une place essentielle dans la vigueur du développement économique et, plus particulièrement, celui des petites et moyennes entreprises.

On sait que c'est dans ce tissu économique, son foisonnement et la réussite de sa maturation, que réside le plus fort potentiel de croissance et, donc, de création d'emploi. Mobiliser ses fonds propres pour disposer d'un immobilier adapté à son processus de production ou les orienter vers son core business pour investir dans les outils du développement industriel, constitue une interrogation financière primordiale posée à chaque chef d'entreprise.

Entre un outil facteur d'amélioration de la performance et partie prenante du succès des processus de production, et un outil banal externalisable, à l'instar de l'informatique, en tant qu'actif financier nécessaire à la gestion actif-passif du bilan des entreprises, le choix est posé

230 Quelle valeur de l'immobilier ?

Entre l'actualisation des cash-flows potentiels d'un bien et sa valeur fondamentale fondée sur la comparaison avec d'autres actifs ayant fait l'objet d'une transaction, les spécialistes se divisent et il apparaît qu'une réflexion sur la valeur reste d'actualité même si beaucoup a déjà été écrit sur le sujet.

Ce travail permettra de créer des véhicules d'investissement spécifiques et adaptés à la dissociation entre l'usage de l'immeuble et sa détention. Il posera clairement les termes de la comptabilisation au bilan et permettra d'émettre des recommandations pour éviter les effets de processus comptables mal adaptés à la spécificité immobilière.

Dans ce cadre, la création d'une notation des immeubles est un sujet important pouvant déboucher sur la professionnalisation d'acteurs indépendants qui amélioreront la liquidité et l'efficacité du marché.

La question du cycle de vie de l'immeuble y revêtira évidemment une toute première importance et permettra :

- De formaliser les méthodes d'évaluation et, grâce à une enquête de terrain destinée à recueillir les avis des professionnels, de revenir sur la pertinence relative de chaque méthode et leur domaine d'appréciation privilégié.

- De lancer une première recherche académique sur la valeur fondamentale de l'immobilier en intégrant une différenciation du risque lié à chaque nature de flux, principalement les loyers, par rapport à la valeur de revente en fin de portage.

- De lancer une seconde recherche académique sur le concept de « qualité » d'un immeuble, en intégrant son positionnement en termes de cycle de vie, débouchant sur une notation qui prenne en compte le nombre pertinent de facteurs d'incertitude.

231 Stratégie des entreprises et immobilier : les prérequis

Si ces approches auront permis d'objectiver le (ou les) valeur(s) d'un bien immobilier d'entreprise, l'approche stratégique de son financement (interne ou externe) dépendra fortement des règles comptables, juridiques et fiscales en vigueur. Il existe donc des prérequis à toute démarche stratégique des chefs d'entreprise, et tout d'abord une certaine stabilité des règles du jeu qui permettent de se projeter, au moins dans le moyen terme. Des prérequis, éclairés par les recherches académiques proposées ci-dessus, seront de faire évoluer de manière pertinente, les principaux dispositifs qui conditionnent l'appréciation aujourd'hui :

- les enjeux juridiques et fiscaux des dispositifs existants ont permis, grâce aux SIIC et OPCI (article 210E du CGI) un développement important des opérations d'externalisation à travers des baux de 10 à 12 ans.

Ces contrats (norme IAS 17) vont être modifiés pour introduire l'inscription à l'actif du bilan des preneurs. Pour les bailleurs, deux méthodes de comptabilisation sont à l'étude, aucune ne traduisant réellement la réalité économique, de plus l'éventualité de nouvelles évolutions fait régner l'incertitude (déductibilité des intérêts des prêts externes, prolongation ou non du dispositif SIIC III)

Ces évolutions s'inscrivent dans un environnement prudentiel renforcé (Bâle 3, Solvency 2) impactant de façon sensible les comportements des établissements financiers et des sociétés d'assurances.

L'immobilier est un secteur de long terme et le point de vue des entreprises qui y font appel doit être entendu sur ces sujets, tant preneurs que bailleurs. Le régime fiscal actuel doit être pérennisé pour permettre aux entreprises de conserver leurs marges de financement au développement de l'activité, dans un contexte de renchérissement et de raréfaction des financements.

- les enjeux réglementaires

- Le dispositif Bâle 3 imposé aux banques, doit leur permettre d'absorber les montants de pertes importantes sans provoquer la faillite et le recours aux États. De fait :

- Les établissements financiers sans base de dépôt, directe ou indirecte, vont devoir adapter leur modèle (sociétés de crédit-bail immobilier, crédit foncier...)
- Les banques adapteront les quotités de prêt par rapport à la valeur des actifs : probabilité de réduction des volumes d'opérations.
- La difficulté de financement d'opérations de promotion immobilière « en blanc » se trouvera accrue. La période d'observation prévue pour la mise en œuvre devra donc être mise à profit pour corriger les effets dérivés négatifs et non anticipés de ces mesures (LCR, NSF, LR). De plus, pour les institutions financières ouvertes au risque systémique, les ratios du comité de Bâle doivent être proposés au conseil de stabilité financière.

- Le dispositif Solvency II pèsera sur la stratégie immobilière des assureurs.

Destiné à améliorer, par la détention de fonds propres plus importants, la couverture du risque en cas de chocs extrêmes, la directive impose pour l'actif « immobilier », un ratio de 25% de fonds propres aux assureurs. Ce ratio passe à 39% pour les actions cotées et 49% pour les actions non cotées.

Ces dispositifs devraient :

- Réduire l'exposition des assureurs au marché des actions et augmenter leur exposition à l'immobilier.
- Cette augmentation devrait permettre un taux plus raisonnable que les 4 % actuels : le volume des engagements en immobilier d'entreprise en 2010 a approché les 10 milliards d'euros. Quatre problèmes paraissent dès lors être posés :

- Un renforcement paradoxal de la volatilité en cas de crise systémique,
- Une appréciation faussée du risque et de sa corrélation au sous-jacent,
- La place des foncières dans l'actif des assureurs risque de décliner,
- Il existe une ambiguïté à lever sur les « fonds immobiliers ».

En conclusion, la directive Solvency 2 risque d'altérer la diversité des formes d'investissement possibles dans l'immobilier, spécificité du marché français et amortisseur de risque.

Le développement, à plus haute fréquence, d'indices de performance du marché immobilier, doit permettre d'influencer les autorités régulatrices. A court terme il serait juste de réorienter les modalités d'application aux foncières cotées et aux fonds immobiliers non cotés.

232 Externalisation de l'immobilier : moteur ou frein ?

Suivant les cas de figure, le choix stratégique apparaît plus ou moins évident. Clairement au sein d'un même secteur, on rencontrera des situations différenciées et la décision d'externalisation, loin de reposer sur des critères techniques objectifs, renvoie au modèle d'affaires de l'entreprise, à sa stratégie de développement et à la fonction d'utilité de ces actionnaires.

La pertinence de l'externalisation renvoie donc à :

- La stratégie : clé de la réussite d'un plan,
- La structure financière : produit de la vente VS valeur d'utilité cédée,
- L'activité opérationnelle : efficacité industrielle, présence géographique,
- Le risque perçu : structure dépendante du cycle immobilier et financement plus incertain,
- La fiscalité globale de l'entreprise.

Un système de pondération des différents paramètres pourrait permettre de définir d'une manière simple un arbre de décision. Cet outil peut être alors précieux pour préciser la posture à adopter pour la société quant au bien-fondé de sa démarche de cession de cette classe d'actif.

Si l'entreprise opte pour la cession, elle devra en outre optimiser son montage financier et fiscal ainsi que les termes et modalités de la location.

Cette dernière doit désormais intégrer une réflexion spécifique sur les évolutions en cours en matière de développement durable (santé, énergie, écologie, déchets) qui comportent des zones d'ombre qui sont autant de conflits potentiels, au niveau de la mise en œuvre des baux.

233 Réflexions sur quelques secteurs spécifiques

Il est apparu, au cours des débats, que certains secteurs méritaient une approche spécifique pour des raisons tant économiques (taille du marché, importance pour le développement économique en général) que sociétales (démographie et handicap de populations spécifiques).

- **Le médical et le médicosocial**

A l'instar de ce qu'a mis en exergue la réflexion propre à la solvabilisation résidentielle, le développement de cette classe de sous-jacent immobilier, très professionnalisée par des PME ou des groupes cotés en matière d'exploitation, se prête particulièrement à l'externalisation des murs. Ce sous-jacent permet en effet :

- Un rendement en adéquation avec un risque nouveau gagé par des flux financiers élevés, et donc, l'existence d'une prime de risque supplémentaire.
- Une dispersion du risque : augmentation rapide de la taille des portefeuilles acquis par les porteurs de murs.
- L'existence de locataires de premier ordre, cotés ou non.

- Une source de financement : l'externalisation est perçue comme un moyen de financer une consolidation du secteur.
- Un contexte fiscal favorable.

- Les PME et TPE

C'est le moyen pour des entreprises peu riches en fonds propres de concentrer cette ressource rare sur l'investissement strictement utile à la production (machines, développements indispensables, investissement commercial...).

Pour les véhicules intéressés par les sociétés plus petites (type TPE) on pourrait imaginer un régime fiscal privilégié, un système de caution garanti par des organismes spécialisés (cf. aide à la constitution de fonds propres), voire une approche citoyenne sous la forme d'un quota d'investissement de véhicules traditionnels, orientés vers ce type d'entreprise.

Pour les Start up, pleines de potentiel à moyen terme, on pourrait recommander une pratique observée aux Etats-Unis sous forme de loyers payés en titres de la jeune pousse.

Ces titres pourraient être cédés moyennant escompte aux capital-risqueurs et un fond spécifique pour ces transactions, créé sous l'égide de FINANCE INNOVATION avec l'aide de la Caisse des Dépôts.

- Les nouvelles données du commerce

Le secteur de la distribution est en pleine transformation et met en place des politiques variées adaptées à chaque situation : la location simple, le sale et lease back, voire des schémas hybrides, comme c'est le cas avec Mercyalis, foncière du groupe Casino, où l'externalisation se fait sur une filiale introduite en bourse pour environ 40% du capital.

L'immobilier est dans ce secteur, au cœur même du développement et le choix opéré peut avoir un impact majeur sur l'activité commerciale. Il implique une souplesse des baux, un accès à la liquidité pour les détenteurs de murs ainsi qu'une mutualisation des actifs pour accroître l'attractivité auprès des investisseurs. Enfin, cela implique une facilité de financement pour les exploitants investisseurs.

- La logistique

La « supply chain » n'échappe pas au phénomène de l'externalisation car l'actif immobilier doit s'adapter à l'évolution d'un métier qui n'est pas uniquement celui d'un transporteur. Une réflexion prospective et immobilière s'impose aux acteurs du secteur.

24 Innovation financière et Immobilier Durable

240 Réflexions sur quelques secteurs spécifiques

Comme toute activité économique, l'immobilier est consommateur de ressources rares : l'eau, l'air, l'énergie, l'espace... L'immobilier durable est donc un immobilier qui assure une utilisation durable de ces ressources, dans la perspective d'un doublement de la population urbaine au niveau mondial en 2050.

La problématique immobilière suppose trois dimensions : un bâtiment, son usage et son insertion dans un quartier de ville. La première nous interroge ici sur les modalités de financement de travaux d'amélioration de la qualité écologique de l'immeuble, la deuxième implique la sensibilisation des acteurs et l'émergence d'une prise de conscience collective, la troisième pose la question de la densité et du foncier dont il convient d'optimiser la consommation.

La question du financement de l'immobilier durable acquiert donc dans notre contexte, une dimension cruciale car elle nous force à ne plus recourir à des financements bancaires ou subventionnels classiques et à nous interroger sur des opportunités de financement alternatives.

Il convient tout d'abord de souligner la complexité des normes environnementales, liées au caractère polysémique du développement durable, mais une spécificité française centre l'analyse sur la seule question énergétique au détriment de la prise en compte d'autres dimensions de la performance.

Cela entraîne que, dans le neuf, le financement classique est tout à fait à même, au plan thermique, de répondre aux exigences de l'investissement. Pour l'existant des solutions nouvelles comme les certificats d'économie d'énergie, le tiers investissement, les garanties de performances assurables, sont indispensables.

Pour la ville, l'étalement urbain constitue l'écueil principal à la fois en matière de consommation d'espace et d'énergie, et en matière de coût pour la collectivité et les ménages eux même. Il implique que la puissance publique s'engage dans la promotion de la densification urbaine, ce qui constitue une démarche difficile au regard de la prise en compte des intérêts particuliers.

Enfin, le financement de la ville durable pousse à envisager de nouveaux rapports entre acteurs publics et privés et, notamment, l'émergence d'aménageurs d'un type nouveau mobilisés sur le développement d'éco-quartiers grâce à une relance d'un financement de projet. Ce dernier doit innover en prenant en compte dans son calcul de rentabilité à moyen terme les « upsides » liés aux économies, voire à la monétarisation, de gains dans la consommation des ressources lors de la phase d'aménagement, de construction et d'usage des immeubles (eau, énergie, échange, collecte des déchets...)

241 Financer l'amélioration de la performance énergétique des immeubles

Le label HQE, créé en 2005, (et dans l'attente de la convergence vers un nouveau label en 2012) constitue la norme de performance à atteindre qui régit l'activité des maîtres d'ouvrage dans notre pays.

Un raisonnement simple consiste à dire que l'économie d'énergie liée aux investissements techniques permet d'amortir les financements qui leur sont liés. Toutefois, la mise en œuvre des normes, de plus en plus contraignantes se heurte à une diversité de situation dans le patrimoine existant (de l'ordre de 400 €/m² – 600 €/m² pour les bâtiments classiques). C'est le cas d'une situation moyenne, relativement favorable, mais pour certains bâtiments, le coût peut être bien plus élevé (de 1000 à 1300 €/m²) et le temps de retour sur financement classique peut dès lors s'avérer très long.

Si les grands bailleurs de logement, voire d'immobilier d'entreprise, disposent des moyens d'étude, d'approche technique et de mutualisation au sein de leur patrimoine, le problème de la généralisation des investissements dans le tertiaire diffus et, surtout, dans le résidentiel des particuliers se heurte à l'aléa de cette approche technique spécifique, du coût réel de l'investissement à opérer, et du temps de retour réel en termes d'amortissement financier.

La généralisation de la mise aux normes ne peut reposer sur une information non maîtrisée donnée à des acteurs économiques fragiles, tant sur le coût à supporter que sur la durée d'amortissement.

La priorité est donc de maîtriser le Diagnostic de Performance Énergétique (DPE) et le coût de mise aux normes pour garantir une performance de sortie afin que les acteurs s'engagent de façon certaine, avec systématiquement un engagement garanti des industriels contre les défaillances des installations.

La première recommandation, dont dépend la réussite d'une véritable généralisation de l'amélioration des performances énergétiques, est de renforcer la recherche développement sur l'appréciation des coûts de rénovation afin d'en garantir d'une part le montant et d'autre part, d'en calculer le temps de retour réel pour l'investisseur.

Un système d'assurance à prix maîtrisé pourra dès lors être mis en place pour faciliter la mise en œuvre des travaux.

Un protocole de « preuve » pourra ainsi être établi impliquant le maître d'ouvrage, qui ouvre la voie à des polices d'assurance spécifiques.

La priorité réglementaire implique donc l'uniformisation des protocoles techniques de mesure de la performance aux trois stades utiles : la conception de travaux, la réception de ceux-ci, une période de probation permettant les mesures effectives.

242 Développer le tiers investissement en présence de propriétaires trop fragiles pour investir

Garantir la performance constitue le point crucial du dispositif pour les investisseurs aux moyens modestes, mais cela peut s'avérer insuffisant pour déclencher le processus.

Que ce soit pour les petits propriétaires d'immobilier tertiaire, mais surtout pour les copropriétés ou le problème est collectif et repose sur une diversité de particuliers aux moyens très inégaux, la maîtrise du dispositif et sa mutualisation impliquent l'intervention d'un tiers.

Celui-ci ne doit pas être une simple interface financière, génératrice de surcoût, mais il doit maîtriser l'ensemble de l'ingénierie du sujet, être capable de générer des économies internes par une approche professionnelle et donc rapide du sujet, avoir la capacité à diagnostiquer les travaux nécessaires et à en maîtriser le coût, enfin par son interface auprès des assureurs pour garantir la performance, disposer de la capacité à monter le financement nécessaire et à le porter durant l'amortissement financier.

Au terme de cette période, le propriétaire du bien reprend ses droits complets et bénéficie à la fois d'un bien aux normes, et des économies générées puisque l'investissement est amorti.

La Caisse des Dépôt a étudié un ensemble de situations (avec simulations financières) où ce tiers investissement « facteur 4 » pourrait se développer.

Elle est prête à être un partenaire de base pour conduire la mise en place, en partenariat avec le secteur privé, les sociétés de tiers investissement, nationales ou territoriales, spécialisées ou généralistes, susceptibles de dynamiser le marché.

Mais au-delà de l'émergence de ces sociétés, l'exercice de leur activité devra pouvoir s'appuyer sur la création d'un fond de garantie utile pour soutenir le développement des opérations « facteur 4 » et l'accès des PME au marché.

Ce fond serait abondé par les sociétés de tiers investissement et les pouvoirs publics pour sécuriser les montages et intervenir en cas de sinistre.

Il aurait vocation à disparaître une fois le marché mature, et serait réservé aux opérations (facteur 3 ou 4) en complément des acteurs du marché de l'assurance.

243 Faire la ville durable en évitant l'étalement urbain

La problématique est avant tout foncière non seulement à travers les politiques publiques développées par les collectivités territoriales, mais surtout en facilitant le renouvellement de la ville sur elle-même en la densifiant.

Notre approche particulière nous amène à développer deux thèmes principaux :

- Le renouvellement du bâti dans les zones centrales : cette politique de travaux et de mise aux normes, en particulier énergétiques, du Grenelle de l'Environnement, implique la dynamisation des acteurs organisés et le développement du tiers investissement auprès des particuliers (des copropriétés). Nous ne reviendrons

pas sur les tiers investisseurs en indiquant toutefois que leurs compétences devront dépasser les seules dimensions énergétiques développées dans les paragraphes précédents.

- La dynamisation du recyclage foncier paraît en revanche nécessiter une plus grande professionnalisation qu'actuellement. Le foncier, diffus, de ces secteurs urbains est souvent en pleine mutation. Les activités industrielles qui s'y étaient développées, parfois en polluant les sols, ont tendance à migrer en périphérie, qu'il s'agisse d'activités lourdes mais aussi de petites entreprises (garages, imprimeurs, peintres, etc.). Ces terrains pollués ne se recyclent que trop lentement tant la peur du risque de pollution paralyse les négociations et fait diverger l'appréciation des prix entre vendeurs et acheteurs. Souvent la collectivité est amenée à préempter, à un prix très aléatoire, et se retrouve, à son tour piégée et confrontée à la pertinence et au coût des types de dépollution à conduire.

Le temps du recyclage devient dès lors exorbitant et il apparaît plus commode de construire sur de nouveaux terrains de la périphérie urbaine. Comme pour l'investissement énergétique, l'intervention d'investisseurs spécialisés est susceptible de dynamiser le marché. Il s'agira pour eux, là encore, de ne pas être un simple intermédiaire financier (surcoût assuré) mais de maîtriser l'ingénierie de la dépollution : diagnostic, choix des modes de traitement in situ, maîtrise des prix et des entreprises compétentes, capacité à se garantir et à offrir une performance à un coût donné.

Des fonds tels que Gingko, développé avec le concours de la Caisse des Dépôts, à l'instar des fonds Cherokee et Igloo dans les pays anglo-saxons, doivent trouver là un marché important et d'intérêt général, en n'allant pas traiter de grands tènements fonciers dans les secteurs industriels de grande périphérie (un marché immobilier aléatoire) mais en traitant de petites opérations de zones urbaines en nombre suffisant avec le soutien des collectivités territoriales. Pour ce faire, la filière financière doit se mobiliser car de tels fonds se montent actuellement par drainage de l'épargne publique autour d'investisseurs référents, mais doivent traiter leurs opérations sans levier, sur la base de leurs seuls fonds propres.

La mise en place de financements ad hoc sur ces marchés porteurs de plus-value du fait de la pression urbaine, devrait ainsi contribuer au renouvellement de la ville par densification, puisque ces terrains étaient souvent peu occupés et que le droit des sols pour de nouvelles constructions urbaines peut permettre de dégager les moyens de rembourser le surcoût lié à la dépollution in situ.

244 Un Financement de Projet ciblé sur les éco-quartiers

La création de ces secteurs de ville qui optimisent la gestion des ressources et permettent de dégager des économies sur les échanges et la consommation des fluides, doit permettre :

- L'émergence d'aménageurs d'un type nouveau incluant les problématiques du développement durable, et en particulier, les upsides économiques correspondants, pour équilibrer les investissements nécessaires.

De telles sociétés ont commencé à se créer à l'étranger sur des bases totalement privées.

L'évolution professionnelle de nos aménageurs d'économie mixte sur ces sujets du développement durable, voire la réalisation de quartiers témoins confiés à des opérateurs privés nouveaux dans le cadre de conventions d'aménagement qui fixent les droits et obligations, en lien avec les collectivités territoriales, doivent être efficacement promues.

- Le redéploiement d'un financement de projet à moyen terme, sur ces problématiques prioritaires d'éco-quartiers, doit apporter le levier nécessaire à la mise en œuvre en prenant en compte dans le bilan global les recettes annexes liées à un équipement spécifique, à la valorisation d'upsides écologiques sur les flux et leur monétarisation contractuelle avec les bénéficiaires potentiels.

245 Un Plan Epargne Energie pour les particuliers

Une voie pour dynamiser les travaux d'amélioration de la performance énergétique en aidant les particuliers à les financer, serait la mise en place d'un Plan d'Epargne conçu sur le modèle du Plan d'Epargne Logement dont l'évolution des prix du marché a dégradé profondément l'efficience.

Les travaux d'économie d'énergie, d'un montant plus modeste, et susceptibles d'améliorer la qualité du logement des particuliers, une économie de charges à terme et donc, une survaleur en capital pour le logement, présenterait dès lors, un avantage indéniable.

Le PEE, à l'instar du PEL comprendrait deux phases : l'une d'épargne, où le souscripteur alimente le compte sous forme de dépôts réguliers, l'autre d'emprunt, au cours de laquelle le souscripteur finance des travaux et bénéficie d'un prêt dont la durée et le montant dépendent des droits acquis au cours de la phase d'épargne.

Ce PEE ne s'oppose pas aux autres dispositifs de type PTZ ou les aides fiscales pour l'économie d'énergie. Il est envisageable en effet que les travaux éligibles à l'un quelconque des dispositifs puissent l'être également aux autres.

Le point central est que le taux préférentiel du prêt auquel le PEE permet d'accéder soit réellement attractif. Pour cela, il doit être inférieur à celui du PEL actuel et nécessitera probablement un ajustement de bonification de la part des collectivités nationales, voire territoriales.

3 Conclusion

L'ensemble des professionnels qui a participé à ce travail ne prétend ni représenter toute la profession ni avoir couvert tout le champ de la réflexion sur les orientations possibles de l'innovation financière dans l'immobilier.

Sur un sujet aussi complexe, et mettant en cause un nombre important de métiers, il a surtout cherché à tenir un cap : celui de la recherche développement indispensable à la progression de la profession dans un contexte socioéconomique qui ne s'avère guère favorable dans l'avenir.

Nul doute que les pouvoirs publics auront à cœur, en particulier en matière résidentielle, de soutenir la filière dans le cadre d'actions d'intérêt général. On ne peut attendre d'eux qu'ils soutiennent inconsidérément un secteur économique qui se sentirait protégé ou dopé et dont la créativité des acteurs renoncerait dès lors à trouver en elle-même des solutions, même partielles, aux nouveaux enjeux proposés.

C'est bien dans l'innovation que les demandes nouvelles adressées par nos contemporains, dans un monde en pleine évolution, trouveront tout ou partie de leur réponse.

Nous espérons avoir contribué à ce qu'il en soit ainsi.

Désormais, il faut explorer les pistes indiquées, et d'autres. Ce premier livre Blanc n'est qu'une étape de la réflexion. Elle doit se poursuivre dans deux directions que nous souhaitons présenter en conclusion.

- Tout d'abord, et c'est bien la vocation de FINANCE INNOVATION, en suscitant à partir de ces travaux des innovations opérationnelles portées par les professionnels de l'immobilier, leurs partenaires financiers, les hommes d'étude, les créateurs d'entreprises nouvelles sur des segments de marché ainsi mis en exergue.

- Le rôle des partenaires académiques dans la poursuite des réflexions (nous en avons esquissé quelques-unes) doit pouvoir être conforté par le montage de recherches appliquées, en partenariat avec les entreprises partie prenantes à FINANCE INNOVATION.

Les innovations industrielles, nées de ces réflexions approfondies doivent trouver au sein de la filière, les voies de financement et les partenariats utiles pour être menées à bien dans le cadre de PME créatrices de valeur et d'emploi.

Des appels à projets entrant dans le cadre de notre réflexion doivent être conduits dès le début de l'année 2012 sur les thèmes qui apparaissent les plus porteurs.

FINANCE INNOVATION s'y emploiera.

- Mais, s'il est un enseignement tout aussi important qu'ont retenu les dizaines de professionnels participant à l'élaboration de ce Livre Blanc, c'est bien la diversité des professions concernées par l'innovation immobilière et la dispersion des efforts de recherche développement conduits dans ce domaine. Il serait vain de compter, et dans un délai bref, sur une unification de la filière tant cette diversité correspond à des secteurs, à des métiers, à des approches bien spécifiques.

Tous veulent contribuer toutefois à ce qu'une organisation évolutive et efficiente s'affirme dans le domaine de l'immobilier pour contribuer à la bonne santé des entreprises comme à la prise en compte de l'intérêt général. Un livre Blanc, même périodiquement réactualisé, n'est pas suffisant pour mener à bien ce projet ambitieux. Le débat entre professionnels et pouvoirs publics est certes permanent mais il s'apprécie lui-même comme s'éloignant peu d'une démarche de lobbying et de négociation continue avec les autorités régulatrices ou de tutelle.

L'idée de pérenniser et de promouvoir la réflexion commune ainsi qu'une recherche développement plus coordonnée au sein de la filière immobilière nous conduit donc à proposer un rendez-vous annuel, de type « Entretiens de Bichat » pour la médecine, qui serait l'occasion d'échanges fructueux entre les métiers et de faire le point en commun sur la recherche développement.

Organisés sous l'égide du Pôle de Compétitivité, ces entretiens, permettraient sur une durée de 2 ou 3 jours, et dans le cadre d'une organisation indépendante de toute tutelle publique ou industrielle dominante, de proposer aux participants les retours d'études les plus avancées (nationales ou internationales) et d'expérimentations les plus en pointe sur les sujets qui traduisent les profondes évolutions en cours. Des tables rondes réunissant les professionnels engagés dans ces nouveaux développements, quels qu'en soient les disciplines, ainsi que les pouvoirs publics, les universitaires et des représentants de la société civile, en assureront l'ancrage sur la réalité opérationnelle.

Le groupe de travail thématique « Immobilier et Innovation Financière » souhaite conclure son travail en émettant le vœu que ces Entretiens de l'Innovation Immobilière puissent voir le jour dès l'année 2012 et contribuent, par leur périodicité annuelle, à faire progresser résolument la connaissance et les pratiques des métiers qui s'y sont exprimés.

LES CHANTIERS DES APPELS À PROJETS

tableau récapitulatif

I Assurer la transparence des marchés et la couverture des risques

- I-1 Formation des acteurs
Trading game
- I-2 Maîtrise, amélioration
et gouvernance de l'information
- I-3 Développement et documentation
d'indices pertinents
- I-4 Produits de couverture
et Société de cautionnement
- I-5 Compte épargne immobilier
et obligations foncières sécurisées

II Intermédiation de l'épargne vers l'immobilier

- II-1 Optimisation juridique (SCPI, FPI, OPCI)
et organisation de la liquidité
- II-2 Développement sur nouveaux produits :
médical et médico-social, foncier, PPP
- II-3 Logement : du locatif intermédiaire très
ciblé aux filiales avec les OLS
- II-4 Logement : un produit locatif garanti à
faible niveau de rendement courant
- II-5 Logement : usufruit locatif social,
location au monde associatif, viagers

III Solvabilité résidentielle

- III-1 Foncier : foncier social et emphytéose
- III-2 Foncier : réactiver l'aménagement
conventionnel (financement
et initiative privée)
- III-3 Foncier : porter le foncier de
l'accession sociale progressive
- III-4 Primo accession : dynamiser
en la filialisant la vente HLM
- III-5 Primo accession : réactiver les formules
d'accession progressive (SCI APP)
- III-6 Primo accession : favoriser
les dissociations foncier/bâti et
nue-propriété/usufruit
- III-7 Primo accession : mettre en place un
prêt bancaire avec option sur
la plus-value
- III-8 Primo accession : développer les
formules de financement
intergénérationnel
- III-9 Locatif privé : sécuriser (scoring)
l'investissement des particuliers
- III-10 Locatif privé : créer des véhicules
ciblés sur le locatif intermédiaire
(avec OLS)
- III-11 Locatif privé : dynamiser la formule
de l'ULS pour l'intermédiaire
- III-12 Nouvelles demandes : organiser
et sécuriser le marché du viager
- III-13 Nouvelles demandes : structurer
l'intermédiation vers les populations
spécifiques
- III-14 Nouvelles demandes :
développer les tiers investissements
pour l'adaptabilité
- III-15 Nouvelles demandes : porter les murs
du secteur relevant de la dépendance

IV L'immobilier au service du développement de l'entreprise

- IV-1 Appréhender la véritable valeur à prendre en compte dans les bilans (RD)
- IV-2 Développer la notation des biens à partir des paramètres pertinents
- IV-3 Prendre en compte les spécificités du bien immobilier dans la mise en œuvre des réglementations (Bâle, Solvency)
- IV-4 Formaliser l'arbre de décision pour aider l'entreprise dans son choix d'externalisation
- IV-5 Développer l'externalisation pour le social et le médicosocial
- IV-6 Rentabiliser l'immobilier des start-ups et PME en liaison avec leurs performances économiques

V Financer l'immobilier durable

- V-1 Finaliser la recherche sur le coût et la durée de retour en matière d'énergie
- V-2 Définir, sur ces bases, la performance de sortie et garantir sa couverture
- V-3 Développer le tiers investissement (petit immobilier tertiaire, copropriétés) grâce à un Fonds de garantie
- V-4 Dynamiser le recyclage foncier en milieu urbain et lui donner accès au levier financier
- V-5 Financer les éco quartiers en prenant en compte la monétarisation des économies externes
- V-6 Développer un Plan d'Épargne Énergique (PEE) pour les particuliers

**L'INNOVATION
DANS L'IMMOBILIER**

RAPPORTS CONTRIBUTIFS

**RAPPORT CONTRIBUTIF N°1
TRANSPARENCE ET COUVERTURE DES RISQUES**

Rapporteur : Jean-Baptiste FAYET

**RAPPORT CONTRIBUTIF N°2
ÉPARGNE & VÉHICULES D'INVESTISSEMENTS**

Rapporteur : Bernard COLOOS

**RAPPORT CONTRIBUTIF N°3
SOLVABILISATION RÉSIDENTIELLE**

Rapporteur : Gilbert EMONT

**RAPPORT CONTRIBUTIF N°4
ACTIF FINANCIER ET OUTIL PERFORMANCIEL**

Rapporteur : Dominique JACQUET

**RAPPORT CONTRIBUTIF N°5
FINANCEMENT DE L'IMMOBILIER DURABLE**

Rapporteur : Cyril AULAGNON

Rapports contributif N°1

TRANSPARENCE & COUVERTURE DES RISQUES

Rapporteur : **M. Jean-Baptiste FAYET**

Parrain : **M. Olivier WIGNIOLLE**

Animateur : **M. Denis MOSCOVICI**

Participants :

M. Romain ALLOITEAU – UFG

M. Jean-Baptiste FAYET – Crédit Agricole CIB

M. Guillaume FIASTRE – Taliance

M. Gilbert EMONT – FINANCE INNOVATION

M. Alain LAURIER – PERL

M. Christophe MONTCERISIER – RBS

M. Denis MOSCOVICI –

M. Vincent RENARD – IDDR

M. Grégoire SIMON-BARBOUX – Société Générale

M. Pierre SCHOEFFLER – IEIF

M. Olivier WIGNIOLLE – Allianz Real Estate

EXECUTIVE SUMMARY

- **Un marché immobilier transparent et attractif** pour les investisseurs nécessite une information financière de qualité, standardisée et sécurisée par une chaîne d'acteurs identifiés et reconnus.
- **Cette information permet de construire l'environnement traditionnel des investisseurs financiers** : indices, indicateurs, et autres instruments de mesure de performance.
- **Ces indices permettent à leur tour de gérer le risque de marché immobilier** au travers d'instruments financiers dérivés.

Dans cette optique, la démarche va consister à adresser les questions et les enjeux qui se posent dans les domaines suivants :

Information :

- Qualité de l'information: réalité des prix de transactions, contrôle des valeurs d'expertise, exhaustivité.
- Normalisation des données : standardisation des définitions et des termes à l'image de ce qui se fait dans les classes d'actifs traditionnelles.
- Collecte et traitement de l'information: délais rapides de publication, coûts et systèmes optimisés, méthodes transparentes de calcul des indices synthétiques, acteurs de confiance.

Indices :

- Mesurer la performance du marché immobilier et capter le risque systématique du marché
- Couverture: immobilier résidentiel et immobilier d'entreprise par type d'immobilier : bureaux, commerce, locaux industriels, hôtels,... et par zone géographique
- Disposer des bonnes propriétés pour servir de support à des marchés dérivés : représentativité, fréquence et rapidité de publication, transparence dans la méthode de calcul, gouvernance

La gestion des risques :

- Un marché de contrats dérivés flexible de gré à gré mais sécurisé par le recours à la compensation
- La formation des acteurs immobiliers au fonctionnement du marché dérivé est particulièrement cruciale
- Réglementation et comptabilité doivent prendre en compte la spécificité des contrats dérivés

PROPOSITIONS :

Les pré-requis

1. Mettre en place l'équivalent d'un marché du Pfandbrief en France pour les créances sur l'immobilier commercial ?
2. Mieux sécuriser les financements immobiliers, notamment en cas de défaut de l'emprunteur pour créer en France un environnement propice à la pérennité des sources de financement (affaire « Cœur Défense » portant notamment sur la procédure de sauvegarde et ses conséquences sur la cession Dailly et les sûretés du créancier) ;
3. Permettre au marché de la titrisation de redémarrer en Europe en donnant une garantie suffisante aux investisseurs sur le fait que les banques « arrangeuses » sont exposées, au moins partiellement, au risque de crédit des opérations ? Le FCC est-il l'outil le plus adapté ?

Les appels à projet

Propositions de formation

1. Communiquer auprès des directeurs immobiliers via l'Association des Directeurs Immobiliers afin de les informer / former sur les techniques financières de couverture des risques immobiliers.
2. Mettre en place un « Trading Game » destiné aux professionnels de l'investissement immobilier afin que ceux-ci puissent expérimenter grâce à des simulations la pertinence de l'utilisation des outils de couverture du risque immobilier.

Propositions réglementaires

3. Rendre obligatoire les couvertures pour les investissements locatifs à effet de levier réalisés par des particuliers. Une société de cautionnement pourrait gérer ces macro-couvertures.
4. Rendre obligatoire des expertise ou actualisation d'expertise a un rythme mensuel comme ce qui se fait au Royaume-Uni pour beaucoup de véhicules immobiliers. L'actualisation d'expertise mensuelle obligatoire pourrait concerner pour commencer les foncières cotées et les fonds faisant appels publics à l'épargne. Cela lancera un mouvement sur des actualisations d'expertises plus rapprochées afin que les acteurs puissent avoir une image fidele du marché immobilier à intervalles réguliers. Les fournisseurs d'indices pourrait ainsi se mettre à produire des indices mensuels qui pourrait ainsi être le sous-jacents a des contrats dérivés plus adaptés aux besoins des professionnels.

Propositions produits

5. Recyclage des positions indicielles immobilières vendeuses générées par les investissements immobiliers locatifs à effet de levier dans la création de « compte épargne immobilier ». Aucun compte épargne n'existe aujourd'hui pour les particuliers qui épargne en vue de l'achat d'un bien immobilier et qui souhaite voir cette épargne indexée sur les prix de l'immobilier résidentiel français ou sur les prix de l'immobilier résidentiel de leur ville ou de leur région.
6. Le développement des « obligations foncières sécurisées ».
7. Création de « d'obligations foncières sécurisées indexées à l'immobilier ». Ce produit pourrait intéresser les grands investisseurs immobiliers. Ceux qui achètent aujourd'hui des obligations foncières sécurisées perçoivent en général des coupons fixes faibles en échange d'un titre de créance sécurisé par l'actif immobilier physique auquel il se rapporte grâce à l'hypothèque. C'est pour les investisseurs immobiliers finaux un moyen peu couteux de financement qui est une alternative au financement bancaire. Pour l'investisseur immobilier via le produit de dette, cela représente une sécurité forte au prix d'un rendement faible. En swapant le rendement de l'obligation foncière contre la performance d'un indice immobilier, on permet à l'investisseur via le produit de dette de percevoir la performance de l'immobilier tout en étant dans le cadre d'une obligation sécurisée. Ce produit réplique le couple rendement-risque immobilier de façon synthétique et liquide tout en donnant des solutions de financement alternatives aux investisseurs.

1 Les déterminants de la réflexion

10 La psychose de la financiarisation de l'immobilier

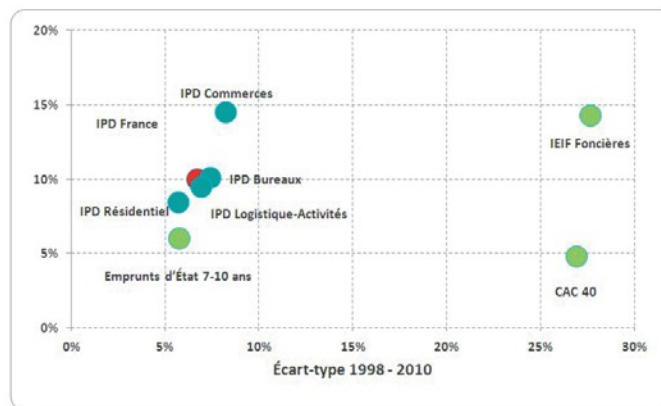
Les marchés immobiliers ont toujours utilisé l'effet de levier financier pour fonctionner. Le métier de développeur repose par essence sur ce mécanisme mais les investisseurs en immobilier ont depuis toujours recours à un financement par la dette pour compléter leur mise en fonds propres. Les particuliers recourent au crédit bancaire, les institutionnels ont des possibilités plus larges en ayant accès au marché obligataire.

Mais depuis le début des années 90, un phénomène nouveau s'est développé dans le monde institutionnel. L'immobilier est devenu progressivement une classe d'actif à part entière. L'épargne accumulée des ménages gérée par les investisseurs institutionnels est devenue si abondante que ces derniers ont cherché des placements complémentaires aux actifs financiers traditionnels, actions et obligations, et, si possible, des placements décorrélés voire inversement corrélés aux actions ou aux obligations. C'est l'époque du développement des Hedge Funds, des fonds de Private Equity, des fonds investis en matières premières. L'immobilier est vite apparu comme un candidat naturel car le gisement de valeur est très large, il représente plusieurs fois le PIB dans les pays avancés, et ses performances évoluent de façon très différente de celles des actifs traditionnels. Le rendement locatif de l'immobilier d'entreprise est aussi devenu systématiquement supérieur au coût de financement à partir des années 2000, ce qui a amplifié le recours au levier financier.

Parallèlement, les ménages ont fait de plus en plus appel aux techniques de gestion financière développées pour les entreprises : dette à taux fixe ou variable assortie de plafond ou de plancher, adossement actif/passif, monétisation de l'investissement immobilier. La baisse de l'inflation a également entraîné une baisse des taux d'intérêt qui a permis un rallongement des maturités, les deux effets se combinant pour solvabiliser de façon spectaculaire les ménages et augmenter le ratio dette sur patrimoine immobilier. Les incitations fiscales à l'investissement en immobilier locatif ont également contribué à tirer vers le haut les valorisations.

Des excès se sont développés sur certains marchés immobiliers anglo-saxons à partir des années 2000 et ont conduit à des bulles à l'origine de la crise financière de 2007. Depuis lors la finance immobilière a connu un certain recul, mais l'ancrage de l'immobilier comme classe d'actif à part entière dans les stratégies d'investissement est appelé à demeurer. Le placement immobilier est aujourd'hui régulièrement comparé à celui en actions ou en obligations comme le montre ce graphique qui compare les performances des indices IPD de valeur d'expertise pour certains types d'immobilier avec celles des emprunts d'Etat, des actions et des sociétés immobilières cotées.

Rendements annualisés sur la période 1998-2010



Source : IPD, EcoWin

11 La recherche de la transparence du marché immobilier

Une grande partie de la théorie économique contemporaine considère que la concurrence entre les acteurs économiques est souhaitable et qu'elle est dans la plupart des cas le meilleur moyen d'obtenir une allocation efficiente des moyens de productions. Dans la sphère politique française et européenne, l'expression de cette croyance est incarnée par l'existence de pans entiers de l'administration dédiés à l'application de la législation sur la concurrence. Une concurrence non faussée, « pure et parfaite » en langage économique, permet une compétition à armes égales entre les acteurs économiques, pressés de produire la meilleure qualité au meilleur prix pour rester attractifs. Le concept de concurrence pure et parfaite a été défini de longue date par la théorie économique comme s'obtenant sous cinq conditions cumulatives : atomisticité du marché, homogénéité des produits, transparence du marché, libre entrée et libre sortie, libre circulation des facteurs de production. La transparence est donc dès lors identifiée comme étant l'une des conditions souhaitable sinon indispensable à mettre en place pour qu'un marché fonctionne correctement. Cette affirmation est toujours valable aujourd'hui et peut-être davantage encore.

La transparence de l'information sur un marché se définit donc comme étant « une information parfaite de tous les agents sur tous les autres et sur le bien échangé ce qui suppose **une information gratuite et immédiate**. La théorie montre que le processus de fixation des prix est alors équivalent à la présence d'un commissaire-priseur, qui centralise les offres et les demandes, et qui calcule le prix d'équilibre, et par conséquent la production et la consommation de chacun. »

Les situations réelles correspondant rarement aux cas d'écoles de la théorie économique, il est néanmoins possible de s'attacher à essayer de réunir les conditions de bon fonctionnement d'un marché. Améliorer la transparence du marché immobilier français permettrait in fine de contribuer à une saine allocation des ressources grâce à des mécanismes sans entrave de fixation des prix, sécurisant par voie de conséquence les acteurs économiques sur l'obtention d'une information pertinente et non faussée sur les prix. Sans transparence et sans une information disponible et de qualité, les outils indiciels et les outils dérivés de gestion du risque ne pourront pas se développer.

12 La nécessaire disponibilité du financement immobilier

La relance et/ou le développement de techniques de financement sont cruciales pour améliorer la liquidité du marché immobilier. La liquidité du marché améliore la transparence des prix et permet de gérer plus aisément les risques.

Malgré un assouplissement récent, la contraction des financements à l'immobilier commercial a été brutale depuis l'été 2007. Le marché du financement immobilier commercial Français est difficile à évaluer. Un premier constat peut cependant être établi : la production des banques Françaises sur le territoire Français a chuté de près de moitié entre 2007 et 2008 (-44% selon la Banque de France) passant de € 34Mds à € 19Mds.

Par ailleurs, un certain nombre d'acteurs ou formes d'échanges ont disparu. De nombreux acteurs bancaires ont décidé un recentrage stratégique sur d'autres activités ou d'autres zones géographiques. Un marché organisé comme celui de la titrisation (CMBS) est aujourd'hui quasi-inexistant en Europe (en France elle ne dépasse pas les 2% des encours) alors qu'aux Etats-Unis et au Royaume-Uni la part de la titrisation dans les encours de financement atteint respectivement 28% et 15%. Par ailleurs, aux Etats-Unis, plus de 50% du stock de dettes adossées à de l'immobilier commercial est aujourd'hui titrisé, c'est-à-dire entre les mains d'investisseurs non-bancaires.

La relance du financement immobilier passe par d'autres moyens que le financement bancaire classique.

• **Le financement par les marchés obligataires** : Les investisseurs, notamment institutionnels, disposent de liquidités à investir et sont à la recherche de supports leur permettant d'atteindre une rentabilité qu'ils fixent en fonction du degré de risque encouru. Les outils pour le faire, peu développés en France sont de deux types :

- **Les obligations sécurisées** ou « covered bonds » qui comprennent une palette maintenant assez large de produits. L'un des plus établis et surtout des plus anciens est le Pfandbrief hypothécaire allemand: créé en 1769, ses encours atteignent €220 milliards environ avec une production nouvelle en 2010 de €42 milliards. Les banques émettent des obligations foncières qu'elles placent chez les investisseurs garanties par des créances hypothécaires. L'investisseur bénéficie au travers de cette obligation sécurisée, de la garantie délivrée par la banque émettrice et du gage sur la créance hypothécaire ainsi que de son sous-jacent immobilier, le cas échéant. La banque y voit la source de liquidité qui va lui permettre de prêter et l'emprunteur l'avantage d'un coût de financement réduit (environ 30 à 40 points de base de moins qu'un financement classique). Ceci explique en grande partie l'activité des banques allemandes sur le marché français. Selon le Cercle franco-allemand de l'immobilier (CFAI), la production nouvelle d'origine allemande sur le marché français en 2009 a atteint €2,6 milliards pour un encours total de l'ordre de €22 milliards, soit 13% des encours sur l'immobilier commercial français. Compte tenu des coûts de financement élevés des banques sur une base « unsecured » (le CDS des grandes banques européennes se traitent depuis la crise à des niveaux supérieurs à 100bp), il est très probable que ce marché des obligations sécurisées connaisse une croissance importante dans les années à venir car il offre clairement un avantage, contrepartie de la double garantie consentie aux investisseurs. Mais si ce marché apporte une liquidité aux banques, il ne supprime néanmoins pas le risque et les encours dans leurs bilans.

- **La titrisation** : technique décriée depuis la crise des « sub-prime », mais qui devrait renaître de ses cendres. Elle consiste à transformer des créances non liquides en titres négociables. Les créances sur l'immobilier sont vendues par la banque originatrice à un véhicule ad hoc, qui émet des titres négociables pour se financer, lesquels sont achetés par des investisseurs et permettent à la banque de libérer des fonds à réinvestir dans de nouveaux prêts. Encore plus de €80 milliards de CMBS restent dus en Europe et l'enjeu est nettement plus important aux Etats-Unis. Bien que l'ensemble des refinancements n'ait pas encore été absorbé dans ce pays, le CMBS version 2.0 a fait ses premiers pas en 2010 avec un peu plus de \$10 milliards d'émissions nouvelles et plus de \$40 à \$50 milliards attendus en 2011. De nouvelles règles et pratiques ont permis de rétablir une partie de la confiance perdue. Ainsi, une obligation de rétention de 5% imposées aux banques originatrices, de nouvelles règles en matière de gestion des créances notamment ont vu le jour. Cette renaissance repose aussi beaucoup sur l'existence aux Etats-Unis d'investisseurs restés actifs et qui continuent à rechercher une exposition sur ce type d'actifs. Ce n'est pas le cas en Europe même si quelques opérations testent actuellement le marché.

• **Le financement par les compagnies d'assurances** : tout comme les banques, les compagnies d'assurances voient leur cadre réglementaire évoluer. Les nouvelles exigences de fonds propres réglementaires destinés à assurer la solvabilité des compagnies d'assurance en cas de chocs sur les marchés (Solvency II) les obligent à comptabiliser leurs engagements en « mark-to-market » et ont pour conséquence de favoriser la détention d'obligations au détriment d'actions ou d'actifs immobiliers, même si ces derniers sont relativement mieux traités. On observe aujourd'hui que certains assureurs commencent à être à la recherche de « tickets » dans les financements qui sont mis en place ou se positionnent à l'achat sur des ventes de crédits hypothécaires sur le marché secondaire. Pour un assureur le crédit hypothécaire est une classe d'actifs réglementairement admissible. Ces assureurs font le pari de conserver ainsi une exposition à l'immobilier, moins consommatrice de fonds propres que s'ils détenaient l'actif en direct, mais plus rémunératrice que certains financements obligataires. DTZ estime ainsi que près de €24 milliards seraient prêts à être investis par les assureurs sur de la dette immobilière en Europe.

• **Le financement par des fonds de dettes** : CBRE a recensé récemment près de 69 fonds de dette avec des profils qui varient entre une dette de type « stretched senior » (50-75% LTV) et de la dette mezzanine voire du « preferred equity » (jusqu'à 90% LTV). Même si le nombre d'acteurs est important, peu de transactions se sont réellement signées faute d'une rencontre entre l'offre et la demande, toutes deux importantes mais à des niveaux de prix qui restent différents.

13 L'intérêt des contrats dérivés immobiliers

La présence d'un marché de dérivés crée des outils synthétiques de gestion du risque en même temps qu'il améliore la transparence des prix et par voie de conséquence la liquidité sur la classe d'actifs sous-jacente. Il convient de saisir l'opportunité de la période qui succède à la crise financière pour construire les fondations d'un marché de dérivés fiable et pérenne. Cela passe par l'élaboration d'une stratégie lisible et qui fasse l'objet d'une bonne appropriation par les acteurs professionnels de l'immobilier qui demandent des outils de protection de la valeur en capital des biens immobiliers.

Il faut tout d'abord rappeler que le développement de produits de couverture de risque a accompagné toute la croissance économique moderne car ces derniers ont permis à de nombreux acteurs économiques de se prémunir contre des événements fortuits et d'envergure en échange du paiement d'un prix minime grâce à des techniques de mutualisation. Les acteurs économiques ont ainsi pu sécuriser leurs opérations et se concentrer sur le cœur de leur activité en évacuant les nombreux risques qu'ils n'étaient pas capables de gérer mais qu'ils devaient antérieurement tout de même supporter. Les principes de base de la gestion du risque restent inchangés et les outils pour le faire, notamment « les produits dérivés », bien que décriés pendant la crise, restent plus pertinents que jamais. Les plus complexes d'entre eux ont disparu de façon spontanée, car ils n'étaient souvent, ni utiles, ni gérables et l'effet de bulle passé, ni les banques, ni les investisseurs ne manifestaient encore d'appétit pour eux. Les produits dérivés simples et standards (dits « vanilles ») restent quant à eux toujours largement utilisés.

130 Grandes classes d'actifs et dérivés

On ne peut que s'étonner de la petite taille actuelle du marché de dérivés sur indices immobiliers par rapport à l'allocation d'actifs des investisseurs dans ce secteur. On constate par ailleurs qu'aucune grande classe d'actifs ne fait l'économie d'un marché liquide de dérivés afin de gérer son risque. *Les grandes classes d'actifs ont un marché de dérivés parce qu'elles sont de grandes classes d'actifs mais c'est aussi parce qu'elles ont un marché de dérivés qu'elles sont et restent de grandes classes d'actifs.* En effet, les grands investisseurs institutionnels et les grandes entreprises ont besoin d'outils liquides de gestion du risque. Ces derniers se retireraient progressivement d'une classe d'actifs ou aucun outil liquide de gestion du risque n'existe. L'immobilier, bien qu'étant une des plus grandes classes d'actifs au monde, n'a qu'un marché de dérivé embryonnaire. La classe d'actif est très vaste mais reste largement sous-investie par les investisseurs institutionnels car elle est perçue comme risquée et illiquide. C'est donc une classe d'actifs dite « alternative ». L'absence d'un marché liquide de dérivés, ne rend les crises du secteur immobilier que plus longues et avec un impact plus profond sur l'économie des pays concernés. Nous verrons à ce titre que les challenges techniques valent la peine d'être relevés afin de contribuer à l'établissement en France d'une industrie de la gestion d'actifs immobiliers à la pointe de l'innovation, de la gestion du risque et créatrice d'emplois.

Milliards USD	Change	Taux d'intérêt	CDS	Actions	Or	Commodities	Immobilier
Encours mondiaux de dérivés OTC							
Dec2007	56,200	393,100	58,200	8,400	595	7,861	20
Dec2008	44,200	385,800	41,800	6,100	332	4,032	19
Dec2009	49,100	449,700	32,600	6,500	423	2,521	19
	M4	M4	Obligations non-étatiques	Capitalisation mondiale des sociétés cotées	Stock d'or mondial	Commodities	Immobilier détenu par des professionnels
Stocks mondiaux des classes d'actifs sous-jacentes (2009)	118,000	118,000	63,000	47,000	5,000	n/a	50,000
Encours de dérivés en % de la classe d'actifs (2009)	42%	381%	52%	14%	8%	n/a	0,04%

Sources : World Federation of Exchanges (WFE), ISDA, IMF, World Gold Council.

131 Evolution du marché des dérivés immobiliers européens

Le risque sur un bien immobilier se compose d'un risque systématique de marché lié à des facteurs macro-économiques (croissance, emploi, taux d'intérêt,...) et techniques (formules d'indexation des loyers, réglementation,...) et d'un risque spécifique ou idiosyncratique au bien lié à sa localisation, son architecture, ses locataires...

Le risque systématique de marché peut être géré au moyen d'instruments financiers dérivés comme pour les autres grandes classes d'actif. En revanche le risque idiosyncratique doit être supporté par l'investisseur qui peut soit l'assumer, soit le gérer au travers d'instruments dérivés en supportant un risque de base, soit le réduire en diversifiant ses actifs.

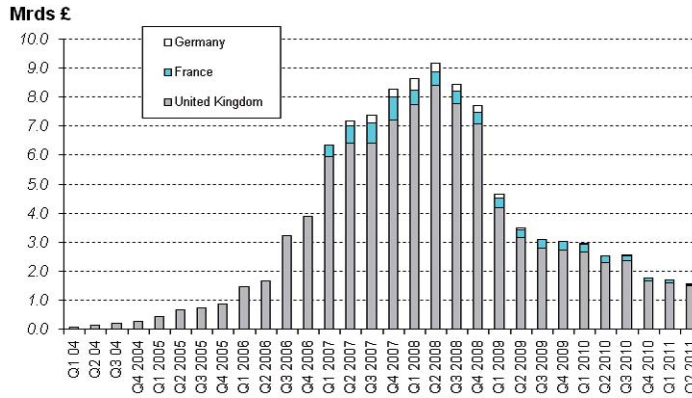
Le marché de dérivés immobiliers est un marché de gré-à-gré. Les outils principaux qui s'échangent sont des swaps de performance globale (« total return »). Des swaps de performance en capital (« capital return ») s'échangent aussi mais de façon moins fréquente. A partir de ces swaps sont construites des Notes émises par des banques qui peuvent aussi s'échanger. Avant la crise, des options s'échangeaient de façon sporadique.

Le risque sur les loyers ne se couvre pas dans l'état actuel du marché mais il serait théoriquement possible de le faire par le biais de swap sur des indices d'inflation (dans la mesure où les loyers sont indexés à l'inflation) ou alors par le biais d'indices d'évolution des loyers tels l'IRL ou l'ILC ou encore par le biais d'indice de performance locative (« rental return »).

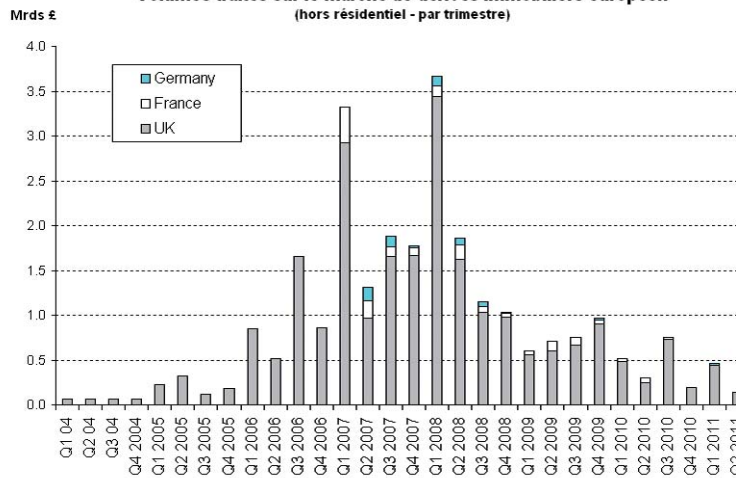
Le marché actuel de dérivés immobiliers s'est surtout développé au Royaume-Uni. Les autres pays où celui-ci s'est développé sont par ordre d'importance les Etats-Unis, la France, l'Allemagne, Hong-Kong et l'Australie. D'autres pays comme l'Espagne, l'Italie, le Japon, la Suisse ou les Pays-Bas ont vu des transactions de dérivés sur indices immobiliers se faire mais elles sont restées anecdotiques. A ce jour, environ 80% à 90% des transactions ont été réalisées sur des indices d'immobilier d'entreprise, le résidentiel restant sporadique. Les acteurs sur ce marché sont essentiellement les compagnies d'assurance. Les sociétés foncières cotées, les fonds immobiliers non cotés, les banques privées et fonds de pensions n'ont été que des acteurs anecdotiques bien que leur patrimoine immobilier aurait justifié des interventions plus massives sur le marché de dérivés.

Après une très forte progression dans les débuts du marché sur la période 2006-2008, les volumes de transactions de dérivés sur indices immobiliers se sont drastiquement réduits en 2009-2010. D'un côté, les volumes de transactions ont progressé à la hausse comme à la baisse dans des proportions très similaires à celles observées pour les volumes de transactions du marché physiques. De l'autre, il aurait semblé normal que ce marché en création continue de croître malgré les contrecoups du marché physique. Il semblerait qu'au-delà des challenges techniques propres au marché de dérivés immobiliers, celui-ci ait été très pénalisé par la crise financière de 2008. Le marché était alors en pleine expansion car répondant à des besoins importants de gestion du risque des grands investisseurs immobiliers. La crise, en changeant l'ordre des priorités de ces derniers et en remontant très fortement leur aversion au risque et à l'innovation a joué très défavorablement sur l'évolution d'un marché qui, bien qu'en pleine expansion, était encore petit et n'avait pas atteint la taille critique. Quand on sait que la crise a tari la liquidité sur les plus grands marchés du monde, il semble inévitable que sur les plus petits marchés l'effet ait été encore plus prononcé. Dès lors que la liquidité n'existe plus, l'aversion au risque et l'esprit grégaire aidant, la disparition d'un marché n'est jamais loin. Alors que la perte de liquidité est rapide, le retour de la confiance et de la liquidité ne se fait que pas à pas, au terme d'un long processus, de la même manière que les mouvements baissiers sont rapides en bourse alors que les cycles haussiers durent longtemps.

Volumes traités sur le marché de dérivés immobiliers européen
(hors résidentiel - en annuel glissant)



Volumes traités sur le marché de dérivés immobiliers européen
(hors résidentiel - par trimestre)



Le montant notionnel traité sur les indices IPD depuis le lancement du marché en Europe est, sans tenir compte des maturités, de 27 milliards de GBP.

Au Royaume-Uni, le marché résiste à peu près malgré tout mais il existe des dangers d'extinction faute de liquidité. Le bilan est en revanche mauvais en France. Le marché, qui était en croissance ne s'est jamais vraiment remis de la crise. Des faiblesses intrinsèques du marché français empêchent les acteurs qui étaient dans ce marché d'y rester. Il semblerait que si des initiatives significatives ne sont pas engagées d'ici fin 2011 ou début 2012, ce marché disparaîsse du radar des outils de gestion, ce qui serait dommageable à la place de Paris, à son attractivité, à sa capacité à créer des emplois et à incarner un pôle d'excellence. La disparition de ce marché serait d'autant plus dommageable qu'après plusieurs tentatives de création dans les années 1990 et 2000, cet échec découragerait les promoteurs de ce marché pour longtemps.

132 Utilisation des produits dérivés immobiliers

L'utilité des produits dérivés immobiliers apparaît clairement en prenant quelques exemples simples :

- Un promoteur immobilier est soumis pendant les deux ou trois années que durera le développement d'un programme aux fluctuations du marché immobilier. Il fait son business plan et prévoit sa marge en anticipant un prix de sortie auquel il pourra revendre son opération. Si les prix du marché viennent à baisser pendant qu'il porte le risque de l'opération, sa marge peut-être entièrement détruite. Le métier est donc très risqué et les banques prêteuses sur ce type d'opérations sont de ce fait conservatrices. Des opérations de promotions ont été réalisées par de grandes foncières britanniques en sécurisant leur prix de sortie grâce à des dérivés sur indices (en faisant sur la durée de l'opération un swap payeur de l'indice et receveur de taux fixe).
- Un investisseur disposant d'un vaste patrimoine immobilier anticipe une forte baisse des prix dans les trois années à venir. Vendre son patrimoine pour le racheter plus tard serait une opération de bon sens mais les coûts d'entrée et de sortie importants ainsi que le temps nécessaire à des transactions d'envergure rendent la plupart du temps ce type de stratégies difficilement applicables. Le propriétaire des actifs ne peut qu'attendre et subir les contrecoups du marché ou vendre et sortir complètement du marché. Les dérivés sur indices, grâce à un swap de couverture, peuvent permettre de conserver son patrimoine tout en s'immunisant contre les performance du marché pendant trois ans (l'investisseur reçoit du taux fixe et verse la performance de l'immobilier). Le marché de dérivés permet ainsi à l'immobilier d'être moins risqué pour un investisseur puisque celui-ci peut sortir sa position rapidement, à peu de frais et pour une durée limitée en cas d'anticipations négatives de sa part.
- Un investisseur souhaite allouer une partie de ses fonds récemment collectés à l'immobilier mais ne trouve pas les biens idoines. S'il craint une remontée des prix pendant la période de recherche et d'acquisition qui peut-être longue, il peut s'immuniser en entrant dans un swap receveur de la performance immobilière et payeur de taux fixe.

Ainsi dotée d'un marché de dérivés, la classe d'actifs immobiliers draine davantage de capitaux et se professionnalise.

133 L'appropriation des dérivés par les acteurs de l'immobilier et les blocages actuels

Le marché de dérivés sur indices immobiliers ne décollera réellement en France que si les acteurs prennent réellement le sujet à bras le corps. Il est à noter que les tabous et confusions sont fréquents à l'encontre des produits dérivés et notamment des produits dérivés immobiliers. Les réticences sont venues autant de la sphère publique que des acteurs immobiliers eux-mêmes et ont pénalisé fortement le développement du marché. Afin qu'un marché fonctionne, il faut que les acteurs qui souhaitent vendre leur couple rendement-risque, c'est-à-dire se couvrir, trouvent d'autres acteurs qui souhaitent l'acheter et ainsi investir en immobilier de façon synthétique. Le marché, pour fonctionner, doit être équilibré. Les principaux intervenants sur ce marché sont les institutions propriétaires d'immobilier ou souhaitant avoir une exposition indicelle à l'immobilier : compagnies d'assurance et de prévoyance, les fonds de pension, les gérants d'actifs, les banques privées, les promoteurs, les foncières, les fonds immobiliers non cotés, etc. Les banques, de leur côté, ne sont pas acteurs de ce marché pour accumuler des positions de risque de façon inconsidérée. Leur rôle est un rôle de transformation et de plateforme d'échanges afin d'ajuster des intérêts qui ne correspondent ni dans le temps, ni en terme de maturités, ni en montants notionnels, ni en devises, ni en indices sous-jacents...etc. La vocation des banques est donc de gérer des positions de risques résiduelles. L'essentiel des échanges se font par leur biais et elles ont la charge de gérer les risques les plus complexes mais les positions de risques dites directionnelles sont essentiellement portées par les agents économiques qui souhaitent investir en immobilier ou se couvrir via des indices.

- Problème de segmentation des compétences

Les utilisateurs de produits dérivés sur indices immobiliers sont aujourd'hui un cercle assez restreint. C'est un marché à ce stade réservé à de grands opérateurs tels que les compagnies d'assurance, les sociétés foncières cotées, les fonds non cotés, les grandes banques privées, « family office » ou fonds souverains...etc. Chez tous

ces opérateurs, le monde de la gestion de la dette est éloigné de la gestion immobilière. Les opérateurs du marché immobilier ne sont pas familiers avec les outils financiers comme les swaps, futures, options. De ce fait l'utilisation de ces produits nécessite de surmonter des barrières psychologiques et de recevoir un minimum de formation afin d'apprendre à s'en servir. Dans ces mêmes institutions, les « financiers » (directeurs financiers, trésoriers, gérants obligataires...) ne se considèrent pas comme des professionnels du marché immobilier et sont donc souvent réticents à engager des transactions sur un sous-jacent sur lequel ils ne se sentent pas compétents alors même qu'ils maîtrisent parfaitement la technique financière propre aux outils.

Il y a donc sur ce marché un vrai problème de segmentation des compétences : technique financière d'un côté, connaissance du marché immobilier de l'autre. Ceux qui connaissent le marché se sentent limités techniquement et ceux qui ont la technique n'ont pas l'impression de connaître le marché immobilier.

- La culture immobilière « Long only »

Les dérivés immobiliers étant une nouveauté, la plupart des gérants d'investissements immobiliers considèrent que leurs « clients finaux », les actionnaires des fonds, les payent pour investir dans l'immobilier et donc que, par voie de conséquence, toute couverture ou position short immobilière va à l'encontre de la demande de leurs clients finaux qui souhaitent être investis en immobilier.

- La confusion avec les dérivés de crédit/subprime

Un autre facteur qui a très fortement joué contre ces outils de couverture et d'investissement est la confusion qui a été faite entre ceux-ci et les dérivés de crédit (parmi eux les subprimes). L'effet anxiogène a joué à plein pour décrédibiliser ce marché alors même que la crise rendait plus nécessaire que jamais l'utilisation de produits dérivés simples pour gérer les risques et augmenter la transparence sur toutes les grandes classes d'actifs.

- La crainte sur les valeurs d'expertise

Les indices qui font l'objet de transactions dans le marché de dérivés sur le segment « commercial » (bureaux, commerces, industriel) sont des indices de valorisations, principalement ceux de la société IPD. Dans le marché résidentiel, ce sont des indices de transactions qui font l'objet de contrats dérivés. Les professionnels de l'immobilier ont instinctivement plus facilement confiance en des indices de transactions qu'en des indices de valorisations bien que les deux types d'indices aient leurs avantages et leurs limites. La méfiance à l'égard des indices de valorisation est étonnante quand on sait que ce sont les valorisations des biens immobiliers réalisées par les experts qui servent à la communication financière des grandes sociétés cotées, au calcul de la valeur liquidative des fonds et à la valorisation des ANR des sociétés foncières cotées. En France, la confiance est aussi moindre car les indices de valorisations n'ont qu'une fréquence semestrielle, voire annuelle. Au Royaume-Uni ou la fréquence de ces indices est mensuelle, ceux-ci sont perçus – à raison – comme collant davantage à la réalité du marché.

- Le risque de base / la couverture imparfaite

Le risque de base - ou en d'autres termes la différence qui peut exister entre la performance d'un indice qui représente le marché dans sa totalité et l'actif qu'il sert à couvrir – est un des enjeux majeurs de gestion du marché de dérivés immobiliers. C'est une barrière technique réelle qui n'est pas uniquement d'ordre psychologique. Dans les débuts d'un marché tel que celui des dérivés immobiliers, les indices faisant l'objet de transactions sont assez peu granulaires. Les utilisateurs finaux, mais parfois aussi les banques, supportent le risque de base car pour les premiers un deal de couverture, même avec un risque de base, est toujours plus profitable que pas de couverture du tout, tandis que pour les banques une transaction avec un utilisateur final sur un indice granulaire couverte par la suite avec un indice moins granulaire – donc incluant un risque de base – peut comporter une marge suffisante pour justifier celle-ci. Plus le marché croît et gagne et liquidité, plus les utilisateurs et les banques vont se diriger vers des indices fins et granulaires, réduisant ainsi le risque de base entre indices et actifs couverts. Sans augmentation des volumes, les banques, comme les clients se réfugient sur les indices les plus liquides qui sont aussi souvent les moins granulaires et donc comportant potentiellement le plus grand risque de base.

2 Les chantiers à développer

20 L'information

Les enjeux :

- Qualité de l'information: réalité des prix de transactions, contrôle des valeurs d'expertise, exhaustivité.
- Normalisation des données : standardisation des définitions et des termes à l'image de ce qui se fait dans les classes d'actifs traditionnelles.
- Collecte et traitement de l'information: délais rapides de publication, coûts et systèmes optimisés, méthodes transparentes de calcul des indices synthétiques, acteurs de confiance.

Afin de mesurer correctement la performance immobilière, la qualité de l'information est la composante essentielle. La nature par essence décentralisée du marché de l'immobilier rend la tâche difficile. L'information sur les transactions est éclatée entre de nombreux acteurs : parties prenantes mais aussi notaires, avocats, intermédiaires, banques, pouvoirs publics. De plus les volumes de transactions sur les achats/ventes sont faibles par rapport au stock d'immobilier⁽¹⁾, les taux de rotation sont typiquement de l'ordre de 3 à 5%, et les transactions parfois erratiques en période de baisse du marché, en particulier en immobilier d'entreprise, alors que le besoin d'information est particulièrement élevé durant ces périodes. Une autre difficulté tient au fait que les objets échangés ne sont pas directement comparables, il faut donc traiter les informations pour les rendre comparables.

Dans le domaine de l'immobilier d'entreprise, le recours à l'observation des valeurs d'expertise est donc nécessaire pour enrichir la compréhension du marché. Un nouveau groupe d'acteurs à fédérer sont impliqués dans le processus : cabinets de gestion locative, administrateurs de biens, experts-valorisateurs, experts-comptables. C'est une des grandes difficultés techniques à laquelle est confronté le monde de l'investissement immobilier : combiner des données « mark-to-market » avec des données « mark-to-model » de façon cohérente dans le but de transcrire la performance du marché de la façon la plus fiable possible.

L'objectif de produire un ou des indices représentatifs de la performance immobilière repose ensuite sur la maîtrise du processus de collecte et de traitement de l'information. Un indice sera d'autant plus pertinent pour des professionnels cherchant à piloter des expositions de risques immobiliers, ou pour des gouvernants cherchant à définir une politique immobilière, que l'indice aura une fréquence de publication élevée et un délai de publication court. L'idéal serait de pouvoir disposer d'indices mensuels publiés avec un mois de retard maximum. En dernier lieu, la confiance qu'inspirent les organismes qui publient les indices et la transparence des méthodes de traitement qu'ils utilisent sont nécessaires afin de sécuriser les investisseurs.

Il est essentiel que le marché de l'immobilier puisse lui aussi bénéficier de la révolution numérique et des progrès dont bénéficie aujourd'hui la sphère financière, en particulier en matière d'analyse de données et d'aide à la décision. Contribuant directement à la transparence financière, l'amélioration en matière d'information sur l'immobilier portera à la fois sur le marché de l'investissement immobilier et sur celui de l'utilisation, aussi bien en matière de valeurs (formation des prix et des loyers) qu'en matière de flux physiques ou financiers (offre et demande).

L'innovation pourra être trouvée et encouragée en direction de nouveaux systèmes et outils normalisés de connaissance, en particulier sur internet, ouverts et mutualisés entre tous les acteurs et favorisant :

- la baisse des "coûts d'agence" liés à l'asymétrie de l'information, par une meilleure mise en relation entre l'offre et la demande des utilisateurs et des investisseurs ;
- la réduction du risque et l'amélioration du rendement, en supprimant autant que faire se peut les mauvaises allocations d'investissements ;
- la normalisation de l'information immobilière et donc les gains de productivité, par une meilleure qualification de la prospection et une meilleure visibilité de l'offre et de la demande.

(1) Dans l'immobilier résidentiel, on comptabilise environ un million de transactions par an (neuf et ancien cumulé) sur un stock de plus de 30 millions de logements. Dans l'immobilier d'entreprise, on comptabilise de 200 à 400 transactions unitaires par an.

Ces innovations doivent contribuer à une meilleure transparence, à l'optimisation de la rencontre offre-demande et, par voie de conséquence, à une plus grande efficacité des marchés immobilier et financier.

200 Qualité de l'information

Sur le marché résidentiel, les données sur les prix de transactions sont compilées par les notaires et rassemblées dans deux bases de données : la base BIEN des notaires de Paris Île-de-France et la base PERVAL des notaires de Province. Elles sont a priori exhaustives et complètes. Pour approfondir et moderniser la qualité de ces informations, le Conseil supérieur du notariat et la Chambre des notaires de Paris, en partenariat avec la Caisse des dépôts et consignations, ont récemment créé l'association DINAMIC (Développement de l'information notariale et de l'analyse du marché immobilier et de la Conjoncture). En revanche les données sur les loyers sont dispersées auprès des multiples agences immobilières lorsqu'il y a intermédiation ou font partie du domaine privée. Des observatoires comme l'OLAP ou CLAMEUR permettent d'appréhender les évolutions par sondages. Les principaux réseaux d'agences immobilières comme FNAIM, CENTURY 21 ou LAFORÊT compilent également les données propres à leur activité. Environ la moitié des transactions d'achat/vente sont intermédiées et les principaux réseaux représentent environ 10% du total du marché.

Sur le marché de l'immobilier d'entreprise, il existe des carences importantes dans la qualité et l'exhaustivité des données recensées. Le marché de la transaction achat/vente est assez peu intermédié. Les intermédiaires ne peuvent observer que certains marchés-phares comme celui des bureaux en quartier central des affaires et publient des taux de rendement investisseur (loyers/prix). Celui de la transaction locative l'est plus. En Île-de-France, les principaux intermédiaires regroupent leurs données locatives dans une base de données commune IMMOSTAT. Un des éléments à prendre en compte est la déperdition d'information qu'induit la délégation de missions considérées de « back-office » (gestion locative, administration de biens, comptabilité, ...) ce qui crée des ruptures dans la chaîne d'information, qui ne sont aujourd'hui pas compensées par la mise en place de flux systématiques. En externalisant ces missions, les mandataires perdent une partie significative de leur accès à ces données, bien souvent sans avoir conscience de ce travers. Là aussi, la normalisation des échanges de données devient essentielle. En effet, il est fréquent qu'un investisseur combine simultanément plusieurs modes de gestion de ses actifs : certains sont gérés par des équipes internes alors que d'autres sont gérés par plusieurs délégataires différents. De ce fait, le niveau d'information recueilli par l'investisseur est différent d'un actif à l'autre.

Les valeurs d'expertise des actifs immobiliers détenus par les seuls investisseurs institutionnels⁽¹⁾ sont rassemblées par la société IPD (Investment property Databank), qui publie des rendements locatifs et des rendements en capital par type d'immobilier d'entreprise (bureaux, commerce, habitation, locaux industriels,...) et par zone géographique. IPD couvre aujourd'hui un plus de la moitié de la valeur des portefeuilles investis.

Enfin certains prestataires de service comme HBS Research compilent et diffusent sur Internet l'ensemble de l'information sur le parc des immeubles d'entreprise : cadastre, plan local d'urbanisme, photos des immeubles, occupants, propriétaires, références de prix de vente et de loyers, tirée de bases publiques multiples.

201 Normalisation des données

Les professionnels de l'immobilier disposent aujourd'hui d'informations particulièrement disparates. Les bases de données présentes chez ces acteurs présentent toutes des caractéristiques différentes et peu d'efforts de normalisation transverse n'ont encore eu lieu. De ce fait, les informations sont aujourd'hui très hétérogènes et difficiles à transmettre, analyser, comparer.

Depuis 2005, une société privée a pris l'initiative de regrouper quelques acteurs majeurs de la profession pour entamer des travaux de normalisation. Ces efforts ont abouti à la création d'une association loi 1901 dont l'objet est de développer et promouvoir un format standard et libre de transmission de l'information immobilière, « l'association FIDJI », dont l'acronyme signifie Format d'Inter-échange de Données Juridiques et Immobilières. Outre la description d'un format électronique de transmission, ce standard a le mérite de décrire un diction-

(1) Sociétés immobilières cotées, fonds immobiliers non cotés et détention directe.

naire de données permettant de normaliser les informations qualitatives nécessaires à l'évaluation des actifs immobiliers et de rendre comparable leur analyse.

Ce standard est un premier pas dans la bonne direction, mais des efforts conséquents restent à produire, notamment pour rapprocher cette initiative de démarches équivalentes menées dans d'autres pays européens. L'effort consenti jusque-là est louable, mais les moyens dont dispose cette association sont dérisoires au regard du chantier qui reste à accomplir par la profession.

Le parallèle avec le monde de la finance est assez éloquent : les informations financières sont désormais presque totalement structurées, normalisées et transmises instantanément. Elles deviennent disponibles à tous les acteurs et contribuent ainsi significativement à la liquidité du marché. Pour cela, les acteurs des marchés financiers ont lourdement investi dans leurs organisations et infrastructures techniques pour permettre cette transmission/récupération d'information systématique. La profession immobilière n'a, quant à elle, qu'entamé cette démarche. Certaines chaînes de traitement – comme la facturation des locataires ou la gestion des travaux – ont été automatisées au travers de progiciels standardisés. Mais il reste un grand nombre d'information qui restent en dehors des bases de données, soit dans des outils bureautiques inexploitable à grande échelle (documents, feuilles de calculs...), soit dans la mémoire collective des collaborateurs. D'une part les progiciels existants doivent franchir une étape importante de maturité dans la capacité à communiquer entre eux des informations normalisées, et d'autre part il reste de nombreux outils à créer pour les professions utilisant encore des outils bureautiques à la source de nombreuses ruptures de la chaîne d'information.

Il est essentiel que les professionnels de l'immobilier prennent conscience de l'importance de l'effort à fournir, dans les quelques années à venir, pour que leurs organisations et leurs systèmes d'information gagnent en maturité de façon à améliorer la qualité et la disponibilité des informations et mieux mesurer ainsi leur exposition au risque immobilier.

202 Collecte et traitement de l'information

Les données transactionnelles sont a priori disponibles en quasi temps réel pour autant que la remontée d'information soit organisée de façon efficace.

Les valeurs d'expertise posent un autre problème. Les expertises sont en général annuelles avec, le cas échéant, des actualisations plus fréquentes. Certains investisseurs institutionnels comme les fonds faisant appel public à l'épargne (SCPI, OPCV) ou les sociétés immobilières cotées (SIC) sont tenues réglementairement de publier des valeurs d'expertise trimestrielles ou semestrielles. Techniquement les données de base permettant une réévaluation de l'actif doivent être transmises à l'expert et ces données sont fortement granulaire (toutes les clauses des baux peuvent avoir un impact significatif sur la valeur d'un actif). Aujourd'hui, beaucoup de travail manuel ou à façon rendent difficile d'augmenter les cadences. Les coûts induits par une hausse de la fréquence de valorisation sont également un obstacle. L'amélioration des échanges automatisés de données devrait cependant contribuer à les modérer.

21 Les indices

Les enjeux :

- Mesurer la performance du marché immobilier et capter le risque systématique du marché
- Couverture: immobilier résidentiel et immobilier d'entreprise par type d'immobilier : bureaux, commerce, locaux industriels, hôtels,... et par zone géographique
- Disposer des bonnes propriétés pour servir de support à des marchés dérivés : représentativité, fréquence et rapidité de publication, transparence dans la méthode de calcul, gouvernance

Le rôle des indices est de mesurer la performance du marché immobilier. Outre l'utilisation en tant que « benchmark » pour la gestion, ils doivent pouvoir servir de sous-jacent à un marché d'instruments dérivés.

Afin de pouvoir être utilisé comme support d'instruments financiers dérivés, un indice immobilier doit être construit avec l'objectif de capter de façon aussi efficace que possible le facteur de risque systématique du marché. Compte tenu de la spécificité du marché immobilier cet objectif est difficile à remplir et il est légitime de s'interroger sur la représentativité et les biais éventuels des indices existants.

210 Les différentes méthodes de construction des indices de prix immobiliers

Plusieurs techniques ont été développées pour construire des indices de prix représentatifs du risque de marché :

• Les indices de transactions

Cette technique est utilisée sur le marché de l'immobilier résidentiel compte tenu du nombre relativement élevé de transactions unitaires. L'indice mesure donc le prix marginal des logements supposé représentatif de l'ensemble du stock avec la limitation que les transactions ne représentent annuellement que quelques pourcentages du stock. L'observation des transactions capture deux facteurs de risque distincts :

- Le premier niveau de risque lié à l'effet de l'évolution générale du marché, c'est le facteur de risque systématique l'on veut capturer
- Un deuxième niveau de risque lié à l'évolution de la qualité des biens, le facteur de qualité renchérit a priori la valeur des biens immobiliers sans que ceci puisse être imputé au marché lui-même, ce facteur joue sur le long terme car la qualité des biens évolue lentement
- Un troisième niveau de risque lié au fait que les transactions ne sont pas tirées au hasard dans le stock de biens et que certains types de biens peuvent être plus échangés à un moment qu'à un autre. L'influence de ce facteur de structure peut être réduite si l'on observe les transactions sur des marchés locaux pertinents correspondant à des zones économiques intégrées où le type de biens échangés reste relativement homogène dans le temps.

- **La méthode hédonique** : il s'agit d'une méthode économétrique qui vise à suivre l'évolution du prix d'un stock de biens de qualité constante. Cette méthode ne prend en compte que les transactions pour lesquelles les qualités du bien sont renseignées et repose sur plusieurs hypothèses :

- Chaque bien peut être défini par la combinaison d'un nombre limité de caractéristiques de qualité
- L'impact des caractéristiques de qualité sur les prix est constant dans le temps
- Le stock de référence décrit bien le type de biens échangés au cours du temps

- **La méthode des ventes répétées** : méthode économétrique qui utilise l'information contenue dans l'évolution du prix des biens entre deux ventes successives. Cette méthode ne prend en compte que les transactions affectant un bien déjà échangé dans le passé et repose sur plusieurs hypothèses :

- Les biens vendus fréquemment sont représentatifs de l'ensemble des transactions et de l'ensemble du stock
- L'impact des caractéristiques de qualité sur les prix est constant dans le temps

- **La méthode paramétrique** : elle repose essentiellement sur le calcul de moments statistiques (quantiles, moyennes) à partir de la distribution des prix au mètre carré effectivement observés lors de transactions sur une période. Cette méthode peut prendre en compte toutes les transactions affectant un bien ancien ou neuf et repose sur plusieurs hypothèses :

- Les biens vendus sur une période sont représentatifs de l'ensemble du stock
- L'impact des caractéristiques de qualité sur les prix est constant dans le temps

• Les indices de valeurs d'expertise

Cette technique est utilisée sur le marché de l'immobilier d'entreprise compte tenu du faible nombre de transactions unitaires. L'indice mesure l'évolution de la valeur d'expertise d'un portefeuille d'actifs immobiliers détenus par des investisseurs institutionnels. Il est supposé être représentatif de l'ensemble du stock d'immo-

bilier d'entreprise avec la limitation que le stock d'immobilier d'entreprise détenu par les investisseurs ne représente qu'environ un quart de la valeur du totale du stock, le reste étant détenu par les utilisateurs, et que la couverture des investisseurs institutionnels n'est pas exhaustive (l'indice IPD France couvre un peu plus de la moitié du stock de l'immobilier institutionnel).

L'évaluation de la valeur des biens se fait essentiellement au moyen de modèles d'actualisation des revenus locatifs. Le taux d'actualisation utilisé contient une prime de risque calibrée en fonction de l'observation des transactions locatives et de vente. En général les valeurs d'expertise ne s'écartent pas significativement de plus de 20% des valeurs de transactions lorsque celles-ci sont observées.

Des méthodes mixtes combinant les valeurs de transactions et les valeurs d'expertise ont également été développées.

211 Les signaux perturbateurs : bruits et lissages

Les bruits et les lissages sont les principaux signaux perturbateurs apparaissant dans la construction des indices. Les bruits font référence aux déviations aléatoires pouvant apparaître entre le niveau de l'indice et le niveau de marché occasionnés par la capture de transactions aberrantes et non représentatives. Les lissages font référence à une tendance systématique de l'indice de reproduire avec retard les évolutions du marché et de ne refléter que partiellement les fluctuations du marché.

Par construction, les indices construits à partir de valeurs transactionnelles (hédoniques, ventes répétés ou paramétriques) sont exposés aux bruits. Le bruit introduit une augmentation parasite de la volatilité dans le comportement de l'indice par rapport au marché. Cette volatilité excessive ne s'exprime qu'à court terme car le bruit n'étant par définition pas cumulatif, le comportement à long terme de l'indice correspond à celui du marché. Le bruit introduit également un effet d'auto-corrélation négative entre les rendements successifs de l'indice.

Les indices construits à partir de valeurs d'expertise sont exposés aux lissages. Ces lissages proviennent de la méthodologie elle-même car la modélisation à partir de l'actualisation des loyers a tendance à reconduire à chaque évaluation les paramètres précédents. Le lissage introduit une diminution parasite de la volatilité dans le comportement de l'indice par rapport au marché. Ce manque de volatilité ne s'exprime qu'à court terme car, en progressant dans le temps, l'indice va finir par recoller au comportement du marché. Le lissage introduit également un effet d'auto-corrélation positive entre les rendements successifs de l'indice.

Bruits et lissages peuvent être présents à des degrés divers dans des indices de valeurs transactionnelles comme de valeurs d'expertise. Les indices transactionnels hédoniques construits sur des méthodes économétriques nécessitant beaucoup de données et couvrant donc des périodes longues peuvent exhiber un certain lissage. De même des indices de valeurs d'expertise construits à partir d'échantillons trop petits ou pas assez représentatifs peuvent contenir du bruit.

212 Indices existants et producteurs d'indices

Les indices existant aujourd'hui couvrent une large variété d'actifs sur des zones géographiques diverses avec des fréquences, des délais de publication et des historiques très disparates.

Marché des logements

Les indices les plus communément utilisés sont les indices Notaires INSEE construits selon la méthode hédonique à partir des bases de données notariales sur les prix de transactions. Ces indices sont calculés trimestriellement pour des agglomérations particulières (Paris, Lyon, Marseille), des départements, des régions et au niveau national depuis le 1er trimestre 1996 et publiés avec deux mois de délai. Des indices mensuels sont également disponibles sur la région Île-de-France calculés directement par les notaires depuis 1990 pour Paris et la première couronne, depuis 1996 pour la deuxième couronne.

Les indices des réseaux d'agences immobilières, FNAIM, Century 21, LaForêt, ORPI, etc., sont également très répandus. Ils sont construits selon le principe de la méthode paramétrique avec des ajustements de type hédonique pour corriger des effets de qualité et de structure: ce sont des moyennes de prix au mètre carré calculés sur des segments de marché homogènes pondérées par les volumes de transactions observés sur longues périodes sur ces segments. Ils sont en général mensuels.

L'indice RPX IEIF Paris Metropolitan Area est construit également selon le principe de la méthode paramétrique. La méthode a été élaborée par la société américaine RadarLogic à partir de l'observation du prix des logements aux Etats-Unis et adaptée par l'IEIF aux informations contenues dans les bases de données notariales sur la zone métropolitaine de Paris Île-de-France. RadarLogic a en effet constaté que la distribution des prix au mètre carré sur une période donnée obéit à une loi de probabilité de forme identique dans le temps, seuls les paramètres de cette loi changent⁽¹⁾. L'indice est calculé comme la médiane de cette loi de probabilité dont les paramètres ont été ajustés à partir des données observées, ceci permet de corriger la granularité du marché et d'éliminer les valeurs aberrantes. Cette méthode permet de calculer des indices journaliers à partir d'une quantité d'information relativement faible : un mois de transactions avec deux mois de délai suffit dans le cas de la zone métropolitaine de Paris Île-de-France. L'indice est ainsi très réactif et est publié avec une fréquence élevée. Il a été rétroposé quotidiennement depuis le 1er mars 1996.

L'indice IPD Résidentiel, construit selon la méthode des valeurs d'expertise, est un indice annuel publié depuis 1986 avec trois mois de délai. Il est fortement biaisé par la composition des portefeuilles institutionnels investis en immobilier résidentiel qui est concentrée à près de 90% en Île-de-France alors que la région ne présente que 30% environ de la valeur total du parc.

Il n'existe pas en France d'indices construits à partir de la méthode des ventes répétées. Des recherches approfondies ont été effectuées à partir des bases de données notariales sur Paris mais n'ont pas débouché sur la construction d'un indice publié régulièrement.

Les indices évoluent de façon contrastée selon la méthode de calcul. Le graphique suivant montre les variations annuelles de 1997 à 2010 des indices Notaires INSEE Île-de-France, RPX IEIF Paris MA et IPD Résidentiel qui ont à peu près la même couverture géographique.

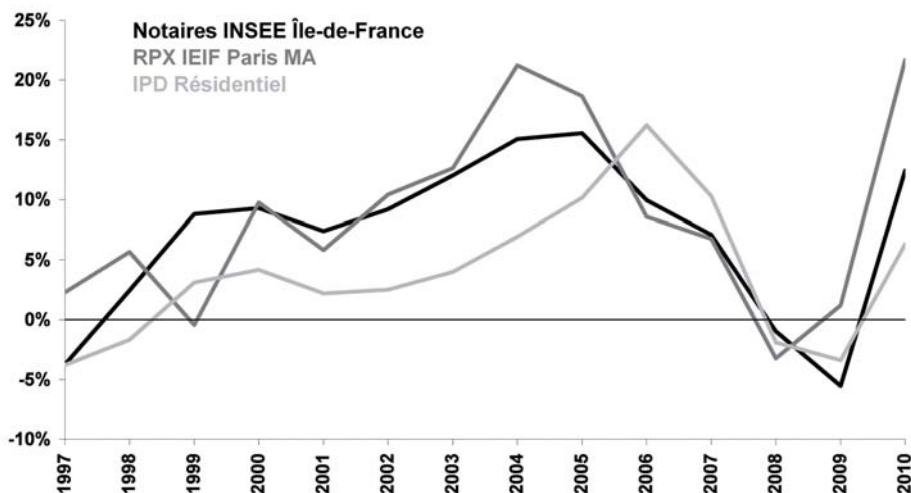
Comme prévu, l'indice de valeurs d'expertise IPD Résidentiel progresse moins vite que les autres et avec retard alors que l'indice paramétrique RPX IEIF est plus volatile que les autres et réagit en anticipation.

Marché de l'immobilier d'entreprise

Les indices les plus communément utilisés sont les indices IPD de valeurs d'expertise. Ils se présentent sous la forme de rendement locatif (revenus locatifs/valeur d'expertise) et de rendement en capital (variation de valeurs d'expertise). Ces indices sont calculés annuellement à partir de portefeuilles totalisant 114 milliards d'euros à fin 2010, représentant 54% du stock d'immobilier détenu par les investisseurs institutionnels. Ils sont publiés avec trois mois de délai. Ils couvrent trois types d'immobilier d'entreprise : les bureaux depuis 1986, les commerces, les locaux industriels incluant les plateformes logistiques et enfin les locaux de services (hôtels, cliniques, etc.) depuis 1998. Depuis 2009, des indices semi-annuels sont publiés à partir de portefeuilles

(1) Il s'agit en fait une combinaison de trois lois de puissance ou lois de Pareto, les lois de puissance décrivent de nombreux phénomènes économiques et sociologiques.

Variation annuelle des indices de prix des logements anciens



totalisant 35 milliards d'euros à fin 2010, représentant 16% du stock d'immobilier détenu par les investisseurs institutionnels.

Les intermédiaires tels que CBRE, DTZ, Jones LangLasalle, BNP Paribas Real Estate, Cushman & Wakefield, Knight Sturge, etc. publient des indices trimestriels de loyers et de taux de capitalisation de type paramétrique à partir de valeurs transactionnelles sur les segments de marché les plus demandés (« prime »), certains depuis très longtemps (1974 pour CBRE). Ces indices sont disponibles avec un délai d'un mois environ.

Sur certains segments de marché spécialisés, des indices transactionnels ont été développés par des sociétés de conseil comme MKG sur l'investissement hôtelier.

Il n'existe pas en France d'indices construits à partir de la méthode hédoniques ou des ventes répétées. Des recherches approfondies ont été effectuées mais n'ont pas débouché sur la construction d'indices publiés régulièrement.

Notons enfin que des indices transactionnels d'immobilier indirect ont été développés par l'IEIF sur les actions de foncières cotées en collaboration avec Euronext. Cet indice, dénommé Euronext IEIF SIIC France, englobe l'ensemble des sociétés immobilières ayant opté pour le régime SIIC de transparence fiscale. Il est disponible en temps réel depuis fin 2002.

L'IEIF a également développé en collaboration avec l'EDHEC un indice sur la valeur des parts des SCPI à capital fixe échangées sur le marché secondaire organisé par les sociétés de gestion. Cet indice, dénommé EDHEC IEIF Immobilier d'Entreprise France, est publié mensuellement depuis juin 2008 avec un délai de dix jours. Il a été rétropolé sur une base semestrielle depuis fin 1980. Ces indices peuvent servir d'estimateurs de la performance du marché immobilier à moyen et long terme.

Gouvernance et pérennité des indices

La crédibilité d'un indice repose sur l'ensemble de sa chaîne de production depuis la vérification de la qualité des données de base, jusqu'à la transparence de sa méthode de calcul et à la fiabilité de sa diffusion. La surveillance

de l'indice par un comité scientifique indépendant du gestionnaire de l'indice permet également d'assurer la crédibilité de l'indice.

Pour une utilisation dans le cadre de contrats dérivés, il existe un risque sur la pérennité des indices notamment lorsque ceux-ci sont produits par des organismes privés n'ayant pas de business-modèle stable et générateur de revenus récurrents ou lorsque qu'ils sont produits par des organismes publics ou parapublics pouvant faire l'objet de coupes budgétaires. D'autres occurrences peuvent se produire. Des interruptions ou des retards imputables à des problèmes techniques se sont souvent vus dans les publications d'indices immobiliers. D'autres occurrences plus triviales peuvent aussi survenir : certains indices gratuits peuvent devenir payants (l'université de Hong Kong a ainsi rendu payants les indices HKU REIS -Hong Kong University Real Estate Index Series- qu'elle publiait gratuitement depuis plusieurs années et que de nombreux acteurs utilisaient pour suivre l'évolution des prix résidentiels sur plusieurs zones de Hong Kong).

Indices servant de support aux instruments financiers dérivés

Pour servir de support d'instruments financiers dérivés, un indice doit jouir de certaines propriétés :

- Représentativité du marché bien évidemment avec une publication fréquente,
- Possibilité d'être répliqué par les opérateurs de marché, ce qui implique la transparence dans les règles de calcul,
- Possibilité par les opérateurs de marché de pouvoir investir physiquement dans l'indice. Sous certaines conditions un marché dérivé peut fonctionner sans cette propriété « d'investissabilité ».

Le seul indice utilisé aujourd'hui comme support d'instruments financiers dérivés est l'indice IPD Bureaux. Le montant notionnel de ces instruments s'élève à 140 millions d'euros à fin mars 2011, ce qui représente à peine 0,05% du stock d'immobilier détenu par les investisseurs institutionnels. Le montant notionnel était de 1,2 milliards d'euros fin juin 2008 au maximum d'activité sur les dérivés. Les dérivés sur immobilier constituent donc aujourd'hui en France un marché très anecdotique.

De par leurs qualités intrinsèques et leur fréquence de publication, d'autres indices sont susceptibles d'être utilisés en tant que support de dérivés : les indices d'immobilier indirect Euronext IEIF SIIC France et EDHEC IEIF Immobilier d'Entreprise France pour l'immobilier d'entreprise, mais également l'indice RPX IEIF Paris MA pour l'immobilier résidentiel.

Nouveaux développements

La région Paris Île-de-France ne représente que 15% environ de l'ensemble des transactions sur les logements en France, le développement d'indices de type RPX sur d'autres grandes zones métropolitaines comme Marseille, Lyon et Lille serait certainement souhaitable.

Ce besoin ne s'exprime pas avec la même acuité en ce qui concerne l'immobilier de bureaux sachant qu'en moyenne 85% des transactions sur ce marché sont réalisées en Île-de-France. En revanche la publication plus fréquente, trimestrielle voire mensuelle, d'indices de valeur d'expertise sur le marché des bureaux serait souhaitable afin d'animer un marché des dérivés.

Des indices de fréquence plus élevée qu'annuelle seraient également utiles sur les commerces et les locaux logistiques, sans doute à l'échelle européenne pour ce dernier segment. Enfin des segments particuliers comme l'investissement hôtelier, à la frontière du capital-investissement et de l'immobilier, pourraient bénéficier de la publication d'indices ad hoc.

22 La gestion des risques

Les enjeux :

- Un marché de contrats dérivés flexible de gré à gré mais sécurisé par le recours à la compensation
- La formation des acteurs immobiliers au fonctionnement du marché dérivé est particulièrement cruciale
- Réglementation et comptabilité doivent prendre en compte la spécificité des contrats dérivés

Un marché actif de dérivés immobiliers permettrait d'améliorer grandement le fonctionnement du marché immobilier physique. Gérer le risque de prix immobilier indépendamment du marché physique améliorerait l'allocation globale du capital entre les différents intervenants sans que les lenteurs et les coûts inhérents au marché physique n'entravent le processus. Compte tenu de la faible liquidité du marché physique, les périodes de hausse de prix sont amplifiées par la difficulté à trouver des vendeurs de biens d'investissement et les périodes de baisse par la difficulté à trouver des acheteurs. La possibilité de recourir à une position synthétique à l'achat ou à la vente, adossée in fine au stock d'immobilier existant sachant que le dérivé ne crée pas plus d'immeuble qu'il n'en détruit, pourrait réduire l'amplitude des cycles.

La perception du risque immobilier serait aussi améliorée par l'observation des prix des contrats dérivés. Si les marchés dérivés sont suffisamment liquides, ces prix pourraient être observés beaucoup plus fréquemment que ne sont publiés les indices immobiliers et fournir ainsi aux intervenants une information très utile sur les anticipations du marché.

220 Organisation du marché dérivé

Afin d'assurer la transparence du marché et simultanément de ne pas faire courir aux intervenants un risque de contrepartie, les opérations de marché devraient être compensées par une chambre de compensation. Un certain nombre de contreparties souhaitent en effet ne pas être exposées au risque de crédit d'une banque. De même, les banques ne souhaitent pas traiter de contrats dérivés avec un grand nombre de contreparties trop petites car les transactions sont peu rentables et elles perçoivent leur risque de crédit comme étant trop élevé. Une chambre de compensation permettrait ainsi de traiter une grande variété de tailles de contrats.

En revanche l'organisation du marché devrait rester de gré à gré afin de permettre la conclusion de tout type de contrats et d'assurer un grand degré de flexibilité dans la structure de ces contrats (maturité, taille,...). La bourse allemande Eurex a lancé récemment un marché de contrats « futures » sur indices IPD UK. Il s'agit de contrats à la taille et aux maturités standardisées. Ce marché ne s'est pas vraiment développé. La tentative était prématurée au regard de la faible liquidité dont jouit le marché de gré-à-gré et une telle initiative n'aura de sens que lorsque le marché de gré à gré aura décollé.

Néanmoins, afin d'optimiser la liquidité du marché de dérivés, seul un nombre restreint d'indices immobiliers particulièrement adaptés aux besoins des intervenants potentiels devrait être utilisés comme supports de contrats.

221 Formation des acteurs

La formation des intervenants est clé pour la réussite du marché. L'initiative prise en Angleterre en 2010 par Investment Property Forum, avec le soutien de Legal & General Investment Management et Grosvenor Group d'un « Derivative Trading Game » ouvert à tous les professionnels de l'immobilier : investisseurs, promoteurs, banques, avocats, experts-comptables, évaluateurs,... a connu un franc succès avec plus de 200 intervenants. Car le fonctionnement des marchés dérivés n'est pas très connu du monde de l'immobilier. La question centrale de la formation des prix de contrats dérivés sur un marché n'est aussi pas largement maîtrisée.

222 Réglementation et comptabilité

Les utilisateurs qui entrent dans un marché doivent y trouver plus d'avantages que d'inconvénients. Une des données réglementaires qui semble aujourd'hui être un élément bloquant pour l'utilisation généralisée d'outils de couverture est la possibilité de l'adoption d'une comptabilité de couverture.

Sans possibilité d'adoption d'une comptabilité de couverture, les utilisateurs ont à subir la volatilité du « mark-to-market » des outils dérivés dans leurs comptes. Certaines sociétés ne sont pas gênées par cette volatilité mais, selon l'usage qui est fait des outils dérivés, il devrait être possible de faire le choix d'une comptabilité plutôt que d'une autre. Il existe des exemples de sociétés en France ou à l'étranger qui ont utilisé la comptabilité de couverture de façon totale ou partielle mais dans tous les cas, le flou jurisprudentiel sur la question et la nécessité de négocier au cas par cas avec des commissaires aux comptes ne facilite pas l'adoption généralisée des outils dérivés.

Au-delà des questions comptables, la jurisprudence de l'AMF sur les indices immobiliers, qu'elle ne considère pas comme des « indices financiers », rend difficile l'utilisation par les professionnels d'outils dérivés au sein de véhicules réglementés alors qu'ils sont pourtant désireux de le faire.

Sur le plan réglementaire, les normes prescrites par Bâle III et Solvabilité II devraient rendre l'utilisation d'outils de couverture encore plus cruciale pour les institutions bancaires et d'assurances car leurs consommations de fonds propres pourraient être réduites sur la classe d'actifs immobiliers par l'utilisation de couvertures indicelles.

Rapports contributif N°2

ÉPARGNE & VÉHICULES D'INVESTISSEMENT

Animateur et rapporteur : **M. Bernard COLOOS**

Parrain : **M. Dorian KELBERG**

Participants :

M. Bernard BARET – ASPIM

Mme Yasmine BENHAMIDA – UFG REM

M. Bernard COLOOS – FFB

M. Gilbert EMONT – FINANCE INNOVATION

M. Jean-Baptiste FAYET – Crédit Agricole CIB

M. Guillaume FIASTRE – TALIANCE

Mme Laurence FHIMA – Société Générale

Mme Alix GUERIN – AFG

M. Eric GOURDON – AVIVA INVESTORS

M. François JOUVEN – AKERYS

M. Dorian KELBERG – FSIF

M. Alain LAURIER – PERL

M. Christophe MONTCERISIER – RBS

M. Patrice ROSSARD – ASPIM

M. Christophe SCHEIDAUER – PIDFCE

M. Gérard TISSIER – SENIOR STRATÉGIC

EXÉCUTIVE SUMMARY

OO Grands enjeux de la problématique :

L'innovation financière paye. La réforme du statut des SCIC en 2003 et la création des OPCI l'attestent. En se limitant au premier exemple, le nouveau régime a permis un très fort développement du secteur coté au bénéfice de l'ensemble de l'économie nationale.

Cette innovation paraît d'autant plus nécessaire que les besoins prioritairement dans le secteur résidentiel, mais aussi dans le non-résidentiel, restent considérables (croissance démographique, vieillissement, Grenelle de l'environnement, besoins d'équipements comme les prisons, les universités, etc.).

Cette dernière doit toutefois, pour être efficace intégrer les contraintes de marché et s'inscrire dans un environnement fiscal et légal, sinon attractif, au moins adapté. L'action des pouvoirs publics doit avoir pour finalité d'éviter la multiplication des réglementations tatillonnes et de créer un tel cadre, au regard des pratiques en vigueur de par le monde.

Bien que le retour des investisseurs institutionnels dans le secteur du logement paraisse à beaucoup souhaitable, il semble à l'analyse et au regard des contraintes de rentabilité, de marché et réglementaires que cela soit un faux sujet, même si le débat reste ouvert et n'est pas près de se clore. La primauté des ménages sur ce type d'actifs s'inscrit dans notre pays, comme dans bien d'autres, comme un élément durable du paysage. Ce constat conditionne fortement les orientations et recommandations du groupe de travail.

La sous-pondération des actifs immobiliers non résidentiels pour l'essentiel, au regard notamment des recommandations des modèles, n'en paraît pas moins une anomalie à corriger, ce qui devrait intervenir avec les nouvelles normes prudentielles pour les assureurs qui pondèrent cette classe d'actifs à 25 % seulement. Il y a là un chantier essentiel.

Sur le marché du non-coté, la coexistence durable des produits offerts (SCPI et OPCI), constitue un atout. Le bon choix réside donc non pas dans la suppression de telle ou telle famille, mais dans la formulation de propositions permettant d'assurer le développement harmonieux des fonds immobiliers destinés au grand public.

Les recommandations concernant l'investissement immobilier, évoquées ci-après, ne trouveront leur efficacité que dans le respect d'un certain nombre de pré-requis :

- la stabilité des règles, qui se concilie plus ou moins aisément avec la nécessité de réformer, mais n'en reste pas moins un objectif incontournable ;
- la sécurité des placements, ce qui renvoie à la question cruciale du contenu et de la nature des baux et donc de la rentabilité ;
- la compétitivité de la « pierre française », d'où la nécessité d'un cadre fiscal, financier et juridique approprié, ce qui est loin d'être toujours le cas.

01 Synthèse des propositions :

010 Propositions sur les fonds non cotés.

Assouplir le cadre juridique, technique et fiscal des SCPI.

Élaborer un schéma de fonds de placement immobilier (FPI), avec une exposition à l'immobilier analogue aux SCPI et dont la liquidité serait aménagée par le biais de « gates » (gestion quantitative du flux net sortant en fonction des circonstances de marché).

Modifier et compléter l'environnement juridique de l'OPCI afin d'assurer un développement du produit auprès du grand public.

Assurer un traitement approprié de la fixation de la décote des parts de SCPI en fonction de la durée de détention et/ou du temps restant à courir avant la dissolution de la SCPI.

011 Propositions pour le développement de nouveaux produits logement

Instaurer une incitation fiscale pérenne à l'investissement locatif neuf avec un taux cible minimum de 15% en libre et de 25% en intermédiaire.

Sortir de la marginalité le logement social privé, vieille revendication du secteur privé plus facile à énoncer qu'à faire, en particulier dans un contexte de restrictions budgétaires. L'évidence reste toutefois que logement social de droit et de fait ne coïncident pas et que les HLM ne peuvent suffire à couvrir les besoins.

Permettre dès lors en priorité un développement accéléré de l'Usufruit locatif social (ULS) dans le neuf, ce qui passe notamment par la possibilité de créer des SCPI ULS sur le modèle des SCPI Scellier.

Moderniser et développer, via des véhicules de mutualisation des risques, les ventes en viager qui aujourd'hui restent confinées à certaines niches.

012 Propositions sur le portage financier.

Lancer des véhicules immobiliers chargés du portage des murs des structures médico-, sociales. Le succès du lancement d'un tel véhicule passe avant tout par le repérage d'actifs et des contrats d'engagement d'achat avec les exploitants.

Répondre, via le leasing foncier, aux besoins de portage foncier via le développement des baux à construire sous la condition de reprise du terrain par le détenteur de la construction.

Assurer une alimentation financière adaptée des opérations réalisées en PPP, moyen parfaitement adapté à la réalisation d'opérations lourdes dans un contexte de pénurie budgétaire, en rappelant qu'en la matière, il convient d'éviter toute approche dogmatique dès lors que les PPP servent bien à faire plus.

L'importance d'une réflexion sur l'innovation financière dans le domaine de l'immobilier s'impose comme une évidence, dans un contexte de forte concurrence quant aux choix d'affectation de l'épargne et de remise en cause de l'immobilier en général, et du logement en particulier, comme facteur de détournement de l'épargne au détriment d'investissements plus productifs. Pour preuve, l'OCDE vient de publier un long document de recherche, suite à l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis, qui souligne :

- d'une part que l'explosion des prix des logements ne dépend pas uniquement des facteurs macroéconomiques traditionnels que sont les revenus et les taux d'intérêt⁽¹⁾ ;
- d'autre part, que « la déréglementation et l'innovation⁽²⁾ » sur les marchés hypothécaires, jointes à des mécanismes de contrôle inadaptés, ont contribué à un assouplissement notable des normes en matière de prêt, à une augmentation des prêts improductifs et à la crise des « subprimes »⁽³⁾.

(1) Logement : la rareté au prix fort. IEIF, octobre 2010.

(2) Soulignées par nous.

(3) Le logement et l'économie, des politiques à rénover, OCDE, point II.

Au sein du Groupe de Travail, trois points introductifs de constat ont fait consensus pour éclairer les analyses et les professions qui suivent :

Constat 1 : des besoins avérés

Qu'il s'agisse du secteur non résidentiel et / ou du secteur résidentiel, les besoins, tant en ce qui concerne la construction que l'amélioration du parc existant, se révèlent gigantesques.

Il suffit à ce titre de mentionner :

le dynamisme démographique du pays (cf. problématique sur le calibrage global des besoins en logement avec notamment les travaux de l'IEIF et autres et de manière plus fine pour certains groupes cibles, jeunes, étudiants, etc.) ;

les conséquences énormes du Grenelle de l'environnement sur le parc de bureaux et les locaux administratifs, avec l'amorce d'un processus de fuite vers la qualité, mouvement qui va générer s'il se confirme, des besoins énormes en financement, besoins qui inquiètent les investisseurs au sens large ;

les conséquences tout aussi lourdes du vieillissement de la population et son corollaire, le développement de la dépendance, qui exige le développement d'une offre adaptée avec assistance médico-sociale ;

les besoins d'équipement du pays en matière de prisons, d'universités, de stades, de tourisme etc., avec la nécessité de trouver dans un contexte financier durablement difficile de nouvelles formes de financement, alliant public et privé.

Ces besoins devront être satisfaits. Certes, les investissements immobiliers sont inducteurs de croissance, mais aussi et surtout l'investissement immobilier est induit par la croissance.

Les éléments statistiques sur le caractère inducteur de croissance sont connus et répertoriés, en particulier pour ce qui concerne l'emploi direct et indirect.

Mais il faut aussi insister sur l'indispensable accompagnement de toute croissance : création d'emploi, besoin de bureaux de qualité, développement du commerce, etc.

Il est de la plus grande importance d'identifier, sur les différents segments de marché, les besoins et de tenter d'authentifier secteur par secteur les quantités et flux associés. Il convient en effet de s'interroger également sur les secteurs les plus appropriés pour répondre aux besoins, notamment en matière de logement mais pas seulement. Il n'est pas sans intérêt de revisiter les poids respectifs du locatif, de l'accession d'une part, la localisation des opérations, au regard par exemple des impératifs du Grenelle de l'environnement d'autre part. Il n'est pas non plus sans intérêt de noter que les analystes s'attachent de plus en plus à des approches plus fréquentes sur les « nouvelles » demandes : hébergement médico-social, dépendance, jeunes, viager, foncier démembré, etc.

Constat 2 : les pré-requis de l'investissement

L'investissement immobilier est un investissement lourd et peu liquide (sauf forme particulière). Les biens immobiliers sont par nature localisés et non homogènes, ce qui leur confère des avantages, mais aussi des inconvénients pour les investisseurs et les marchés financiers. A cela, il convient d'ajouter une certaine opacité des marchés (plus ou moins forte selon le cas).

Il est donc, dans ces conditions, de la plus extrême importance que l'environnement fiscal et légal des marchés immobiliers soit le plus adapté, le plus attractif possible. Toute évolution sur un de ces paramètres peut influencer le flux de revenus locatifs et par la même la valeur future de l'actif. De ce point de vue, le risque immobilier s'avère particulièrement élevé (cf. nombre de réformes sur le passé récent) et difficile à mesurer.

On parle ici évidemment des risques dits systémiques (ou de marché) et non pas de risques spécifiques ou diversifiables associés à tel ou tel actif, à telle ou telle classe d'actifs.

Or, le secteur de l'immobilier, non-résidentiel en particulier, a profondément évolué depuis 15 à 20 ans en France et dans le monde. Les immeubles sont aujourd'hui gérés et arbitrés comme des actifs financiers et sont devenus une classe d'actifs à part entière⁽¹⁾.

La prise en compte des spécificités associées au caractère durable impose le respect de trois grands pré-requis, qui conditionnent l'attractivité du placement pierre, à savoir :

- la stabilité des règles, qui est une antienne de tous les discours, ce qui se concilie plus ou moins aisément avec la nécessité de faire évoluer les règles, mais n'en reste pas moins un objectif incontournable ;
- la sécurité des placements, qui renvoie notamment à la nature des baux qui présente une grande diversité en fonction des usages, mais aussi des pratiques. A ce titre, rien que pour la durée des baux commerciaux, et/ou les conditions de révision et d'indexation des loyers, on observe l'existence de règles très variables. Or, tous ces éléments ont une grande importance sur la rentabilité des investissements ;
- la compétitivité de la « pierre française » en général.

L'immobilier appartient de plus en plus aux professionnels de la finance qui arbitrent entre différentes opportunités de placement, mais aussi entre pays. Les marchés immobiliers nationaux, face à l'Europe, mais aussi plus largement face au monde, sont aujourd'hui en compétition et doivent se distinguer face à la concurrence afin de mieux répondre aux attentes des utilisateurs et des pouvoirs publics.

Il faut donc veiller en la matière à offrir aux investisseurs un cadre fiscal financier et juridique approprié qui, dans la mesure du possible, offre un avantage comparatif à Paris par rapport aux autres grandes places financières, sans pour autant accroître les risques associés. Une telle exigence n'est pas sans échos avec les éléments du débat exposé en introduction de la partie I.

Constat 3 : les instruments et les moyens au service des objectifs

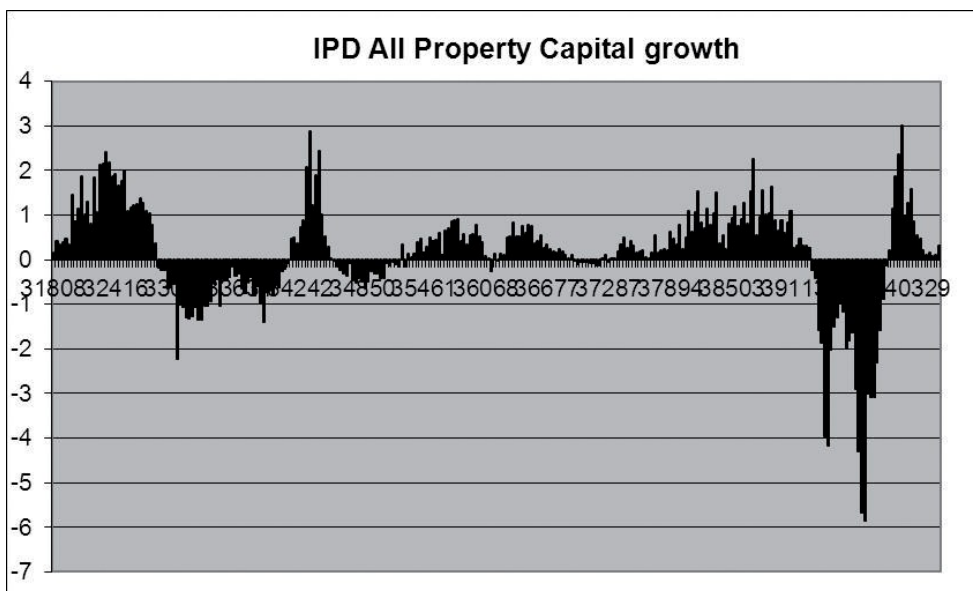
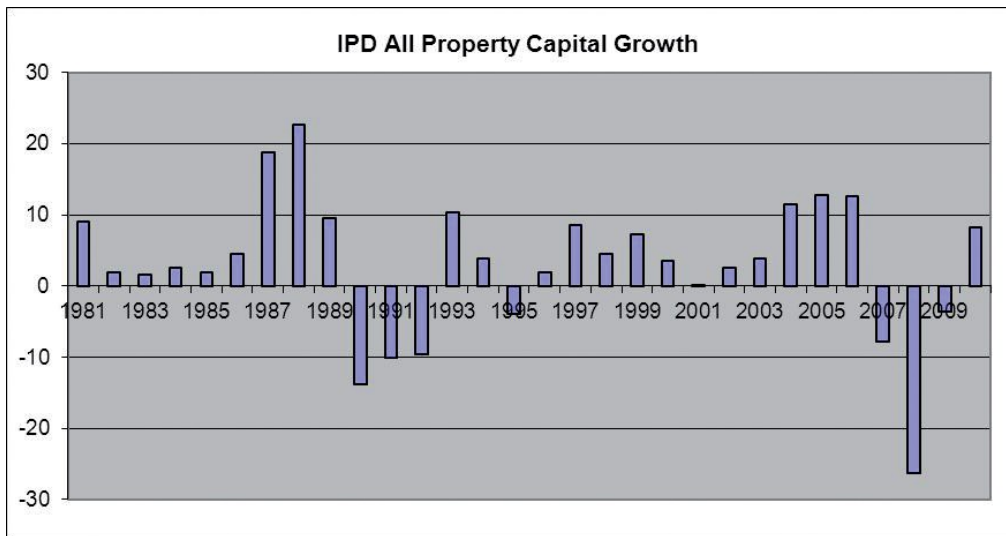
La recherche d'une plus grande efficacité des marchés immobiliers et du placement pierre impose de jouer, de manière concomitante sur quatre leviers, à savoir :

- le couple risque-rendement, qui s'impose à tout investisseur ;
- la volatilité, face à des marchés de plus en plus cycliques (cf. graphiques joints) ;
- la sécurisation, en particulier au regard des baisses ;
- la liquidité, or l'immobilier n'est pas liquide par nature.

Au-delà de la nécessaire plus grande transparence des marchés qui nécessite la production de statistiques et d'indices plus fiables et plus nombreux, la finance est de plus en plus concentrée et de plus en plus européenne. Il importe donc de réfléchir tout à la fois à la définition d'un cadre européen qui petit à petit s'imposera, et aux voies et moyens pour y parvenir, en faisant du marché français une référence.

La volatilité est plus faible en France mais elle est au moins de 50% de celle constatée au Royaume-Uni. De plus, elle est mal mesurée faute d'indice mensuel pour la connaître.

(1) Voir sur ce sujet parmi les nombreuses publications, « Les mutations de l'immobilier autrement » par I. Nappi-Choulet.



Ces deux graphiques décrivent la performance en capital (uniquement) de l'immobilier britannique tous types d'actifs confondus en mensuel et en annuel. On y constate des hausses/baisses annuelles de prix au-delà de +20% ou en deçà de -25%. En mensuel, on constate des hausses/baisses de prix sur un mois de +3% à quasiment -6%.

Cette appréciation des produits, au-delà de l'offre existante avec la pierre papier, le foncier côté, doit intégrer l'un des défis et / ou préoccupations des ménages : comment mieux répondre au souci d'obtenir des compléments de revenus sécurisés pour la retraite. A la lumière de ces constats liminaires, le groupe a souhaité explorer quatre champs prioritaires.

1 Le rôle dévolu aux investisseurs institutionnels dans le logement : un vrai faux sujet ?

Le dualisme du parc locatif français, avec d'un côté les HLM pour le parc social et de l'autre les personnes physiques pour le parc privé, tranche avec la situation qui prévaut dans les pays comme l'Allemagne ou la Suisse, où l'on observe une forte présence des investisseurs personnes morales privées dans l'ensemble du parc locatif. Longtemps, ce fut pourtant également le cas en France (cf encadré 1). La situation actuelle résulte d'un vaste mouvement de désengagement des investisseurs institutionnels amorcé au cours des années quatre-vingt. Aux interrogations sur l'origine de ce phénomène, les professions avancent deux raisons principales : le déséquilibre des rapports locatifs en faveur des locataires ; le niveau de rentabilité.

Force est de constater qu'en Allemagne, le rendement locatif se situe entre 7 et 8% pour le cœur de marché, avec des exceptions entre 5 et 6% pour les segments supérieurs et jusqu'à 10% et plus pour les marchés les plus risqués. En France, pour le cœur de marché, on retient plus communément 4 à 5%, voire moins encore sur les marchés tendus. Ce chiffre s'entend hors plus-values en capital. La totalité des charges et les impôts fonciers sont entièrement à la charge des locataires. De plus, en Allemagne, beaucoup soulignent qu'il n'existe pas de régime spécifique de soutien à l'investissement locatif neuf, en oubliant de mentionner l'existence d'un système dérogatoire d'amortissement plus favorable pour tel ou tel type d'opérations. L'absence d'avantages concurrentiels, via l'imposition sur le revenu en faveur des ménages, combinée à des taux de rendement attractifs expliquerait pour l'essentiel non seulement la forte implication des institutionnels privés sur ce marché mais leur implication croissante depuis les années 2000 à l'occasion des vagues massives d'externalisation des portefeuilles issus du secteur public et industriel (plus de 500 000 logements vendus).

A contrario, les incitations relatives aux régimes locatifs souvent évoqués paraissent moins pertinentes, à l'exception du volet charges. La comparaison France / Allemagne souligne en effet le régime très protecteur accordé aux locataires allemands : baux à durée illimitée ; droit au maintien dans les lieux ; pas de congé pour vente. Un tel régime apparaît au regard des standards français comme excessivement protecteur et en tout état de cause déséquilibré (cf. études ANIL).

Pour beaucoup d'observateurs, l'explication fondamentale renvoie donc à la démographie. L'offre étant supérieure à la demande, les loyers et plus encore les prix en Allemagne sont bas. La situation est inverse dans le cas français. Qui plus est, la population se répartit de manière équilibrée en Allemagne sur l'ensemble du territoire. En Europe, le problème de la région parisienne ne se compare qu'à celui du Grand Londres. Dans ces conditions, il semble difficile d'incriminer au premier chef les rapports locatifs. Il semble surtout difficile de faire de l'Allemagne un modèle « facilement » transposable et de considérer la situation française comme une exception (cf encadré). La réalité européenne est au rebours de cette vision. Les deux tableaux ci-après montrent que le parc locatif privé est presque partout (sauf aux Pays-Bas) d'abord l'apanage des ménages. Certes la situation est plus accentuée en France qu'ailleurs. Ne serait-ce que du fait que l'immobilier locatif compense pour partie l'absence de fonds de pension. Il convient dès lors de ne pas confondre dans l'exposé des facteurs justificatifs ce qui relève de l'explicitation des différentiels observés entre pays et ce qui explique la primauté des ménages sur ce type d'actifs.

Landlords

(for-profit and non-profit, including pension funds)

Country	Individuals/couples (professionals or sideline)	Institutions	Other
Australia	Almost all		
France	95.1	3.3	1.6
Ireland	90		
Belgium	86	14	
Spain	86	6.7	7.2
Norway	78	22	
USA	78	13	9
UK	75	25	
Finland	60	37	3
Germany	61	17	22
Netherlands	44	37	19
Sweden	Few	Most	
Austria	Few	Most	

LSE

Some similarities: Size of PRS

Country	%
Germany	59
USA	32
Australia	25
France	22
Belgium	18.5
Norway	17
Sweden	17
England	17
Netherlands	10
Spain	7

LSE

Source : Kath Scanlon, LSE, article à paraître.

Encadré 1 : Conclusions and future trends

Comparative analysis suggests that there are some important general trends across Europe but also certain obvious differences. First, in almost all Northern European countries there is less emphasis on the provision of traditional social rented housing and more on providing a range of affordable tenures. There has also been a major shift away from special circuits of finance for social housing to the use of private finance and even private equity. The financial crisis has to some extent reversed these trends, at least temporarily, because public investment in housing has been seen as a useful stimulus, often involving public land and therefore lower financing requirements.

Second, there is a general shift away from subsidising supply and towards income-related support for tenants. This often entails raising rents as well as increasing borrowing against the value of the existing housing stock. Third, there is a trend towards housing lower-income and more vulnerable households in the social sector. This was in part because of falling demand from higher-income households but more because, until recently, worsening affordability excluded low-income households from market housing. In addition, EU rulings restricting state aid to housing for middle-income households have increased the emphasis on housing the poor.

A fourth important trend is the increasing emphasis on improvement and regeneration of existing post-war housing to bring the stock up to date and redevelop areas where employment has declined. Social housing providers are often major partners in the delivery of mixed-use and mixed-tenure schemes.

A particular issue in France is the legacy of the past, in the form of large mono-tenure estates. Given the available stock, a move towards allowing only the poorest and most vulnerable people to live in social housing will inherently lead to greater concentrations of poverty and segregation in these estates. This is a problem identified across much of Northern Europe – but it is of particular relevance in France because of the nature and location of the poorer-quality social housing stock.

Source : Whitehead pour l'OCDE : "French Social Housing in an International Context".

Face à ce constat de retrait des institutionnels du domaine du logement (cf encadré 2), deux attitudes ou opinions très tranchées se sont exprimées au sein du groupe, fidèle reflet des débats en cours si ce n'est au sein de la société française, au moins du monde de l'immobilier (en y incluant les politiques).

Encadré 2 : Le parc détenu par les personnes morales ne représente plus que 274.000 logements, alors que les ménages possèdent :

- 6,3 millions de logements destinés à la location ;
- 16,1 millions de logements occupés par leur propriétaire.⁽¹⁾

Le désengagement des institutionnels fut très marqué puisque en 1990, le parc de logements détenus avoisinait 850.000 logements. Cette situation s'explique pour l'essentiel par le fait que les actifs résidentiels n'offrent plus de rentabilité suffisante d'une part, la législation depuis vingt à trente ans a, petit à petit, édifié un cadre légal destiné à protéger les locataires au détriment des propriétaires⁽²⁾ ; Gécina est la dernière Foncière française ayant encore des logements à niveau significatif. Elle cède cependant 200 à 300 millions d'euros par an via la vente au détail. Elle procède également à des ventes en bloc pour une centaine de millions⁽³⁾.

Au regard de l'offre existante et des besoins des ménages, le problème majeur s'observe sur les marchés tendus (soit environ une quinzaine de zones en France) avec la quasi disparition du parc locatif intermédiaire. Sur ces

(1) Ces chiffres n'intègrent pas les résidences secondaires et les logements vacants largement détenus eux aussi par les propriétaires occupants.

(2) Ce point fait l'objet de moult controverses. Voir à ce titre l'étude de B. Vorms, Marché transparent, marché pacifié, Le rôle des miroirs de loyers en Allemagne, Habitat & Actualité, ANIL, février 2011, 12 pages.

(3) Les Echos du 25 Octobre 2011.

zones, compte tenu de l'écart entre loyers sociaux et loyers de marché, il y a rupture de la chaîne du logement⁽¹⁾. La question du retour des propriétaires institutionnels sur ce marché apparaît dès lors comme prioritaire, alors même que le développement de l'offre locative nouvelle se fait via les instruments de défiscalisation destinés aux ménages (directement ou indirectement).

Pour autant, tout n'est peut-être pas totalement écrit, comme le montre l'article ci-après :

« L'immobilier n'en est plus à un paradoxe près. Quel est l'actif le plus performant dont personne ne veut ? Réponse : le logement. Les statistiques d'IPD France en attestent. En 2010, le résidentiel affiche une performance globale de près de 10%, en droite ligne avec le rendement global de l'immobilier d'investissement pour les amateurs de benchmark.

Produit à faible rendement locatif (3,9% par an depuis 1998), le logement reste une valeur sûre, étant même le secteur qui affiche une progression continue des loyers courus, ceux effectivement perçus en 2010. Depuis 5 ans, l'indice des loyers a progressé de 17% sans marquer d'inflexion l'an passé, a contrario des autres classes d'actifs. Une capacité de résistance à toute épreuve, à commencer par celle de la crise, qui se reflète dans un taux de vacance toujours aussi faible : 5,8% à fin 2010 contre près de 10% pour les bureaux. De quoi gommer le différentiel intrinsèque (200 points de base) du rendement locatif avec l'immobilier d'entreprise.

Mais surtout, le logement s'est avéré une incroyable machine à plus-values. Selon IPD, le résidentiel est le secteur où les valeurs ont le plus augmenté en 2010 : + 6,3% de rendement en capital tous secteurs géographiques confondus. Depuis 5 ans, et en dépit de la crise de 2008 et 2009, le résidentiel affiche un rendement en capital cumulé de + 42%. En remontant encore plus loin dans le temps, on s'aperçoit qu'investir dans le logement à Neuilly-sur-Seine rapporte plus que le bureau à La Défense ou dans le quartier central des affaires parisiens !

Autant d'arguments qui auraient dû inciter les institutionnels à investir dans le logement. Et pourtant, c'est tout le contraire qui s'est passé. Les compagnies d'assurances, les foncières et même quelques fonds non cotés sont restés vendeurs en 2010. Le résidentiel ne représente plus que 15% du portefeuille des institutionnels.

On le comprend, ce n'est pas la seule performance financière qui peut inciter les investisseurs institutionnels à revenir sur une classe d'actifs. Il faut revoir tout un environnement juridico-fiscal pour lever les derniers freins. La carotte fiscale, du type amortissement Scellier, s'est transformée en effet d'aubaine. La menace de la matraque – une taxe sur les bureaux vides pour les inciter à se transformer en logement, participe de la même méconnaissance des mécanismes économiques.

A l'heure où le gouvernement semble enfin se saisir du problème du logement en France, il serait astucieux d'y associer les institutionnels. Tout le monde pourrait y trouver son compte ».⁽²⁾

10 La fonction des investisseurs institutionnels est d'investir

C'est leur métier et leur obligation. Ils sont outillés pour cela. Ils ont accès à toutes les classes et sous-classes d'actifs partout dans le monde. Ils se distinguent des particuliers qui ont une vision économique et une rationalité différente.

De manière schématique, on peut considérer que :

(1) Dans la zone tendue en particulier, au sein des classes moyennes, l'accès à la propriété ne constitue plus ni un aboutissement, ni même une garantie. L'enjeu devient alors d'amortir ce choc, de débloquent les parcours résidentiels, de favoriser la mobilité. La reconstitution du parc locatif intermédiaire s'impose alors comme un moyen efficace pour dépasser le double obstacle de la cherté du locatif privé et de l'engorgement du locatif social : malaise sur la demande de logement C. Juillat 1er avril 2011.

(2) G. Thomas, <http://www.businessimmo.com>, 3 mai 2011.

les particuliers ont un patrimoine peu diversifié où l'immobilier résidentiel direct prédomine alors que c'est la situation exactement inverse chez les institutionnels ;

la gestion du temps dans l'équilibre des flux des emplois et des ressources est une technique maîtrisée par les institutionnels (gestion actif/passif permanente) mais pas par les particuliers ;

l'aversion au risque caractérise les particuliers, mais elle relève de l'instinct ou des préjugés alors que chez les institutionnels, elle est (en principe) rationalisée et modélisée ;

la gestion de la liquidité, compte tenu de la diversité de leur patrimoine et la prédominance de produits de marchés cotés (taux ou actions) est plus aisée chez les institutionnels que chez les particuliers (en principe, les institutionnels, pour leur investissement en immobilier, devraient peu se soucier de leur liquidité) ;

la fiscalité des uns et des autres est très différente surtout en matière de revenus ou de plus-values immobiliers à un point tel que leurs stratégies d'optimisation fiscale n'ont rien de commun ;

les institutionnels sont soumis à des réglementations et à des contrôles très contraignants à l'inverse des particuliers qui sont libres (au frottement fiscal près) d'investir ou de désinvestir comme bon leur semble dans l'immobilier.

Pour toutes ces raisons, il faut :

- distinguer très clairement ces deux approches, tant au niveau de l'analyse que des recommandations ;
- et surtout, s'en remettre au marché pour le financement des investissements, en évitant la multiplication des réglementations tatillonnes sur les baux, la fiscalité, etc. L'action des pouvoirs publics doit avoir pour finalité de créer un environnement institutionnel et financier adapté et concurrentiel au regard des pratiques en vigueur de par le monde.

11 Les difficultés rencontrées par les ménages

Les difficultés rencontrées par les ménages, en particulier les classes moyennes en zones tendues, la rareté des moyens financiers et la « nécessaire » optimisation des choix d'allocation de l'épargne prêche par une action vigoureuse en faveur de l'immobilier résidentiel intermédiaire. Il convient donc de « corriger » l'action ou la pente naturelle du marché en « obligeant » les investisseurs institutionnels à consacrer X% de leur patrimoine et/ou réserve au locatif intermédiaire. Cette orientation s'inscrit clairement dans une volonté d'influencer le marché, orientation largement justifiée par la profondeur de la crise.

Une telle obligation reste évidemment à calibrer et surtout n'aurait de sens que dans l'hypothèse d'une augmentation très sensible de la production foncière. Faute de quoi, elle viendrait alimenter la spirale inflationniste. Une telle contestation de ce que l'on pourrait appeler une dichotomie entre résidentiel (apanage des ménages) et du non-résidentiel (champ d'action des professionnels) procède d'un rejet de l'utopie d'un marché autorégulateur et du constat que dans la ville ces deux fonctions sont en partie en concurrence (ne serait-ce que par l'accès au foncier), tout en étant complémentaire.

En résumé, en la matière, tout est affaire d'appréciation du rôle dévolu à la régulation (réglementation ?) des marchés. L'absence d'un cadre commun aux principaux pays, à l'exception de quelques points comme les « paradis fiscaux » et le sentiment que l'absence d'une réglementation « prudentielle » efficace a joué un rôle dans la crise actuelle, expliquent l'âpreté des débats en coulisses et son actualité.

L'idée d'introduire une obligation de consacrer 5 à 10% d'actifs obligatoirement en logement fait l'objet d'un vif rejet par les professionnels qui soulignent que la bonne voie réside dans la création des véhicules spécifiques dédiés au logement intermédiaire. A condition, toutefois que « la règle du jeu soit clairement établie. Nous avons

besoin de pouvoir générer un rendement supérieur au rendement moyen de 5% qu'autorise le logement, mais aussi de dégager des plus-values, de manière raisonnable et respectueuse des locataires »⁽¹⁾. Un rapport doit être prochainement publié sur le sujet, qui affiche comme ambition de réorienter la politique du logement au profit des classes moyennes, sans pousser à la hausse sur les prix. La clé, en tout état de cause, de certains des institutionnels, repose sur les rendements de long terme. La difficulté sera de trouver une voie compatible avec l'assèchement inéluctable des ressources budgétaires.

2 Un ou deux véhicules non cotés ?

S'agissant des investisseurs institutionnels, le paysage français, concernant la gestion d'actifs immobiliers soit en direct, soit via la pierre-papier cotée ou non-cotée, se caractérise par au moins trois traits principaux :

- une sous-pondération de l'immobilier dans l'allocation des actifs au regard des recommandations des modèles ;
- une prédominance de l'investissement immobilier direct (au moins 50% contre 24% pour le non-coté et 17% pour le coté)⁽²⁾ ;
- une prédominance des institutionnels étrangers qui totalisent environ les deux-tiers des investissements réalisés en Ile-de-France.

Pour les particuliers, la problématique s'avère encore plus simple, dès lors qu'ils optent pour autre chose que l'investissement direct, comment trouver le bon cocktail entre qualité d'un produit immobilier ; couple rentabilité-risque ; liquidité et fiscalité adaptée ? De ce point de vue, les deux compartiments coté (attention davantage portée aux plus-values qu'au rendement) et non coté (préférence pour un revenu régulier) sont plus complémentaires que contradictoires.

Face à ces exigences, les produits offerts sur le marché sont multiples et suscitent depuis de nombreuses années, s'agissant en particulier du non coté (SCPI et Sicav immobilières), de larges débats sur les nécessaires adaptations aux mutations actuelles du marché. De fait, le non coté n'a pas connu au début des années 2000 l'équivalent du grand choc d'avril 2002, date d'adoption du statut des SIIC (Sociétés d'investissement immobilier coté)⁽³⁾ dont tous les acteurs saluent la portée et le succès⁽⁴⁾.

Depuis la réforme de 2003 instituant le statut des SIIC, les investissements réalisés par les sociétés immobilières cotées ayant adopté le régime, les investissements et les volumes concernés ont changé d'échelle. De fait, le nouveau régime fiscal⁽⁵⁾, qui ouvre au bénéfice de la transparence fiscale (pas d'impôt sur les bénéficiaires) à condition de distribuer 85% de leurs bénéfices, a permis un très fort développement, au bénéfice de l'ensemble de l'économie⁽⁶⁾.

Le bilan économique de la réforme atteste d'une reconquête par ces structures du marché immobilier en France.

- Le nombre de sociétés, hors SIIC paneuropéennes, est passé de 10 en 2003 (02/01) à 45 en 2010 (30/06).
- La capitalisation boursière a progressé de 11,13 en 2003 à 42,26 milliards d'euros en 2010, soit respectivement 1,21% et 3,38% du total de la cotation à Paris.
- Le total des fonds propres collectés avoisine les 15 milliards (14,80) de 2003 au 30/07/2010. Rien que pour l'année 2007, l'émission de nouveaux fonds propres en France a représenté plus de la moitié de l'ensemble de l'activité en Europe.

(1) Les investisseurs institutionnels sont disposés à revenir dans le logement - Entretien avec Bertrand de Feydeau - AULH Dépêche n° 5159 - 23 Juin 2011.

(2) G. Horny, « Immobilier coté ou non coté ? », IEIF, 4 juin 2011.

(3) Une SIIC est une société qui a pour objet d'investir dans l'acquisition, la construction d'un patrimoine immobilier, de le louer et de le valoriser. Il s'agit donc d'une société foncière. Elle cumule les avantages de la pierre et ceux d'un titre coté. Ses produits sont distribués aux actionnaires sous forme de dividendes, sans être imposés au niveau de la société.

(4) Même si certains mettent l'accent sur le fait que la réforme a plus induit une consolidation des acteurs qu'un développement du compartiment à la bourse. Cf. OPCI, L'heure de vérité, Le nouvel économiste n°1439 du 3 au 9 juillet 2008, pages 29 et suivantes. La controverse porte notamment sur la capacité de tel ou tel outil à lever l'épargne des particuliers. Or, si pour les véhicules non cotés la réponse est indéniablement positive, le doute subsiste pour les SCIC.

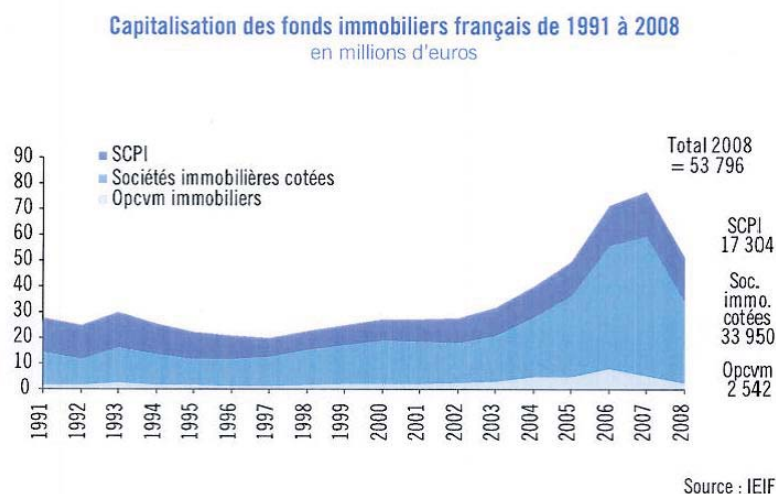
(5) Ouvert aux sociétés cotées sur un marché réglementé français ayant un capital minimum de 15 millions d'euros et dont l'objet social principal doit être l'acquisition ou la construction d'immeubles en vue de la location.

(6) L'ensemble des éléments repris ici provient des publications de la FSIF, notamment le bilan des SIIC, 2ème partie, travaux réalisés pour la FSIF, juillet 2010.

- L'exit tax payée à l'État par les SIIC, i.e. le complément de recette, représente un total de 2,5 milliards d'euros de 2003 à juillet 2010. Cette somme n'inclut pas les autres impôts payés par les actionnaires, les droits de mutation, etc.
- L'investissement (travaux, construction) des SIIC, hors SIIC paneuropéennes, représente un total de 13,7 milliards d'euros de 2001 à 2009 ; les acquisitions avoisinent sur la même période 36,9 milliards d'euros. En d'autres termes, les SIIC ont largement contribué au dynamisme de l'ensemble des marchés et par là même influé positivement sur la croissance de l'économie française.

En résumé, en moins de dix ans, le régime des SIIC est devenu l'un des moteurs essentiels des marchés immobiliers et de la croissance française. Ce modèle a été largement copié dans beaucoup de pays européens (Angleterre, Allemagne, Italie, Finlande, Espagne). Il n'est donc pas excessif d'affirmer qu'il a servi de déclencheur et de révélateur de l'utilité économique et industrielle de ce type de véhicule d'investissement.

Le graphique ci-après sur la période 1991-2008, relatif à la capitalisation de l'ensemble des fonds immobiliers, en millions d'euros, l'illustre de manière exemplaire.



Ces éléments attestent aussi et surtout que la financiarisation de l'immobilier, ni bonne en soi, ni mauvaise, peut être un formidable outil. Tout est affaire de pratique et d'équilibre. Pour preuve, l'outil a permis qu'en France ne se cumulent pas, comme dans d'autres pays, crise financière et crise immobilière.

À cette aune, la question de la modernisation du non coté s'est donc posée depuis et a été marquée par l'adoption d'une ordonnance ratifiée fin 2006 qui a créé les OPCI (Organisme de placement collectif immobilier). Pour être précis, ces derniers sont d'une double nature avec, d'une part, les fonds de placement immobilier (FPI) construits sur le modèle des fonds communs de placement, d'autre part, les sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable (SPPICV) sur le modèle des sociétés d'investissement à capital variable. Cette distinction entre FCP et Sicav, de nature juridique, ne joue guère pour les investisseurs, à l'exception du volet fiscal.

Conçues à l'origine pour remplacer leur concurrent direct, les SCPI⁽¹⁾, qui offrent des rendements intéressants mais souffrent aux yeux de nombre d'analystes d'une très faible liquidité, les OPCI sont appelés, après un amendement adopté au Sénat, à coexister durablement avec les premières. La question du bien-fondé d'une telle coexistence a fait et continue de faire l'objet de débats techniques approfondis, voire de certaines polémiques. Le nœud du problème renvoie d'une part à la question de la liquidité et accessoirement à la composition de l'actif, d'autre part à la quantité globale de l'épargne drainée.

(1) L'ordonnance du 13 octobre 2005 interdisait toute nouvelle création de SCPI après 2009 ainsi que toute nouvelle augmentation du capital.

20 La question de la liquidité semble résolue

Les SCPI doivent en effet être investies à hauteur de 95% en actifs immobiliers, ce qui limite les souplesses en matière de gestion et peut poser des problèmes de liquidité en cas de demande massive de remboursement des parts. Les transactions se font d'ailleurs dans le cas des SCPI à capital fixe, en fonction de l'offre et de la demande, i.e. à un prix qui n'est pas forcément représentatif de la valeur liquidative.

À contrario, les OPCI doivent être investis à hauteur d'au moins 60 %⁽¹⁾ dans des immeubles ou des parts des sociétés non-cotées à dominante immobilière pour les FPI, et à hauteur d'au moins 51 % pour les SPICV. Ces pourcentages sont censés permettre une plus grande liquidité et faciliter les opérations sur le marché secondaire (achat et revente de parts hors souscriptions initiales). Les OPCI sont d'ailleurs tenus de conserver au moins 10% de leur actif en placements monétaires pour financer les demandes de rachat. Enfin, la société de gestion de l'OPCI est tenue, via des évaluateurs, de publier au moins deux fois par an la valeur de l'actif net, base de la valeur liquidative de l'OPCI.

En théorie, cette assurance de pouvoir investir sur des actifs auxquels le particulier n'a pas accès (bureaux, centres commerciaux, etc.), couplée à l'assurance de pouvoir revendre ses parts à la valeur réelle liquidative et avec de réelles possibilités d'optimisation fiscale, avait tout pour attirer le client.

21 La réforme des OPCI

Cette réforme visait à créer un véhicule capable de drainer massivement l'épargne immobilière, tant nationale qu'étrangère. Force est de constater que l'ambition n'est pas au rendez-vous, ou du moins pas totalement.

Pourtant, le lancement des OPCI est un succès⁽²⁾, qui n'a en rien porté ombrage aux SCPI. En trois ans, les 107 OPCI agréés par l'AMF, dont seulement six destinés au grand public, représentent un encours de 12 milliards d'euros⁽³⁾. Les OPCI RFA (règles de fonctionnement allégées) sont un réel succès et la panoplie des fonds existants ne pourra que s'enrichir avec des formules toujours plus originales tant dans les produits ciblés, que sur la nature des actionnaires, etc. La surprise réside simplement dans le fait qu'aucune SCPI ne s'est transformée en OPCI et que les souscripteurs des OPCI ne sont pas les particuliers, à qui ce produit était initialement destiné, mais les entreprises et les investisseurs institutionnels, qui ont bien compris l'avantage de ce nouvel outil. Une fiscalité avantageuse avec la transparence fiscale et l'absence de droits d'enregistrement, la non-cotation, la liberté totale pour la structuration de l'actionariat, la possibilité de recourir à l'effet de levier, constituent autant d'atouts qui expliquent la conquête de l'outil par les institutionnels. Les professionnels gestionnaires des OPCI avancent régulièrement divers arguments pour expliquer a contrario la difficulté de collecte auprès des particuliers :

le lancement du produit coïncide avec une crise financière majeure qui a comme toute crise généré un fort attentisme face aux innovations ;

la concurrence des SCPI. Le flux d'achat de près de 3 milliards en 2010 (dont les deux-tiers vers les SCPI non fiscales) atteste que ces dernières conservent un potentiel d'attractivité. Il est vrai que le niveau élevé des rendements a sans nul doute contribué à la réalisation d'un tel niveau de collecte que l'on peut qualifier d'historique⁽⁴⁾ ;

un positionnement commercial qui demeure flou compte tenu de la nature mixte (60% immobilier / 40% valeurs mobilières) ;

un excès de précaution de la part de l'AMF vis-à-vis du produit ;

l'absence de migration du marché des SCPI vers les OPCI qui de facto discrédite ces dernières ;

(1) L'AMF a souhaité, en période de crise (2008), que les gérants s'engagent à ne pas dépasser ce seuil, en d'autres termes que ce minimum devienne un maximum.

(2) Même si l'accouchement ne fut pas sans douleurs puisque le premier agrément par l'AMF ne fut accordé qu'en octobre 2007.

(3) G. Horny op. cit.

(4) Marché des parts et performances en 2010, IEIF, mars 2011.

une absence de référentiel comparatif des performances, compte tenu du caractère hybride des OPCI ; les difficultés de commercialisation au travers de contrats d'assurance.

Les gestionnaires de SCPI et plus globalement les défenseurs de ce type de véhicule mettent quant à eux l'accent sur le fait que l'OPCI est un produit beaucoup plus complexe, dont le point mort est élevé⁽¹⁾. Ils avancent surtout le fait que seules les parts de SCPI offrent les qualités d'un produit d'investissement indirect non coté purement immobilier. En d'autres termes, la contrainte de liquidité fait de ce type d'actif un hybride, au rebours du désir des investisseurs d'identification claire des risques associés. Pour assurer la liquidité, on propose un produit dénaturé. A contrario, les qualités du produit SCPI sont :

- le rendement (jamais inférieur à 5,55% depuis 1988) ;
- la non-cotation, associée à une très faible volatilité ;
- la sécurisation ;
- la liquidité qui n'est pas un sujet de préoccupation dans les faits depuis la réforme de 2002. Tous les cédants trouvent une contrepartie et en particulier tous ceux qui ne cherchent pas à vendre. Car comme indiqué dans une note de l'ASPIM « les épargnants conçoivent parfaitement que la détention de parts de SCPI se situe nécessairement sur le long terme et peut bénéficier in fine à leurs héritiers »⁽²⁾. De même, une fraction notable (60% selon certaines sources) du parc locatif détenu par les ménages provient d'un héritage⁽³⁾.

Au-delà de ces querelles « de clocher » et du constat de la permanence d'une offre diversifiée, il reste que :

- les OPCI ont su s'adapter, sans convaincre sur leur nature de valeur immobilière et non pas mobilière et ont donc dû renoncer à leurs ambitions initiales ;
- le niveau de la capitalisation des OPCI et des SCPI (environ 35 milliards d'euros fin 2010), et a fortiori des SCPI seules (22,3 milliards fin 2010), reste très inférieur à celle des fonds ouverts allemands (86 milliards fin 2010 pour les « Immobilienfonds », équivalent allemand de notre compartiment non coté, sachant que les foncières cotées représentent quelque 47 milliards fin 2010 à Paris) ;

En définitive, l'objectif initial des OPCI de changer fondamentalement la donne n'est pas atteint.

Dans ces conditions, il s'avère indispensable d'encourager le développement des fonds immobiliers, au bénéfice des épargnants individuels. De ce point de vue, l'existence de deux familles de véhicules constitue un atout, un plus. Il revient aux gestionnaires, aux acteurs de marché et aux épargnants d'arbitrer entre les solutions existantes. Le bon choix, plutôt que de militer pour la suppression de telle ou telle famille, est donc de formuler des propositions destinées à permettre le développement harmonieux des fonds immobiliers destinés au « grand public ». A ce titre, en s'inspirant des travaux de l'ASPIM, le groupe de travail porte trois contributions principales :

- une réflexion sur l'assouplissement du cadre juridique, technique et fiscal des SCPI (en cours de finalisation) ;
 - l'élaboration d'un schéma de fonds de placement immobilier (FPI), avec une exposition à l'immobilier analogue à celle des SCPI (jusqu'à 95% du total de l'actif) et dont la liquidité serait aménagée par le biais de « gates » (gestion quantitative du flux net des sortants en fonction des circonstances de marché) ;
 - la nécessité de modifier ou compléter l'environnement juridique de l'OPCI afin de confirmer le potentiel de son développement auprès du « grand public ».
- Cette recherche de la diversité des voies d'investissement, spécificité française, ne constitue pas une fin en soi

(1) La liquidité a un coût.

(2) Situation actuelle et évolution prévisible des fonds immobiliers réglementés non cotés : SCPI et OPCI, ASPIM juillet 2011, 9 pages.

(3) De ce point de vue, la détention de parts de SCPI à la valeur nominale faible en référence à un investissement direct offre l'avantage unique de pouvoir être liquidée en tout ou partie. A contrario, en cas de besoin financier et de détention directe, le propriétaire n'a guère d'autre choix que de vendre en totalité son bien (ce dernier est de fait non sécable). Il est à noter que l'hypothèse d'un financement par hypothèque est de fait socialement rejetée.

mais un atout comme amortisseur du risque. Elle facilite de fait les arbitrages entre le coté et le non-coté, limite les comportements « moutonniers » comme observé fin 2008. Il convient donc de la préserver, voire de la défendre y compris face aux autorités régulatrices. Or, la norme prudentielle « Solvabilité II » imposée aux assureurs et réassureurs européens, tant sur les foncières cotées que sur les fonds immobiliers non-cotés, à partir du 1^{er} janvier 2013, introduit une innovation majeure : elle demande une adéquation de leurs fonds propres à leur structure de placement, c'est-à-dire aux classes d'actifs qu'elles détiennent. Pour chaque classe d'actifs gérée par une compagnie d'assurance, celle-ci devra détenir un ratio minimal de fonds propres⁽¹⁾. Plus le risque associé à la classe d'actifs est normativement considéré comme élevé, plus les fonds propres doivent être importants. La directive « Solvabilité II » va donc conduire les assureurs et réassureurs à revoir leur allocation globale.

Une simulation simple⁽²⁾ montre qu'en respectant à la lettre les ratios imposés par « Solvabilité II », les compagnies d'assurance françaises devraient vendre la totalité de leurs actions et multiplier par cinq leur allocation en immobilier⁽³⁾. Bien entendu cette hypothèse n'est pas réaliste, mais on doit s'attendre à ce que :

la part d'actions détenue par les assureurs français (y compris en foncières cotées) diminue fortement. Elle est aujourd'hui de 25% de leur actif, soit 375 milliards d'euros. Un volume important d'actions sera donc remis sur le marché ou l'a déjà été par anticipation de l'application de la réglementation ;

la part d'immobilier détenue par les assureurs augmente sensiblement. Elle est aujourd'hui de 4% de leur actif, soit 60 milliards d'euros. Un volume important de liquidités devrait donc s'investir en immobilier dans les années qui viennent, en provenance des assureurs et sous l'hypothèse d'une bonne tenue du marché immobilier. A titre d'ordre de grandeur, le total des engagements en immobilier d'entreprise en 2010 a approché 10 milliards d'euros⁽⁴⁾.

Pour autant, tout n'est pas « rose ». Les foncières cotées risquent, du fait de la pondération applicable aux actions, d'être pénalisées alors même que leur spécificité devrait être prise en compte. Dans un autre registre, le calcul des fonds propres se faisant sur l'actif net, toute augmentation de la dette réduit à la fois l'actif net et le ratio de fonds propres appliqué. Les véhicules immobiliers peu endettés structurellement, comme les SCPI, risquent donc d'être pénalisés, résultats qui vont à l'encontre de l'objectif du régulateur. Une action des professionnels sur ces deux registres s'impose rapidement.

3 D' autres axes majeurs de réflexion méritent d'être soulignés

30 Le marché du financement de l'immobilier d'entreprise

Il semble avoir retrouvé sa liquidité aux Etats-Unis. Au premier trimestre 2011, le volume de CMBS (Commercial mortgage-backed security) a dépassé 10 milliards de dollars. L'année 2011 pourrait se solder sur un total de 50 milliards de dollars.

En Europe et en France rien de tel. Les banquiers sont peu présents, ce qui favorise l'émergence et renforce le rôle des fonds de private equity. Pour autant, il ne semble pas que ce constat soit source d'inquiétude, même si a priori, au regard des normes prudentielles, ces établissements sont soumis à des réglementations moins rigoureuses. Le groupe attire néanmoins l'attention sur la nécessité d'une relance de la titrisation dans notre pays, seul moyen à ses yeux de garder ouvert le robinet d'accès au crédit, urgence d'autant plus incontournable que les prochaines années devraient être marquées par un durcissement durable des conditions de la politique

(1) Le « modèle standard » de « Solvabilité II » impose à ce stade, pour la classe d'actifs « immobilier » un ratio de fonds propres de 25% : pour 100 d'immobilier détenu, les compagnies d'assurance seront donc contraintes, si elles appliquent le modèle standard, de détenir 25 de fonds propres. Ce ratio s'élève à 39% pour les actions cotées sur un marché réglementé, y compris les foncières cotées, et 49% pour les actions non cotées, y compris donc les participations dans des fonds de « private equity ». Les véhicules collectifs immobiliers se voient appliquer une approche par transparence (look-through approach) : chaque classe d'actifs détenue par le fonds est soumise à son ratio de fonds propres, à proportion de la part de cette classe d'actifs dans le fonds.

(2) Source : Pierre Schoeffler, IEIF.

(3) Parmi les classes d'actifs gérées par les assureurs français, l'immobilier figure à hauteur de 4% de leur actif en moyenne, soit environ 60 milliards d'euros, sous forme de détention directe d'immeubles ou de parts de fonds. De plus, les assureurs détiennent dans leur poche actions des parts de foncières cotées pour un montant de près de 5 milliards d'euros.

(4) Daniel While, Solvabilité II, Juillet 2011.

monétaire. Il souhaite également que certains aspects positifs de l'innovation financière puissent être appliqués, au mieux, appliqués à l'immobilier (cf. encadré 1).

31 La publication de nouvelles règles prudentielles

La principale inquiétude, et par là même la principale demande du groupe porte sur la publication de nouvelles règles prudentielles, tant pour les banques (Bâle III), que pour les assureurs (solvabilité II) (cf. encadré 2). Dans un contexte marqué par les séquelles de l'éclatement de la bulle immobilière aux USA, l'immobilier paraît aux yeux des autorités de contrôle un secteur à hauts risques. La tentation s'avère donc forte de durcir les règles applicables à ce secteur. Il importe qu'une action vigoureuse soit engagée par la profession afin de garantir un traitement adapté qui ne conduise ni à favoriser, ni surtout à pénaliser l'octroi de crédit, la détention et / ou l'investissement dans les actifs immobiliers.

Remarque : Afin d'éviter toute accusation d'autisme, il convient sur le sujet délicat de la titrisation de mentionner l'absence de consensus en la matière. Nombre d'acteurs y compris dans la sphère financière, estiment que le fait pour un banquier de porter le risque, de garder dans son bilan les crédits octroyés, n'est pas dénué d'intérêt et constitue une règle à même d'éviter la création, l'accumulation puis la dissémination de créances douteuses, sans lesquelles il ne saurait y avoir de crise⁽¹⁾.

32 Le succès des SIIC

Ce succès, dans le domaine du bureau et des surfaces commerciales, conduit à s'interroger sur deux points :

- peut-on améliorer le dispositif existant à la marge et au profit de quels investissements ?
- peut-on étendre la formule à d'autres types d'investissement que le bureau ou le commerce ?

Dans un monde à venir marqué par une propension mondiale plus forte à consommer, un développement des politiques de soutien de la demande dans les pays émergents et un maintien de déficits publics élevés aux Etats-Unis et au Japon, l'épargne disponible sera plus rare. La capacité à la mobiliser pour des projets structurants par le secteur privé doit être privilégié et devenir une alternative plus fréquente pour des investisseurs publics dont l'accès à l'emprunt, du fait de Bâle III, sera moins aisé que par le passé. Ces véhicules privés devront, dans la mesure du possible, offrir un réel retour pour le contribuable et permettre de repenser la nature actuelle du partenariat public-privé.

33 Sorties anticipées : comment concilier absence de cotation et sortie en plus-values en SCPI hors cas de cession de l'immeuble ?

Le sujet récurrent de la décote des parts de SCPI à capital fixe en particulier, constitue une injustice avérée dans certains cas et un frein au développement de ce type de véhicule en général⁽²⁾. Résoudre pour partie les difficultés en ce domaine constitue un préalable, un des moyens les plus efficaces pour lever tout à la fois les inhibitions des investisseurs et les obstacles à une bonne fluidité sur le marché secondaire.

Le mot décote procède du constat d'une différence entre la valorisation de la part de SCPI sur le marché secondaire et la valeur réelle du patrimoine détenu par la SCPI. Cet écart, parfois substantiel, procède d'une part des différentiels entre l'expertise (au rendement) et la valeur de marché (par comparaison), d'autre part du différentiel entre la valeur de réalisation ou d'exécution de la part et la valeur de l'expertise.

En tout état de cause, la condition liée à l'existence d'un acheteur introduit par hypothèse une décote pour illiquidité entre le prix d'exécution¹⁸ établi par le gestionnaire par confrontation de l'offre et de la demande et la valeur réelle ou intrinsèque des actifs détenus par la SCPI.

(1) L'illusion présidentielle. Jacques Sapir – chapitre 8 pages 161 et suivantes c'est-à-dire nouvelles normes financières. S'organiser face à la crise sous la direction de Ch. Walter. Voir également J. Mistral revue d'économie financière n°100 – décembre 2010. Re-réglementation financière : un défi transatlantique. Concernant la titrisation et Bâle III « on en revient ainsi, en partie, à une vision plus traditionnelle de l'offre de crédit, dans laquelle l'organisateur (organisation : conseil et émission de titre sur le marché primaire) du crédit en conserve une part assez substantielle dans ses livres Cela est certainement bon pour une meilleure appréciation du risque, mais d'autres y verront une menace sur la profitabilité de ces opérations ».

(2) Vers un moindre accès de l'épargne mondiale ? P. Artus, Flash économique n°292, Natixis, 19 avril 2011.

Dans le cas des SCPI de rendement, d'une durée de vie longue (+ 50 ans), l'objectif premier est de distribuer des revenus réguliers.

Dans le cas des SCPI de valorisation, l'objectif est de donner, à terme, lors de la liquidation du patrimoine au bout de 15 ans en général, les plus-values en capital réalisées. Il y a alors des distributions de revenu limitées. La sortie avant l'échéance se révèle donc particulièrement pénalisante. Il en va de même pour les SCPI fiscales dont la durée de vie est courte (10 à 15 ans le plus souvent).

Un traitement approprié de la fixation de la décote en fonction du temps de détention et/ou du temps restant à courir avant la dissolution de la SCPI, serait à n'en pas douter un élément de justice mais aussi et surtout un moyen de faciliter l'essor de ce type de produit.

4 Du nécessaire développement de nouveaux produits.

Parmi les innombrables propositions possibles, notamment en matière de logement, le groupe de travail a souhaité retenir un nombre limité de propositions et/ou d'orientations.

40 Pour une incitation fiscale pérenne

Sans incitation fiscale, l'investissement locatif privé dans le neuf reste fragile. Or, une offre locative privée de logements économiquement abordables est indispensable à l'équilibre du marché. Depuis 1984, la mise en place d'incitations à destination des ménages pour l'investissement locatif dans le neuf a permis la mise sur le marché de 850 000 logements⁽¹⁾, volume qui a permis de compenser le retrait tout aussi massif des investisseurs institutionnels. Le fait que les prix dans le neuf aient moins progressé que dans l'ancien tendrait à prouver que les dispositifs incitatifs n'ont pas eu, ou peu, d'effet en ce domaine.

C'est pourquoi, il semble indispensable à l'ensemble des acteurs de la promotion et de l'immobilier-logement que soit maintenu un dispositif d'ensemble qui ait les caractéristiques suivantes :

- présenter un coût budgétaire raisonnable. il faut pour cela bien évidemment tenir compte des retours TVA, etc. que génèrent les investissements. Mais il faut aussi que le dispositif ne soit ni trop chiche, au risque d'être confidentiel, ni trop généreux, pour des raisons liées à la crise comme le fût par exemple le Scellier lors de sa mise en place. Une aide correspondant à environ 15% du coût de l'investissement semble un taux cible acceptable pour le régime de droit commun ;
- être suffisamment sélectif afin d'éviter les abus d'une production où le marché locatif est soit faible, soit à un niveau de loyer sensiblement plus bas que celui fixé par les plafonds de loyers réglementaires⁽²⁾. En tout état de cause, des plafonds trop largement dimensionnés ne peuvent que nuire à l'efficacité et alimenter une spirale inflationniste⁽³⁾;
- être abordable au plus grand nombre possible. C'est certainement sur ce point que les débats s'affichent comme les plus tranchés. Certains exigent une contrepartie sociale forte avec l'instauration de plafonds de ressources bas. Beaucoup demandent un plafonnement des coûts de construction que d'autres jugent contre-

(1) Les institutionnels en détenaient 850 000 en 1990, ils n'en détiennent plus que 275 000 en 2010. In « Accroître l'offre de logements locatifs par une incitation fiscale pérenne par François Jouven », Réflexions Immobilières n°57, 2011, pages 13 à 16. L'auteur estime que 90% des logements ainsi produits n'auraient pas été lancés en l'absence de dispositif incitatif. Ce jugement est largement mis en cause dans le dernier rapport de l'Inspection des Finances sur les niches fiscales. Un tel débat existe dans les faits sur tous les dispositifs.

(2) Selon Jouven, op. cit., 240 communes essentiellement en zone B2, dont le marché est saturé, doivent être retirées des zones où l'on peut construire. Par ailleurs, plusieurs grandes métropoles régionales et leur première couronne sont aujourd'hui classées en zone B1 ; les communes périphériques de ces pôles centraux sont quant à elles, classées en zone C, parfois en traversant simplement une rue. Une réalité des marchés immobiliers fait apparaître une progressivité dans la baisse des loyers pratiqués au fur et à mesure que l'on s'éloigne de la ville centre. Aussi, la création d'une zone « tampon » périphérique, soit une couronne B2 intermédiaire entre le centre classé en B1 et l'extérieur classé en C, apparaît-elle nécessaire.

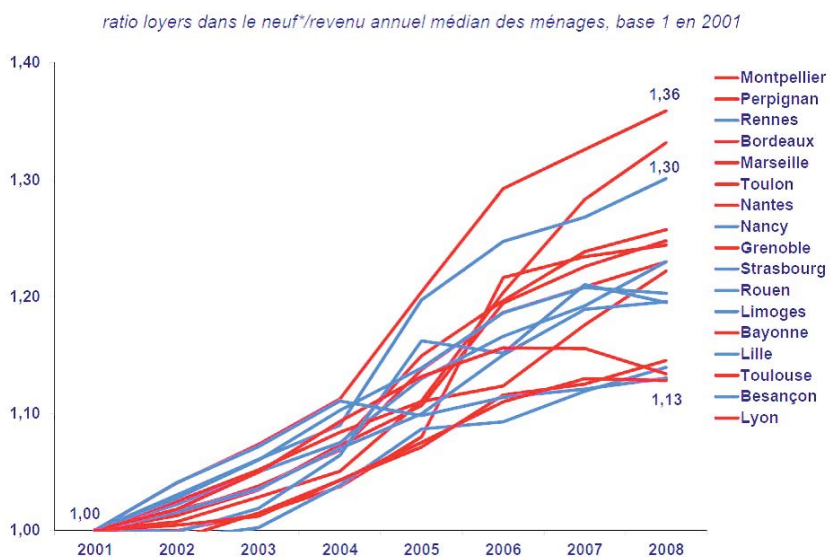
(3) Logement : « Parc Locatif la Nouvelle Donne », IEIF, par G. Emont et Nathalie Droulez, 2011, 17 pages.

productif et lui préfèrent un plafonnement des montants d'investissement, etc. La proposition du groupe est de favoriser la production de logements intermédiaires qui présentent l'utilité sociale la plus forte et la meilleure garantie pour l'investisseur de trouver un locataire. La question de la fixation des loyers intermédiaires s'avère dès lors cruciale. L'extrait suivant de l'étude de G. Emont et de N. Droulez (op. cit) s'avère très illustratif de ce point de vue : « alors que le plafond des loyers en Scellier dépasse largement le niveau moyen des loyers du parc en 1999, il est quasiment atteint, en 2009, dans les secteurs en plus forte dérive (Montpellier, Marseille en particulier) ». Ce qui n'est pas le cas dans des zones comme Limoges, Nancy, Besançon, ou Rouen ».

De plus, si toutes les agglomérations se trouvent sous le plafond intermédiaire Scellier en 1999, les grandes villes du Sud le dépassent en 2009.

La proportion à monter trop généralement les programmes de neuf au plus proche des plafonds de loyer réglementaires peut donc expliquer une dérive accélérée, certes encore peu importante dans le parc existant, mais qui constitue un risque de dégradation plus sévère pour les années à venir.

Loyers de marché : une évolution inquiétante des taux d'effort en province⁽¹⁾



"Afin d'approcher au mieux le loyer des emménagés récents en province, nous avons retenu le loyer pratiqué dans le neuf.

Par convention, les unités urbaines les plus attractives sur le plan démographique sont en ROUGE, les moins attractives sont en BLEU.

Source : IEIF sur données cote Caillon et Insee.

Une façon efficace de promouvoir ce type de production pourrait être de rendre ce segment plus attractif que le régime de droit commun.

En tout état de cause, la fin du Scellier, outil de crise, étant programmée pour le 31 décembre 2012, il est capital que la loi de finances pour 2012 trace les contours de ce que doit être un dispositif pérenne équilibré épondant aux exigences du marché.

(1) Logement, un marché locatif sous influence, G. Emont et N. Droulez, IEIF, août 2011, page 8.

41 Sortir de la marginalité le logement privé social

Des ressources publiques limitées, tant au plan national que local, des ponctions croissantes sur Action Logement dans un contexte de demande locative sociale accrue, ne serait-ce que du fait de la montée de la pauvreté, militent en faveur d'une nécessaire mobilisation du secteur privé sur le segment du logement social de droit, dans des proportions bien supérieures à la production actuelle en PLS par les acteurs privés⁽¹⁾. De fait, le développement souhaité et observé du parc HLM ne peut couvrir à lui seul les besoins des populations sociales. Encore faut-il définir les conditions de cette mobilisation.

Pour certains professionnels, la réforme doit être radicale. Alors même que 54 % des propriétaires et 73 % des locataires du parc privé sont, par leur niveau de ressources, éligibles au PLUS sans que les logements qu'ils occupent soient labellisés logements sociaux. La traduction concrète d'un passage d'une définition juridique (essentiellement HLM) à une définition de fait, en fonction des revenus de l'occupant, risque cependant de se faire attendre.

Pour d'autres, au nom du principe de réalité, il faut ouvrir l'offre nouvelle à tous les acteurs en général et aux investisseurs institutionnels en particulier. Le développement d'un secteur privé locatif du logement social passe alors par une mesure importante, compte tenu de la réforme intervenue en 2011 sur la mise en place de l'enveloppe unique pour les PLI, PLS, PSLA : l'ouverture à tous les acteurs de l'accès aux financements PLUS avec une durée de conventionnement de 10 à 20 ans. À l'issue de la période de conventionnement, d'une part les locataires ne bénéficieraient pas du droit au maintien dans les lieux mais d'un droit au relogement pour les seuls ménages sous plafond de ressources, d'autre part les investisseurs pourraient céder leurs biens sans avoir à obtenir un accord préalable.

Sans remettre en cause la logique de ces propositions, on ne peut passer sous silence les oppositions et interrogations des détracteurs qui ne se cantonnent pas aux opérateurs du monde HLM. De fait, pourquoi l'État accepterait-il de consacrer les mêmes moyens pour obtenir un logement social sur 10 ou 20 ans alors que la production HLM reste sociale *ad vitam aeternam* ? Deux arguments en défense peuvent être avancés :

- le coût de production d'un logement social HLM se trouve de facto largement alourdi si l'on intègre les interventions au titre de l'entretien et/ou de la rénovation urbaine. L'honnêteté oblige toutefois de reconnaître que l'argument vaut plus pour le passé que pour les pratiques et productions présentes ;
- l'absence de contribution demandée aux collectivités locales dans les schémas d'ouverture aux institutionnels. Cette voie permet donc de faire plus sans intervention des acteurs publics locaux déjà beaucoup mobilisés et dont les budgets ne sont pas extensibles à l'infini. La problématique s'énonce de manière identique pour l'accès ou non aux ressources d'Action Logement, dont la manne se rétrécit sous les ponctions renouvelées et croissantes⁽²⁾ de l'État.

Force est également de rappeler deux points pour conclure. Le premier concerne l'aspect coût d'une telle politique jugée dispendieuse et qui a conduit les gouvernements successifs à renoncer à s'engager dans cette voie. Le second a trait aux difficultés associées à la sortie du conventionnement. Il n'est pas certain au regard des expériences passées que les institutionnels accordent crédit à la liberté de disposer du bien à l'issue de la période de conventionnement.

42 Développer l'usufruit locatif social

Le démembrement de propriété n'est pas une technique nouvelle. En revanche, son application à l'immobilier résidentiel est assez récente.

Ce dispositif innovant, dénommé Usufruit Locatif Social (ULS), est basé sur la dissociation, pour une durée déterminée, du droit de propriété entre le droit d'usage (l'usufruit) et le droit portant sur le patrimoine (la nue-propriété), récupéré à l'issue des 15 à 20 ans d'usufruit temporaire.

(1) L'idée n'est pas nouvelle et le premier pas dans cette direction date de la réforme Barre qui mit l'accent notamment sur les aides à la personne.

(2) Au moins en valeur relative, si ce n'est en valeur absolue.

L'usufruit est cédé en bloc par l'opérateur à un bailleur social. Ce dernier loue les logements à des ménages sous condition de ressources. L'usufruit est intégralement autofinancé par les loyers. Chaque opération fait l'objet d'un agrément des pouvoirs publics permettant pour les loyers les plus bas (PLAI, PLUS et PLS), l'application d'un taux réduit de TVA.

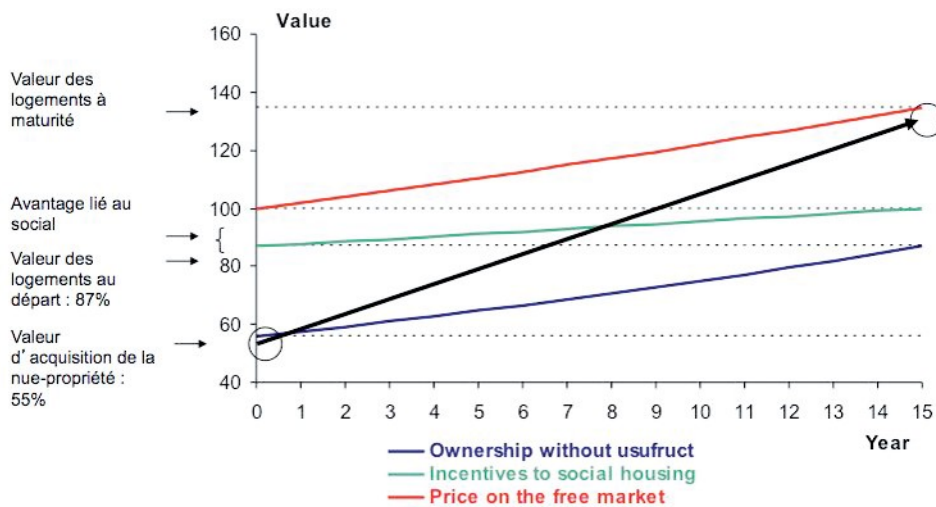
La nue-propriété est cédée par l'opérateur, lot par lot, à des épargnants. Les particuliers accèdent à un patrimoine de qualité, pour un prix d'environ 60% de la valeur vénale. En contrepartie, ils ne perçoivent aucun revenu pendant la période d'usufruit locatif.

Les épargnants récupèrent leur logement en fin d'usufruit en bon état d'entretien et libre de toute occupation.

En pratique, l'Usufruit Locatif Social est mis en œuvre principalement dans le neuf et dans les secteurs les plus attractifs où il subsiste un très grave déséquilibre entre l'offre et la demande de logements.

Dans une étude datant de 2009, Pierre Schoeffler (IEIF) a analysé les spécificités de cette classe d'actifs par comparaison à l'investissement direct dans l'immobilier résidentiel et a mis en évidence plusieurs avantages.

En effet, la valorisation de l'investissement en nue-propriété, selon le dispositif de l'USL, sur la durée de l'usufruit, peut être résumée par le graphique ci-après :



Investissement : l'acquisition des biens en bloc se fait dans des conditions favorables, avec application d'un taux réduit de TVA à 5,5%.

Effet de levier immédiat : remise supérieure à 40% en contrepartie du manque à gagner locatif sur 15 ans.

Détention : aucune contrainte de gestion locative, elle est assurée par l'usufruitier bailleur dont c'est le métier.

Vente à terme : la sortie du dispositif est assurée sur le marché libre standard des particuliers sur lequel ces actifs sont les mieux valorisés. Les logements sont libres de toute occupation, avec la possibilité de relouer mais cette fois dans le secteur libre.

La plus-value en capital est basée sur :

- l'effet mécanique lié à la diminution du manque à gagner locatif restant actualisé ;
- le bonus à l'entrée lié aux incitations publiques en faveur du logement social ;
- l'effet économique lié à la croissance du prix de l'immobilier résidentiel sur la période d'investissement, dans les zones « prime ».

Ce schéma permet la convergence d'intérêt de toutes les parties, à savoir :

Pour les collectivités locales et les bailleurs sociaux, en permettant de :

faire appel à des ressources financières et des logiques nouvelles, notamment dans les secteurs où le prix élevé des terrains limite l'action des collectivités locales en matière de construction de logements intermédiaires et sociaux.

Pour les investisseurs privés, en permettant de :

- se constituer un capital retraite qui deviendra entièrement disponible lors de l'extinction de l'usufruit ;
- de s'affranchir de toutes contraintes et risques liés à l'exploitation locative des biens durant la période de conventionnement.

Pour les locataires qui

sont désignés par les procédures habituelles d'attribution des logements ;

bénéficient de plusieurs droits d'ordre public à l'échéance de l'usufruit :

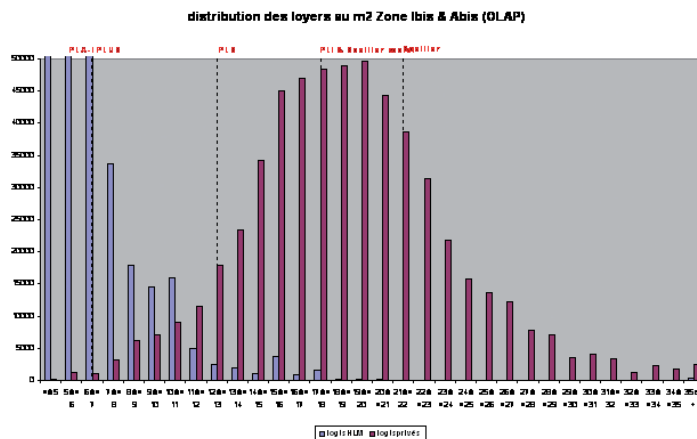
- une offre de relogement par le bailleur social s'il est toujours sous les plafonds de ressources PLS ;
- une possibilité d'acheter prioritairement le logement s'il est mis en vente ;
- une possibilité de signer un nouveau bail avec le propriétaire selon les conditions de l'article 17c de la loi de 1989.

En résumé, dans le dispositif d'usufruit locatif, l'épargne collectée auprès de particuliers est « fléchée » vers des opérations locatives agréés par les délégataires des aides à la pierre, ce cofinancement rendant ainsi possible immédiatement la mise en œuvre des politiques de l'habitat décidée localement, en allégeant le coût pour les finances publiques.

420 L'ULS : une solution adaptée aux classes intermédiaires

Le déficit de logements des zones tendues est illustré par le graphique suivant présentant la répartition du stock de logements existants sur Paris et sa 1ère couronne, en fonction des loyers appliqués.

Une même répartition est observée dans toutes les zones de marché immobilier tendu, avec une bipolarisation très nette des parcs privés et sociaux, au détriment du secteur intermédiaire.



Le dispositif de l'ULS vise à réaliser principalement dans ces secteurs des opérations à des niveaux de loyers compris de 6€ /m² pour le PLUS et 10/12€ /m² pour le PLS (zone de fort déficit d'offre), jusqu'à un plafond de 15€ /m² en PLI.

Il paraît donc essentiel, pour toutes ces raisons, que le recours au dispositif innovant de l'ULS puisse s'élargir au-delà des volumes actuels, pour atteindre des valeurs significatives au regard des besoins

43 Le portage dans le médico-social

Le vieillissement de la population amène une forte augmentation en besoins d'établissements spécialisés pour personnes âgées. Du fait de l'allongement de la durée de vie ces dernières années les retraités arrivent plus tard en établissement spécialisé, mais aussi dans un état de dépendance plus marqué. De même, avec l'allongement de la durée de vie, les personnes restent dépendantes plus longtemps accroissant ainsi les besoins en nombre de lits. L'offre de lits aussi bien privée que publique ou associative ne couvre pas la demande.

Les besoins importants restent néanmoins indissociables des aspects financiers et du niveau de subvention, dans la mesure où le niveau de retraite moyen actuel ne couvre pas le coût total d'hébergement dans ces établissements⁽¹⁾, loin s'en faut ! Un risque social apparaît donc avec un marché à deux vitesses : celui des retraités aisés pouvant faire face aux coûts d'hébergement élevés dans le secteur privé et les autres qui, faute de subventions suffisantes, ne parviendront pas à y accéder.

Sur le versant de l'offre, le secteur n'a pas atteint sa maturité : une poignée d'opérateurs représente 25% environ du marché, le complément est porté par une multitude de petits opérateurs dont la grande majorité ne gère qu'un seul établissement.

430 L'approche des investisseurs institutionnels : le médico-social

La crise de 2008 et « Solvabilité II » ont récemment modifié et vont continuer à modifier les stratégies d'allocation d'actifs des portefeuilles des investisseurs institutionnels (assureurs, mutuelles, caisses de retraite...). Après une forte désaffection pour l'immobilier (selon la FFSA, la part de l'immobilier est passée dans les portefeuilles des assureurs de plus de 15% au milieu des années 80 à moins de 4% ces dernières années), la tendance est de revenir à une allocation minimum comprise entre 6 et 9%, et de se rapprocher ainsi des dernières études qui fixent la part optimale de l'immobilier dans un portefeuille efficient à un minimum de 15% environ. Une autre tendance forte est celle de se positionner sur des actifs « Core », dits sécurisés. Il existe donc aujourd'hui un certain panurgisme chez les investisseurs qui s'orientent vers des actifs qui, par leur localisation, la qualité des locataires, et la sécurisation des cash flows, présentent un minimum de risque.

Il en découle aujourd'hui une demande très supérieure à l'offre pour ce type d'actifs, et ce d'autant plus que, dans un marché tendu, de nombreux investisseurs limitent leurs arbitrages en raison de la problématique de réemploi soulevée par toute cession d'immeubles.

431 Les atouts de l'immobilier médico-social pour un investisseur institutionnel

L'immobilier dans le secteur médico-social présente de nombreux atouts. Dans un marché très engorgé, il permet tout d'abord de répondre à un manque de produits immobiliers et à une volonté de diversification de ses actifs. De par ses caractéristiques, et uniquement si certaines conditions sont remplies, l'immobilier médico-social s'inscrit bien dans la catégorie dite « sécurisée », c'est-à-dire offrant sur le long terme des perspectives de Cash Flow peu risquées. Cette sécurité des revenus est renforcée par l'encadrement du secteur et la nécessité d'obtenir des autorisations spécifiques pour ouvrir de nouveaux établissements. Cette contrainte sur de nouvelles ouvertures crée une prime sur les établissements existants, à l'instar de ce que l'on a pu observer en immobilier commercial avec les CDEC/CDAC. Ensuite, la transparence et l'encadrement des tarifs pratiqués contribuent finalement à la sécurisation des revenus. Enfin, l'immobilier médico-social peut également créer des

(1) Cf. pages précédentes.

synergies entre assureur et exploitant comme, par exemple, en offrant aux souscripteurs de contrats d'assurances des opportunités d'hébergement accrues dans des établissements spécialisés. C'est un investissement qui s'inscrit donc dans une optique long terme.

Pour un investisseur institutionnel, il existe deux façons principales d'investir dans ce secteur :

- par une prise de participations dans le capital des opérateurs (cela a été la politique de la CDC, Predica, Matmut, Gecina...);
- par l'acquisition directe des murs auprès des opérateurs au sein d'une structure dédiée.

On note cependant un inconvénient important pour un investisseur qui est celui de la spécificité de l'exploitation mais aussi du bâtiment entièrement conçu pour répondre au mieux aux exigences de celle-ci. Ainsi, en cas de perte des autorisations ou de départ de l'exploitant, l'immeuble perd une grande partie de sa valeur. La transformation en petits logements ou en résidence étudiante n'est pas toujours possible. Elle nécessite surtout une localisation adéquate et des plans qui prévoient cette éventuelle sortie dès la conception de l'immeuble. Souvent situés en périphérie des agglomérations et faute d'une nouvelle affectation, la valorisation de ces actifs peut se limiter (sauf à trouver un nouvel exploitant) à la valeur du foncier. Ainsi, pour répondre au critère fondamental du couple rendement / risque en matière d'investissement, l'investisseur demandera un rendement net supérieur afin de couvrir ce risque de dévalorisation. Il placera donc ce type d'immobilier au-dessus du rendement offert par le logement classique, mais en dessous du rendement moyen offert par l'immobilier d'entreprise plus sujet aux variations économiques. Aussi les souhaits aujourd'hui en la matière se situent autour de 6% minimum, sauf situation exceptionnelle. Enfin, cette approche peut également s'inscrire dans le cadre d'une politique d'investissement ISR.

432 L'intérêt pour un opérateur du secteur de céder ses murs

Le premier intérêt est de lever les fonds nécessaires pour accompagner une croissance externe et de faire face aux dépenses pour l'adaptation des bâtiments existants parfois anciens, en résumé lui permettre de trouver des liquidités indispensables au développement de son cœur de métier. Le transfert de la propriété des murs permet également à l'exploitant de confier la gestion immobilière à un spécialiste, et ceci qu'il s'agisse du pilotage de la construction des nouveaux établissements, de la rénovation des bâtiments existants ou de la gestion immobilière quotidienne. Une vraie complémentarité s'installe puisque l'investisseur et l'opérateur sont tous les deux animés par une vision long terme : l'opérateur pour la pérennité de son exploitation dans la mesure où les autorisations sont longues et compliquées à obtenir, l'investisseur pour l'équilibre de son investissement (il sera d'autant plus disposé à accepter une rentabilité faible que sa perspective de revenus est longue).

Malgré cela, tous les opérateurs n'ont pas systématiquement adopté cette stratégie.

Concernant les stratégies immobilières des 3 principaux acteurs (en excluant DVD⁽¹⁾ dont la stratégie immobilière ne peut être analysée étant donné la création récente de la structure), on peut distinguer 2 grands scénarios : une externalisation de la majorité des murs pour Korian et Medica (respectivement 85 et 70% des établissements) ou bien une externalisation des murs d'une minorité d'actifs pour Orpéa (30% des établissements). Korian a ainsi cédé la majorité de ses murs à des sociétés comme Foncière des régions ou Batipart, son actionnaire principal, alors que les groupes Foncière Sagesse Retraite et DVD ont vendu 30 sites à Gecina, pour 230 millions d'euros. Orpéa utilise, quant à lui, le réseau des gestionnaires de patrimoine pour vendre ses immeubles lot par lot, chambre par chambre. Même si elle varie dans des proportions importantes d'un acteur à l'autre, l'externalisation des murs est une stratégie adoptée par la majorité des grands acteurs.

Le risque, pour l'exploitant, est de vendre cher, certes pour empocher une plus-value immédiate, mais de se retrouver à payer un loyer annuel d'au moins 5 % à 6 % du prix payé trop élevé, qui peut compromettre l'équilibre de l'exploitation future. Néanmoins, une faillite comme celle du britannique Southern Cross (un des leaders britanniques), plombé par des loyers trop élevés qui dévoraient la moitié de son résultat d'exploitation, est peu probable en France. En effet, les établissements sont, au contraire de la Grande-Bretagne, remplis à 95% et

(1) Rapprochement de Domus Vi et Dolcéa début 2011.

ouverts après une lourde procédure d'autorisation. Mais aussi parce que les exploitants sont particulièrement vigilants sur les prix de vente des murs et l'indexation des loyers et que les investisseurs institutionnels sont attentifs au taux d'effort que représentera le futur loyer. Les investisseurs institutionnels seront donc peu enclins à acheter les murs à un prix élevé si les loyers deviennent déraisonnables.

433 Des résultats très mitigés

Il faut bien reconnaître qu'en matière de cession de murs de résidences séniors, dont les EHPAD et autres établissements spécialisés, les volumes ne sont clairement pas au rendez-vous et ceci malgré des dispositions fiscales incitatives (art 210 E du CGI). Les raisons en sont multiples :

- l'externalisation des murs a surtout été l'apanage des grands opérateurs dans le cadre de leur(s) besoin(s) pour accompagner leur croissance externe face à des conditions de crédit plus restrictives (notamment en crédit-bail). Les cessions portent sur des portefeuilles d'immeubles qui, de par leur taille, s'adressent davantage aux investisseurs institutionnels ;
- le morcellement du marché et le nombre de petits exploitants, peu ou mal informés des stratégies des investisseurs institutionnels, et surtout inquiets de perdre leur indépendance face à un grand groupe. Pour certains, ils ont alors tendance à se tourner vers la cession de chambres en LMP ou LMNP ;
- la solidité de l'exploitant, sa notoriété, et l'historique de son activité sont des éléments essentiels pris en compte par les investisseurs. Ceux-ci sont donc peu enclins à investir sur des opérations gérées par des petits exploitants ne disposant que de quelques établissements. Or, c'est pourtant là que se situe l'essentiel du marché ;
- la concurrence des régimes LMP et LMNP Bouvard qui s'adressent plutôt aux particuliers. L'avantage fiscal permet aux acquéreurs sous ce régime d'accepter des rentabilités très faibles (entre 3 et 5%). La vente à la découpe en chambres permet aux exploitants de conserver la main dans un montage adapté. Cependant, la clientèle particulière est versatile et agit en fonction de l'orientation du marché : forte demande en période de hausse des marchés immobiliers et disparition de la demande en période baissière, période où les acquisitions foncières et les développements d'immeubles sont les plus favorables ;
- des taux d'intérêt historiquement bas, qui favorisent donc les développements en interne plutôt que le recours aux opérations de Sale & Lease back.

Dans ces conditions, de nombreux projets développés par des organismes spécialisés de véhicules dédiés à ce secteur, notamment des OPCI, n'ont pu voir le jour et les investisseurs potentiels, nombreux, sont restés sur leur faim faute de produits. La forme OPCI était recherchée pour faire bénéficier le vendeur de l'avantage fiscal de l'article 210E du C.G.I., avantage parfois important compte tenu du fait que les exploitants amortissent leurs immeubles, ce qui réduit la VNC.

Il y a fort à parier que le volume de cessions de murs augmente au fur et à mesure de la concentration du secteur et des opérations de croissance externe inévitables à court, moyen terme.

Le succès du lancement d'un véhicule immobilier dans ce secteur passe avant tout par le repérage d'actifs et un engagement d'acquisition sur ceux-ci en partenariat avec un exploitant dont les caractéristiques sont de nature à rassurer les investisseurs sur sa pérennité.

Le type de structure dépend de la qualité de l'investisseur final, de ses contraintes fiscales et comptables particulières et des objectifs recherchés. Les murs des immeubles médico-sociaux existants, de par leurs revenus réguliers et sécurisés, qui ne nécessitent pas une gestion complexe, peuvent convenir à un grand nombre de structures et être détenus au travers de simples SCI ou SAS peu onéreuses.

En l'absence de prorogation du dispositif fiscal cité plus haut, l'OPCI RFA, plus coûteuse, n'offre plus comme avantage que la possibilité de ne pas amortir les immeubles et de bénéficier d'une exonération fiscale sur les revenus ou plus-values non distribués (dans les limites légales). Aussi, il s'adressera plus à des portefeuilles importants (taille critique) avec, comme objectifs, la réalisation plutôt d'opérations de restructuration

d'établissements obsolètes ou de développement de nouveaux établissements en VEFA ou CPI par exemple, qu'à une simple gestion d'immeubles.

La forme « grand public » semble peu adaptée du fait de ses contraintes d'affectation d'actifs et passe en plus, avant tout, par une démocratisation de ce type d'OPCI.

44 Développer le Viager

La faible liquidité et la non divisibilité des biens immobiliers freinent à l'évidence les possibilités de mobilisation de l'épargne, ainsi investie en particulier au moment du grand âge. Ces questions ne sont pas nouvelles et ont donné naissance à diverses pratiques peu satisfaisantes. La plus courante et la plus pratiquée vraisemblablement est le viager hypothécaire, adaptée aux situations des ménages riches en capital mais pauvres en CASH⁽¹⁾.

Cette opération trouve rapidement ses limites dans le caractère nécessairement aléatoire du « temps de vie⁽²⁾ ». C'est même la caractéristique essentielle de ce type de contrat que d'être un contrat aléatoire qui ne s'éteint qu'au décès du vendeur (crédit-rentier). Le débit rentier ou acheteur fera donc une bonne, normale ou mauvaise affaire en fonction de la durée de vie effective du vendeur.

Cet aspect d'aléa moral de la relation explique que le viager reste un marché de niche avec quelques 4 000 à 5 000 opérations par an. Il est à noter que la rente viagère ne se porte guère mieux⁽³⁾ alors même que la question des revenus pendant la retraite s'affiche comme une préoccupation essentielle de nos concitoyens. Comme le souligne André MASSON dans l'article cité, nous sommes loin du modèle standard qui réduit l'épargne à une simple accumulation en vue de la retraite, appelée à être convertie pour la presque totalité en rente viagère pendant cette période. Le fait que ces opérations comportent un haut degré d'irréversibilité explique en grande partie les réticences des ménages qui préfèrent opter pour des instruments (type assurance vie) qui servent à la fois pour la précaution à long terme, la retraite et la transmission⁽⁴⁾. Bien d'autres facteurs jouent évidemment en la matière : l'existence d'un régime de retraite par répartition universel somme tout assez généreux ; la préférence de facto pour la transmission aux héritiers, alors que le viager s'assimile à une perte⁽⁵⁾ ; la perte symbolique de statut social lorsque l'opération porte sur la résidence principale ; le risque inflationniste, qui a ruiné tant de rentiers, etc.

On le voit les obstacles au développement du viager sont nombreux et lourds, surtout dans le cas des ménages modeste pour qui la résidence principale constitue l'essentiel du patrimoine.

Il reste que les incertitudes sur la retraite, les besoins associés au grand âge, la généralisation de la propriété occupante, l'âge de plus en plus élevé des héritiers qui introduit peu ou prou une certaine distanciation préchent pour un développement des outils en viager. Il faut toutefois dans le champ immobilier imaginer des offres plus professionnelles, qui causent les aléas du face à face vendeur/acheteur au profit de mécanismes financiers plus évolués, avec une bonne dose de mutualisation et/ou la possibilité d'une aliénation partielle du capital. Le viager reste en définitive dans l'attente d'une ingénierie financière capable d'équilibrer les rapports entre acheteurs et vendeurs (assurance longévité, couverture titrisation, etc.)⁽⁶⁾.

L'extrait suivant de la contribution de Gérard Tissier illustre une des pistes possibles :

« Une des pistes découlant de mes travaux, consisterait à moduler les dispositifs sur plusieurs temporalités. Un premier stade avec une extraction hypothécaire sous forme de rente et, au terme de la durée programmée, ces-

(1) Formule utilisée par les Nord-Américains pour promouvoir le « revers mort gage ».

(2) Viager tire son origine du mot viager, terme de vieux français qui signifie « temps de vie ».

(3) Pourquoi la rente viagère et la vente en viager sont-elles si peu diffusées ? Par André MASSON. [wwwffsa.fr. web/www/risque](http://wwwffsa.fr/web/www/risque) réf. 8 pages.

(4) Op. cit. page 3. L'auteur précise que les épargnants préfèrent des placements « sains optimaux » mais à fonctions multiples.

(5) André MASSON Page 5 op. cit. parle de « suicide familiale » pour la rente viagère.

(6) Réflexion sur le potentiel des fonds d'investissement en viager immobilier. Contribution de Gérard TISSIER Covea – FINANCE INNOVATION.

sion par la banque de sa créance bancaire sur les survivants à un véhicule spécifique. Ce dernier, en application d'une convention initiale avec les emprunteurs, compense la créance en une nue-propiété via un démembrement de l'actif sous-jacent.

Du fait de la mutualisation des générations de prêts, la plus-value observée au stade de la compensation détermine le prix d'acquisition effectif de la nue-propiété. (Entre 40 et 60%) les personnes visées ayant atteint un âge très avancé, il y aurait en outre possibilité de vendre l'actif si départ en établissement ce qui ne peut qu'améliorer la rentabilité.

45 Le portage foncier

Les PPP comme la mise en œuvre d'une véritable politique foncière imposent la mobilisation de financement important de long terme.

Or indépendamment de la crise, avec les nouvelles normes prudentielles (Bâle III), les crédits les plus menacés sont les crédits les plus longs (collectivités locales, investissement des entreprises et surtout financement de projets)⁽¹⁾. Les projets comme ceux de l'aménagement urbain, qui nécessitent des milliards d'engagements, trouveront donc plus difficilement des financements qui seront plus coûteux. À un horizon rapproché, cette modification profonde de la structure des prêts avec la plus grande difficulté, pour les banques de faire des offres à 25 ans, structurera le marché si une offre alternative adaptée ne se met pas en place.

En matière de PPP, il faut éviter toute approche dogmatique. Cette modalité de financement, à côté d'autres, répond aux besoins du moment de développer (faire plus) l'investissement dans un contexte de politique budgétaire restrictive. De plus, si dans le passé les PPP coûtaient plus chers, à l'avenir nul ne sait comment les spreads vont évoluer. Il importe donc que soient mis en place des véhicules adaptés pour porter la dette associée à ce type de financement.

En matière foncière, la mise en œuvre de politique efficace impose l'intervention d'acteurs chargés de porter et/ou conserver la propriété d'un terrain sans en avoir l'utilité immédiate. Le coût du portage comprend le prix de l'argent et le risque de non-réalisation de l'opération projetée. C'est la mission des établissements publics fonciers de porter à 5 ou 10 ans les terrains nécessaires à de futures opérations d'aménagement. Mais ils ne sauraient répondre à tous les besoins, y compris ceux relatifs au portage post opération, i-e aux montages du type « baux à construction » dont le développement apparaît à beaucoup comme un axe majeur de modernisation du monde de l'immobilier. Le portage foncier peut constituer en toute logique un placement attractif de long terme, avec un faible risque en particulier si le placement se fait dans des terrains bâtis donnés à bail et qu'à l'échéance de ce dernier, le terrain soit obligatoirement repris par le détenteur de la construction. Il y aurait dans ce cas certitude de reprise, d'externalisation des plus-values et absence d'aléas et/ou de risques sur l'entretien des locaux pendant la durée du bail. Il s'agirait ni plus ni moins que d'un contrat de leasing foncier d'une durée supérieure à la durée d'amortissement du ou des prêts principaux⁽²⁾. Le tableau suivant illustre le gain de solvabilité associé à ce type d'opération pour l'acquisition d'un logement.

(1) L'évaluation s'apparente à une réduction de l'effet de levier de la part des banques au regard de leurs impôts.

(2) Voir Joseph COMBY Fonds foncier de pension . Des placements fonciers pour financer les retraites. Etude foncière mars 1997.

450 - Avantage du leasing foncier pour l'acquéreur

	Opération type à 12.000 F/m ²	Opération type à 18.000 F/m ²
Charge foncière	2.000 F/m² 10.000 F/m²	6.000 F/m² 12.000 F/m²
Construction et promotion	1.235 F/an	1.853 F/an
<i>Financement classique</i> 6 % hors inflation sur 15 ans	1.123 F/an	1.515 F/an
<i>Financement proposé</i> Construction à 6 % sur 15 ans Leasing foncier à 4 % sur 50 ans 15 premières années	1.123 F/an	279 F/an
35 années suivantes	93 F/an	279 F/an
GAIN DE SOLVABILITÉ	10 %	22 %

Commentaires :

L'augmentation de la solvabilité des acquéreurs peut être encore plus grande si l'on imagine un système de leasing foncier avec un différé correspondant à la durée habituelle des prêts à la construction. Tout se passerait alors comme si l'acquéreur commençait par emprunter (et/ou utiliser son apport personnel) pour acheter la construction puis, une fois propriétaire de celle-ci, achetait le terrain en leasing, sur les trente-cinq dernières années, avec alors un gain de solvabilité de 17% et de 33% (la proportion des charges foncières). Une telle option serait acceptable au cours de la montée en puissance d'un fonds de pension, puisqu'il n'aurait pas besoin de produits immédiats.

Rapports contributif N°3

SOLVABILISATION RÉSIDENTIELLE

Rapporteur : **Gilbert EMONT**
Parrain : **Guy BERNFELD** – CREDIT AGRICOLE
Animateur : **Jean-Claude SZALENIEC**

Participants :

M. Eric BEAUCE – INNOVATION GESTION
M. Thierry BEAUDEMOULIN – FONCIERE DEVELOPPEMENT LOGEMENT
M. Stéphane BRESSOLLES – IMMOVALOR GESTION
M. Damien CALMEL – UFG LFP
M. Didier CORNE DEMAJAUX – BOUYGUES IMMOBILIER
Mme Nathalie DROULEZ – IEIF
M. Gilles DUTHIL – INSTITUT SILVERLIFE
M. Silvio ESTIENNE – ING REM
M. Antoine FAYET – ICADE
Mlle Leyla FERHAT – POLE FINANCE INNOVATION
M. Jean- François GABILLA – JFG CONSEIL ET DEVELOPPEMENT
Mme Marie-Christine JOUANNET-ARNAUD – UFG
M. François JOUVEN – AKERYS
M. Alain LAURIER – PERL
M. Christophe MONTCERISIER – GENERAL ELECTRIC
M. Anass PATEL – 570 AM
M. Eric QUINTON – FFB
M. Jean-Pierre SCHAEFER – CAISSE DES DEPOTS
M. Gérard TISSIER – SENIOR STRATÉGIC

EXECUTIVE SUMMARY

00 Grands enjeux de la problématique :

- Des besoins encore importants soutenus par une démographie et l'attractivité de certains territoires : les nouvelles migrations.
- Des disparités fortes entre territoires qui expliquent une pression foncière très vive dans un certain nombre de zones tendues.
- Une politique de qualité qui a vaincu l'inconfort (définition 1950) mais se heurte aux nouvelles exigences du développement durable.
- Une accession à la propriété, et surtout une primo accession, qui se grippe hormis dans certains parcs anciens ou en pavillon loin des centres villes.
- La rationalité économique de l'investissement locatif confrontée aux critères des particuliers, peu compatibles avec ceux des professionnels.(divergence prix/ loyers)
- Une divergence entre hausse des prix, hausse des loyers et hausse des revenus des locataires qui se traduit par la dérive inquiétante de la solvabilité.
- Le poids du locatif social, la paupérisation et l'exclusion en marche, la gestion de la valeur et la nécessaire convergence entre locatif public et locatif privé.
- L'émergence de nouvelles données structurantes globales : l'appauvrissement des Etats, la civilisation de l'urbain et le vieillissement de la population.

01 Synthèse des propositions et appels à projet

Les zones tendues et la gestion foncière

- Renforcer la maîtrise publique de nouveaux fonciers.
- Dynamiser l'aménagement de terrains constructibles par le secteur privé grâce à des financements à moyen terme.
- Porter le foncier à très long terme (financement d'emphytéote public) pour les usages d'intérêt général (logement social)
- Développer le portage foncier à moyen terme (drainage de l'épargne) pour faciliter la dissociation foncier/ bâti, en particulier pour la primo accession)

Dynamiser l'accession à la propriété au cœur des agglomérations

- Créer des véhicules spécialisés pour procéder à la vente aux locataires d'une part plus significative du parc « HLM »
- Redynamiser les formules d'accession progressive à la propriété.
- Dissocier dans le temps achat du foncier et achat du bâti.
- Redévelopper, en le sécurisant un financement aux particuliers tablant sur le partage de la plus value potentielle.
- Réactiver les formules de financement intergénérationnel.

Le logement locatif face à un nouveau paradigme financier

- Concentrer l'appel à l'épargne sur des SCPI visant le locatif intermédiaire dans les zones tendues, moyennant une aide spécifique des pouvoirs publics.
- Poursuivre l'aide fiscale à l'investissement locatif des particuliers en le sécurisant (tiers de confiance, assurance)
- Faire des organismes locatifs sociaux les plus aptes, le fer de lance de la constitution d'un parc locatif

- intermédiaire important (repositionnement d'une partie du parc, développement de nouveaux programmes dans des filiales spécifiques)
- Utiliser le démembrement propriété / usufruit pour orienter l'épargne privée sur l'investissement dans un logement conventionné.

Du vieillissement et de l'émergence demandes nouvelles

- Faciliter la constitution d'un patrimoine en vue de la retraite et faciliter sa liquidité (rente/ actif d'exploitation/ propriété occupée)
- Encourager toutes les formes d'achat de logement qui permettent de préparer la constitution d'un patrimoine à l'âge de la retraite.
- Dynamiser le viager résidentiel (assurance longévité, mutualisation, meilleure fluidité de la transmission patrimoniale)
- Drainer l'épargne privée vers le portage des murs de logements destinés aux populations fragiles (handicap, intermédiation sociale, dépendance)
- Favoriser l'émergence de financements ciblés sur l'adaptation de l'habitat au handicap et au grand âge.

1 Introduction

Si innover financièrement en matière de solvabilisation résidentielle ne se traite pas sans une conscience approfondie des déterminants de la politique du logement, le présent travail ne doit pas constituer pour autant un énième rapport sur la politique du logement en France, ses écueils et ses perspectives. Il nous faut trouver la voie d'une contribution originale et professionnelle sur les moyens d'œuvrer, dans la sphère économique et financière, à la résolution des problèmes posés, autrement que par des prises de positions idéologiques, voire incantatoires. C'est pourquoi nous nous positionnerons délibérément dans le champ de la microéconomie sans méconnaître pour autant les déterminants économiques fondamentaux en la matière.

Il n'en reste pas moins en effet, pour simplifier le débat dans notre domaine, que deux dimensions publiques conditionnent le fonctionnement du marché du logement et limitent la stricte approche économique et financière du sujet :

- La prégnance de l'Etat et de sa contribution budgétaire au système constitue la première, qui peut fausser l'approche et l'analyse mais renvoie à la dimension sociale déterminante du problème du logement.

Après trente ans d'aide majeure à la « pierre », Raymond Barre, dans son rapport fondateur de 1978, avait tenté une proposition radicale pour clarifier le propos : dissocier le soutien social aux ménages qui le nécessitent, par le biais de l'aide à la personne, et le fonctionnement de l'immobilier résidentiel fondé sur l'optimisation d'une performance économique liée au niveau de qualité offert. Depuis cette réflexion fondamentale, il a fallu réguler cette aide sociale dépendante du revenu national, pour qu'elle ne s'envole pas du fait de l'équilibrage, ex-post, d'un système de production laissé largement aux mains de la filière. Cela limite la lisibilité du bilan avec le maintien d'aides à la pierre non négligeables (relais pris largement par les collectivités territoriales) et le développement d'aides fiscales puissantes, en plus d'une aide à la personne en forte progression.

Notre propos s'inscrira dans la seule analyse des conditions économiques et financières pour que l'appareil de production/gestion du logement se mobilise avec la plus grande efficacité, le soutien de l'Etat devant être concentré sur le traitement des dysfonctionnements sociaux (y compris la solvabilité), essentiellement liés aux personnes et, exceptionnellement, sur la régulation de mécanismes économiques soumis à la conjoncture économique globale.

- La seconde dimension est, au sein d'un marché global du logement, le poids grandissant qu'y prend le secteur HLM (encadré par la puissante USH) et le rôle qu'il joue dans le parcours résidentiel des ménages et l'adaptation possible de leurs options à leurs conditions financières successives. Notre propos ne saurait pour autant constituer un diagnostic sur la politique du logement social, régaliennne par excellence car traduisant les choix objectifs de la solidarité nationale. Il ne peut tout simplement exclure de son champ d'analyse la valeur financière que constituent aujourd'hui plus de quatre millions et demi de résidences principales, constituées grâce au cumul d'aides publiques durant soixante ans au cours desquelles le marché a profondément évolué. Le système financier sur lequel ce capital s'est constitué, fondé sur une vision économique d'après la Seconde Guerre mondiale, peut légitimement être réinterrogé au regard des données d'aujourd'hui.

La bonne gestion de cette valeur au service des priorités actuelles, sa mobilisation pour optimiser la réponse aux problèmes de solvabilisation résidentielle dans un contexte d'appauvrissement des finances publiques et d'évolution de la nature des demandes, doivent permettre d'éviter le piègeage d'une ressource collective dans un système fermé à la continuité de fonctionnement du marché du logement.

Notre interrogation sur le logement social ne portera donc que sur la gestion de la valeur au regard de l'évolution des demandes sociales.

Le rapport élaboré par l'OCDE en 2010 sur la politique de l'Etat français en matière de logement a mis en exergue les mêmes positions liminaires sur à la fois, le primat que doit revêtir l'aide à la personne dans la résolution des problèmes d'ordre social, et l'optimisation des aides publiques pour qu'elles diffusent sans contre productivité dans l'ensemble du marché afin d'optimiser la solvabilisation de toutes les demandes quelle que soit leur nature.

2 Un pays en profonde mutation face à un système peu fluide

Le diagnostic que l'on peut tirer assez rapidement est que la France est en mutation rapide depuis plus d'un demi-siècle, ce qui entraîne des conséquences profondes en matière de logement. Parallèlement, elle est aux prises avec un système de fonctionnement des marchés hérité des trente glorieuses puis aménagé, selon les circonstances, pour faire face aux perturbations sociodémographiques les plus apparentes. On a l'impression d'un système arrivé à la limite de telles politiques d'ajustements successifs, de traitement de niches, voire de réponses d'urgence à l'émergence de demandes insuffisamment anticipées.

20 Quels besoins satisfaire ?

La polémique paraît sans fin sur l'appréciation de la seule « quantité » de logements nécessaires pour répondre de manière satisfaisante à la demande. Entre travaux universitaires, études d'organismes professionnels, projections des instances publiques, les divergences subsistent.

Sur le besoin démographique tout d'abord puisqu'il s'agit de parler de ménages et non de population comme savent si bien le faire les démographes. Quelle relation simple établir entre une croissance démographique naturelle en nombre de personnes et une formation de ménages nouveaux qui dépend de transformations sociologiques et d'évolutions comportementales, elles-mêmes conditionnées par les conditions économiques générales ?

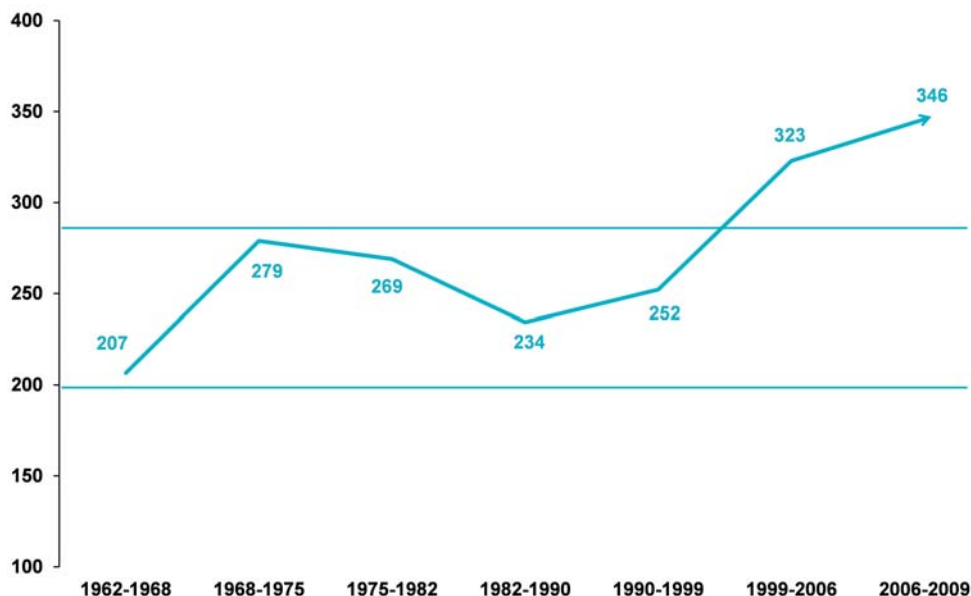
Et que dire du besoin de renouvellement du parc, certes moins médiocre qu'en sortie du dernier conflit mondial, mais rattrapé par les interrogations liées au Grenelle du Bâtiment ?

Dans quelles tendances sommes-nous sur le plan migratoire, sujet politiquement à risque, mais dont la mise entre parenthèses du débat peut créer localement de vraies situations de crise ?

Enfin, une étude de l'IEIF de 2010 a montré le risque de ne parler qu'en macroéconomie nationale quand le pays est l'objet d'une profonde redistribution interne entre zones attractives et zones en déclin, sur fond de repositionnement géographique des populations retraitées et un déséquilibre accru entre métropoles urbaines et territoires ruraux qui luttent contre la désertification.

Il semble cependant qu'un consensus se soit établi sur la sous-évaluation du besoin lié à la croissance démographique (nouveaux ménages), sur la constitution de zones tendues qui, quoique ne représentant qu'une faible partie du territoire, concentrent tous les dysfonctionnements liés à la pénurie d'offre (grippage de l'accession à la propriété, pénurie d'offre locative intermédiaire), ainsi que sur la nécessité de focaliser l'effort sur des demandes d'un type nouveau : retraités, handicap et dépendance, ménages monoparentaux, grande précarité, etc.

Tunnel de la croissance annuelle des ménages en milliers de ménages



Source : IEIF sur données Insee.

21 Inélasticité de l'offre et problème foncier

Une des conséquences premières de ne pas traiter le sujet des besoins en macro-économie nationale, mais de porter le regard sur le fonctionnement local des marchés, est de mettre en lumière le primat du problème foncier.

Dans un pays qui, globalement, n'a pas de problèmes de foncier disponible, le sujet est celui de la métropolisation dominante et de la constitution de zones tendues en matière de démographie des ménages. Il en résulte une pression immédiate de la demande que l'inélasticité de l'offre met du temps à prendre en compte en entraînant une insuffisante production de logements neufs et donc une flambée des prix, avant tout portée par le parc existant.

Ce n'est dès lors pas tant un foncier, denrée chère en soi, qui fait flamber l'immobilier, mais la flambée de l'immobilier qui rend la denrée foncier objet d'une surenchère insupportable en matière de prix.

Une telle situation ne se résout qu'en anticipant la demande par une politique active de maîtrise foncière publique mais, surtout, une activité résolue d'équipement et d'aménagement des terrains mobilisés pour alimenter une production urbaine suffisante dans des cadres urbanistiques maîtrisés.

Il semble aux auteurs du présent rapport que toute autre politique (du type subvention des surcoûts) ne peut revenir qu'à alimenter ce mécanisme inflationniste sans apporter le moindre remède au mal. On ne fait pas tomber la fièvre en changeant le zéro de la graduation du thermomètre.

22 La qualité : une victoire en attendant Grenelle

S'il est une fierté bien légitime de la politique des cinquante dernières années, c'est celle de l'amélioration de la qualité. La fixation d'un niveau minimal de qualité du logement social (réforme Barre, création du PLA) en fut une étape importante en 1979, la politique d'amélioration de l'habitat (rapport Nora, action de l'Anah , diffusion des aides dans l'existant), en est une autre qui a vu le parc saturer quasiment les niveaux de qualité à atteindre définis alors par les pouvoirs publics (nomenclature désormais dépassée) tout en permettant un recul important du surpeuplement.

Mais les réflexions sur le développement durable amènent à tempérer ce jugement autant par ce qu'elles fixent comme nouvel horizon objectif sur la qualité, en particulier thermique, que parce que la solvabilisation résidentielle, mesurée en intégrant le coût global de l'habitat, passe par une prise en compte nouvelle du bâti dans son environnement.

Le défi du coût global (qui n'est pas nouveau) prend une autre dimension tant sur le plan des charges énergétiques qui pèsent directement sur le budget des ménages, que parce que l'étalement urbain, auquel conduit pour une bonne part une accession à la propriété centrée sur le pavillon individuel, n'est supportable ni par l'environnement, ni par les finances locales des collectivités, ni par les budgets familiaux du fait du renchérissement des coûts de transport.

23 L'accession à la propriété et l'étalement urbain

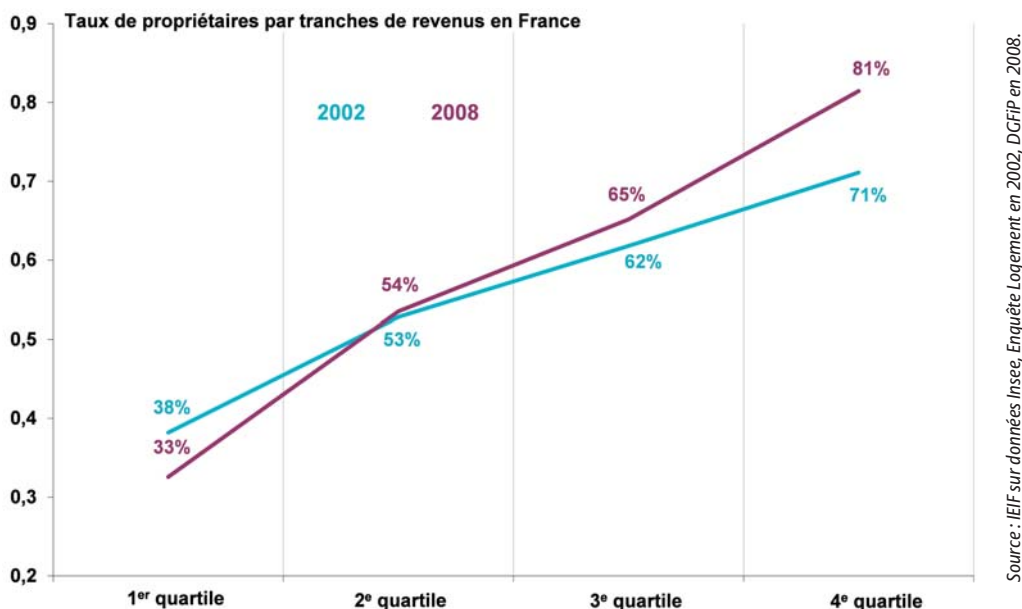
Une étude récente de l'IEIF met en exergue l'impasse des zones tendues qui repose sur trois orientations contradictoires : développer la propriété, la rendre possible pour les classes moyennes et limiter l'étalement urbain. En poids relatif, la primo accession à la propriété régresse en France et si le taux des propriétaires croît, c'est soit par transfert de capital vers l'immobilier soit, plus particulièrement, par une accession résiduelle concentrée sur les tranches de revenu les plus élevées .

Le fonctionnement actuel des marchés, largement influencé par la régulation publique, débouche dans un certain nombre de zones sur une impasse foncière urbaine qui interdit aux ménages de ressources moyennes d'accéder à la propriété, si ce n'est en se délocalisant toujours plus des zones centrales où les prix sont devenus inaccessibles.

En zones tendues, relancer l'accession à la propriété pour les classes moyennes ne peut passer désormais, sauf puissante aide de l'Etat, que par une délocalisation en maison individuelle de plus en plus loin des centres villes, avec les coûts induits que cela entraîne.

Insupportable pour la Société du développement durable ? Il conviendra de voir comment le système juridico-financier peut proposer des solutions pour limiter cette dérive spatiale et proposer des voies pour un autre accès à la propriété (ou un accès à une autre propriété), qui réponde au désir de nos concitoyens de sécuriser leur budget logement.

Evolution du taux de propriétaires occupants selon le revenu en France



Lecture : en 2008, parmi les ménages les plus « riches », on trouve 81 % de propriétaires.

24 Rationalité économique de l'investissement locatif

Mais la propriété pour tous n'est certainement pas envisageable. Nul n'est besoin de philosopher sur ce constat, nous nous contenterons de montrer que pour des raisons de parcours résidentiel propre à chaque ménage et, aussi, pour des raisons financières qui l'imposent, le statut de locataire doit rester l'apanage d'une grande partie de nos concitoyens, sans dépréciation d'un tel statut.

Dans le parc social, bien sûr, pour les raisons qui relèvent essentiellement des situations financières, temporaires ou durables, qui le nécessitent. Dans le parc locatif privé tout aussi bien.

Le parc social atteint plus de quatre millions et demi de résidences principales en France aujourd'hui, sur un total de vingt-sept millions mesuré en 2006. C'est environ 16% du parc total, ouvert à des ménages dont le revenu n'excède pas un plafond proche du revenu moyen de nos concitoyens (mais le pourcentage de ménages à moins de 60% du revenu plafond a bondi de 58% en 2000 à plus de 66% en 2009) .

Au-delà du parc social, les ménages trouvent un parc privé, à peine supérieur en nombre au parc social, presque entièrement détenu par des particuliers .

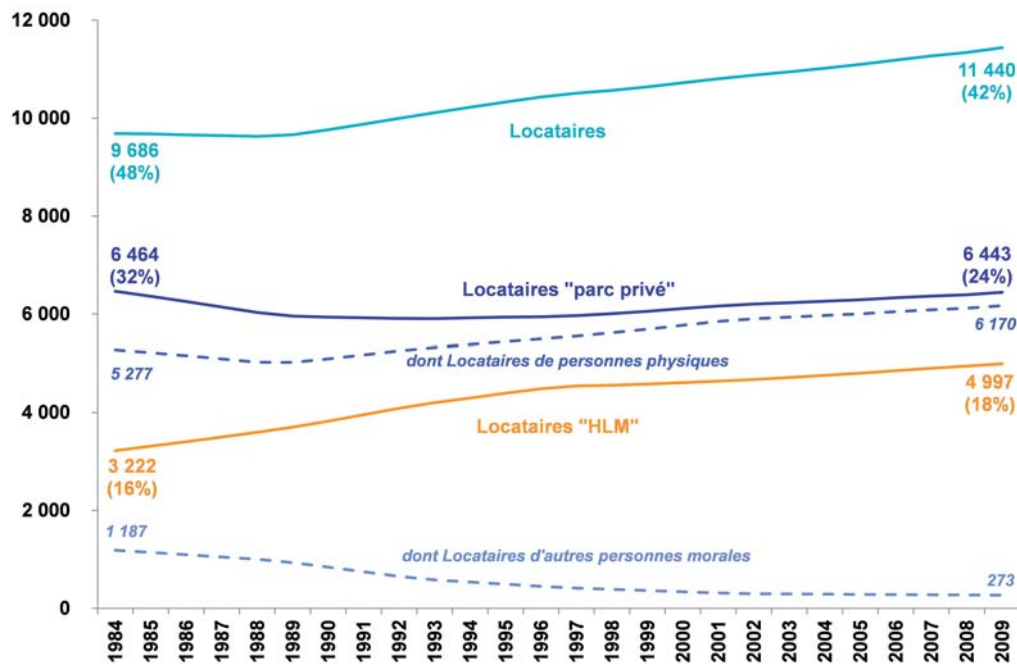
Et, depuis vingt-cinq ans, ce parc locatif privé n'a pas évolué d'une unité , les investisseurs professionnels arbitrants leur patrimoine pour un nombre de logements équivalent à celui acheté par les particuliers bailleurs, efficacement aidés par des systèmes fiscaux auxquels l'Etat risque de ne plus pouvoir faire face dans l'avenir. L'étude IEF, Logement : un marché locatif sous influence, d'août 2011, pose la question de l'existence d'un

secteur locatif privé neuf, animé et porté tant par des particuliers que par des professionnels, trouvant dans leur investissement un juste retour de rentabilité, sans dopage significatif de la performance par l'Etat. Il est vrai que, dans le neuf, il est rare de spéculer d'emblée sur une plus-value à terme mais un rendement courant suffisant est indispensable rapidement.

Dans le parc ancien, en revanche, les rentabilités enregistrées dans les zones tendues, grâce à la revalorisation du patrimoine, permettent d'envisager une telle hypothèse. Mais si ce fut une réalité liée à la « folle décennie », sommes-nous sûrs de la revivre dans un avenir proche ?

C'est dans les grands bouleversements qui vont affecter, désormais, la performance comparative des différents types de placements, qu'émergera la réponse, selon les territoires, du retour possible à une meilleure rationalité économique, soit liée au rendement par la valeur d'usage, soit liée à la comparaison avec les rendements d'autres types de placements.

**Le parc de résidences principales locatives privées stagne, en nombre, depuis 25 ans
France métropolitaine, en milliers et en %**



Source : IEIF sur données CCDD / Comptes du Logement.

25 La dérive des solvabilités

Car le fond de plan est bien là. Pour faire des propositions de mobilisation de la sphère financière afin de mieux solvabiliser la demande résidentielle, il faut d'abord considérer que demain risque d'être fort différent d'hier.

La normalisation, le contrôle, la régulation des professions en sont des composantes importantes mais les professionnels ont toujours su trouver les gains de productivité et de savoir faire pour absorber les contraintes nouvelles de fonctionnement dans une Société qui aime bien lui poser des défis.

La crise sociale et la paupérisation de la demande en constituent d'autres beaucoup plus préoccupantes, d'autant qu'elles risquent de s'accroître dans les années à venir.

L'envolée des prix immobiliers, sans rapport réel avec l'amélioration de la qualité ou l'évolution des revenus, tend à élargir dans des proportions dangereuses pour l'effort financier demandé aux ménages.

Les taux d'effort (part du revenu consacrée au logement, voir tableau) dérivent de manière inquiétante alors que la crise pèse sur l'emploi, et donc les revenus disponibles, pour les finances publiques qui soutiennent le système actuel, sur la capacité financière des banques et le coût du crédit, qui ont contribué dans le passé à améliorer fortement la solvabilité apparente des emprunteurs.

Taux d'effort net selon le statut d'occupation et les quartiles de niveau de vie

	Tous statuts d'occupation confondus	Accédants	Locataires du secteur social	Locataires du secteur privé
1 ^{er} quartile	34,0	42,8	27,0	38,6
2 ^e quartile	28,4	29,1	24,1	31,8
3 ^e quartile	25,0	25,9	20,5	26,4
4 ^e quartile	20,4	21,3	16,3	19,8
Moyenne	24,3	24,1	21,9	26,3

Source : Insee (taux d'effort calculés à partir de l'Enquête Logement 2006).

De tous ces maux peut émerger du bien : la refonte en profondeur du système, une gestion plus optimale de la valeur patrimoniale, une rationalité économique délivrée des idéologies, le recentrage de la solidarité nationale sur les besoins les plus urgents, la prise en compte du bien logement comme participant au bilan financier global des générations, selon les priorités liées à leur période de vie.

Les propositions que nous allons développer ci-après s'inspireront de ces constats pour indiquer des pistes d'innovation que la situation économique générale contribuera ou non à rendre explorables. L'incertitude ambiante ne peut inciter à la frilosité et à l'attentisme.

26 De quelques évolutions structurantes

L'ensemble de ces données au cœur de la problématique du logement sont à replacer dans une perspective plus globale qui encadre et contraint les marges de manœuvres effectives des acteurs de la finance immobilière : L'émergence de société des « urbains », puisque la civilisation rurale a progressivement, depuis la fin du XX^e siècle, cédé la place à un maillage de métropoles urbaines et de villes relais qui structurent désormais l'espace collectif.

La concentration des humains dans les villes, phénomène désormais mondial même si aucune mégapole n'est en constitution sur notre territoire national, représente le propre d'une civilisation qui échange et commerce grâce à des moyens de transports d'un nouveau type et à la dématérialisation devenue possible de la communication des informations et des savoirs.

L'allongement de la vie de ces humains-urbains, c'est-à-dire d'abord le fait de vivre plus vieux en bonne santé, puis l'émergence quantitative des problèmes du grand âge (des handicaps à la dépendance) sur le plan du logement, font apparaître de nouveaux besoins. Ceux-ci interrogent les programmations traditionnelles en types de logement (taille, desserte) et mettent en exergue la nécessité d'un habitat adaptable, avec des structures spécialisées pour la dépendance lourde.

Ce vieillissement pose également le problème des cycles de la transmission patrimoniale entre générations, profondément ralentie à l'orée de ce nouveau siècle.

Enfin, le problème de la dette souveraine complique le financement de la solidarité nationale et du recours aux pouvoirs publics, au sens large, pour permettre la réponse aux nouveaux besoins sociaux. Cette situation rend encore plus nécessaire l'optimisation de la valeur d'actif générale, sa gestion proactive pour orienter convenablement la ressource, l'innovation financière pour trouver les réponses, avec un recours réduit aux subventions publiques, aux problèmes de notre temps.

3 Des propositions pour mieux anticiper les évolutions ou aider à sortir des impasses

30 Le foncier et les zones tendues

Le problème foncier est souvent mis au cœur des préoccupations en matière de logement, à la fois pour dénoncer une rétention (parfois publique) qui serait la cause d'une offre insuffisante génératrice de pénurie d'une part et des coûts prohibitifs de l'immobilier qui découleraient du coût de cette « matière première » ensuite.

Les comportements pervers sont bien sûr toujours condamnables mais la spéculation de quelques-uns ne doit pas faire oublier les données structurelles du problème :

- Ce pays, contrairement à d'autres en Europe, ne manque globalement pas de foncier. Le phénomène ne concerne que les zones en forte croissance du fait de leur attractivité particulière.
- Les zones concernées ont à faire face à une inélasticité de l'offre de logements car la production de terrains aménagés, propres à la construction, prend du temps. C'est une affaire d'anticipation et de programmation urbaine et en la matière nos élus, émanations de nos propres contradictions, ne donnent pas toujours le bon exemple.
- Le prix du foncier s'envole parce que la demande immobilière n'est pas satisfaite, le prix de l'existant flambe souvent plus que celui du neuf. La capacité à payer le foncier plus cher permet à celui-ci d'atteindre un prix que son détenteur s'approprie si aucune régulation publique n'intervient.

Il n'existe pas de prix foncier en soi et les politiques publiques d'accompagnement du surcoût foncier tendent à alimenter le processus sans le moindre espoir de l'endiguer.

La question est donc bien celle d'une inélasticité à traiter de manière préventive .

En cela, la maîtrise accrue liée au développement des EPF est un progrès mais ne suffit pas, car l'inélasticité est tout aussi forte lorsque le foncier reste stocké de manière brute chez un propriétaire public comme il l'était chez un propriétaire privé.

La question essentielle est celle de son aménagement pour en faire un produit apte à la consommation rapide pas les promoteurs et les constructeurs. C'est bien une relance de la politique d'aménagement urbain qu'il s'agit d'encourager, appuyée sur ces outils de maîtrise des sols que constituent les EPF (avec mobilisation des ressources publiques en la matière et préemption sur les échanges privés).

Le financement des aménageurs, dans le cadre de concessions d'économie mixte, mais surtout, compte tenu d'un certain essoufflement des finances publiques, dans le cadre de conventions avec le privé, devra être encouragé.

Cela pose le problème de la relance bancaire du financement de projet dans des conditions de coût permettant le portage à moyen terme des opérations. Cette relance constitue une priorité même si elle n'est pas forcément

porteuse d'innovation financière autre que celle du refinancement à coût raisonnable dans un contexte de normes et de régulations renforcées.

Proposition 1 : Relancer le montage de zones d'aménagement privées conventionnées, et mobiliser des financements de projets à moyen terme (9-10 ans) dans des conditions améliorées, pour tenir compte des plus-values potentielles.

Plus innovante, compte tenu des coûts à acquitter aujourd'hui après une hausse continue du foncier lors de la dernière décennie, est la possibilité des établissements fonciers ou aménageurs publics à se muer en emphytéotes, afin de porter le foncier sur le long terme pour en lisser le prix dans la durée et, soit vendre le foncier à un prix d'équilibre de l'opération à long terme, soit devenir propriétaires, au terme de leur période d'amortissement, de biens qui y ont été réalisés et éventuellement les revendre.

C'est ce financement d'emphytéotes publics sur des ressources longues et peu chères qui constituera la deuxième proposition (par exemple par mobilisation spécifique du Livret A sur ce sujet dans des secteurs prioritaires et pour des usages de construction s'inscrivant dans l'intérêt général).

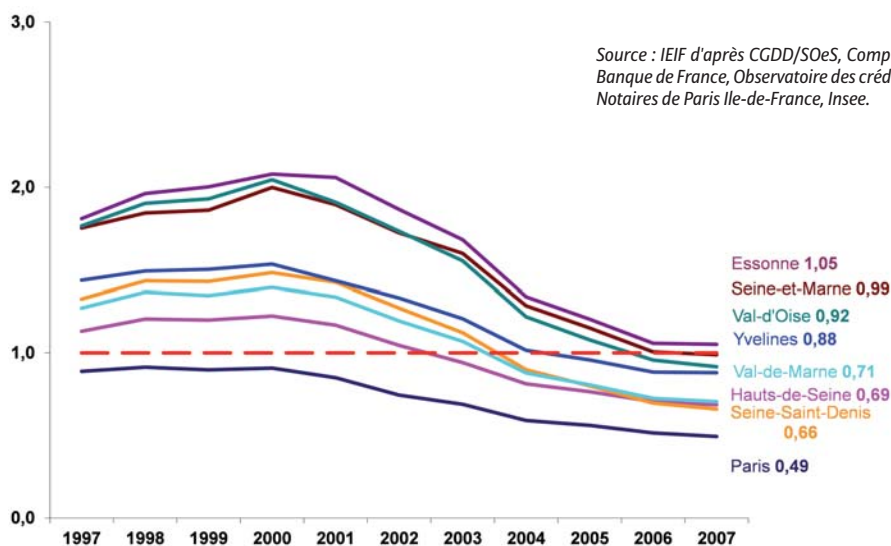
Les organismes de logements sociaux, en particulier, qui n'ont pas vocation à devenir des foncières, pourraient exploiter cette formule en laissant ainsi des organismes publics spécialisés assurer le portage du foncier à très long terme.

Proposition 2 : Orienter une ressource longue et peu chère (à base de livrets réglementés) pour financer des emphytéotes publics (de 50 à 100 ans) travaillant avec des organismes producteurs, notamment les bailleurs sociaux.

31 Dynamiser l'accès à la propriété au cœur des agglomérations

Des études récentes ont mis en exergue le grippage de l'accès à la propriété et, dans un contexte décennal de flambée des prix, l'impossibilité pour les classes moyennes d'accéder à la propriété dans les zones tendues. Certes, un remède à cette situation peut se trouver dans un éloignement de plus en plus grand des centres urbains, à travers un pavillonnaire consommateur d'espace, une augmentation des budgets de déplacement et les conséquences collectives maintes fois dénoncées de l'étalement urbain.

Revenu médian / revenu de solvabilité pour l'accès des ménages en Ile-de-France



De même, on sait les limites de l'effort de l'Etat (APL et bonification du PTZ) et le risque d'un laxisme bancaire sur l'endettement inconsidéré des ménages (recours au report d'amortissement toujours plus tardif) même si le taux de sinistralité en la matière est quasi nul en France.

Les pistes de proposition que nous avons retenues sont au nombre de cinq.

310 Dynamiser la primo accession par le parc social

C'est probablement la voie la plus pertinente et la plus adaptée à la fois pour conforter la mission de ce parc à répondre au parcours résidentiel des ménages et proposer à ceux, dont les ressources sont les plus fragiles pour l'accession à la propriété, des conditions sécurisées pour franchir la marche nécessaire.

Il s'agit bien sûr de rester vigilant sur la demande locative sociale du secteur et assurer le remplacement (voire la croissance grâce aux fonds propres dégagés) du parc locatif nécessaire.

Même lorsque ces précautions sont réunies, le nombre de ventes devrait pouvoir être plus important qu'aujourd'hui. Sans nier les difficultés de tous ordres qui entourent de telles cessions, il semble que la filière financière devrait pouvoir se mobiliser pour améliorer l'efficacité des opérations et atteindre au plus vite le pourcentage de vente de 1% par an prévu par la loi MOLLE. La proposition serait de créer une ou plusieurs sociétés de droit privé, émanation des organismes sociaux bailleurs mais pouvant faire appel au privé, pour acheter en bloc des programmes destinés à être ultérieurement cédés aux locataires.

Proposition 3 : Créer des sociétés (organismes sociaux – secteur privé) permettant le transfert en bloc, de programmes sociaux destinés à être vendus dans un second temps aux locataires HLM.

De telles sociétés, s'appuyant sur les bailleurs d'origine pour une gestion locative temporaire, auraient pour objectif unique cette cession à terme en optimisant les montages financiers utiles, les systèmes de garantie indispensables aux accédants, la gestion des parties communes et les copropriétés temporaires, l'intermédiation financière utile entre le système bancaire et les acquéreurs.

Au-delà du secteur social public, on peut également s'interroger sur une organisation de la vente à ses locataires, du logement social de fait que constitue une partie du parc privé. Il conviendrait d'approfondir les conditions d'une maîtrise d'une telle cession à des locataires pour lesquels il deviendrait le premier patrimoine lorsque le bailleur est prêt à s'engager dans cette voie. Le recours à un tiers de confiance et à des conditions financières adaptées sont les deux axes d'approfondissement à mener afin de ne pas retomber dans les travers d'une vente à la découpe impopulaire parce que conduite sans précautions, en tous cas mal expliquée.

311 Redynamiser les formules d'accession progressive à la propriété, en introduisant la notion de nue-propriété

Celles-ci ont déjà donné lieu à formulation : loi location-accession du 12 juillet 1984 et SCIAPP reprise par la loi ENL du 13 juillet 2006.

Dans le premier cas, le ménage HLM acquitte une redevance composée d'une indemnité d'occupation, des frais de gestion et d'une part acquisitive (épargne) sur une phase préalable variable à l'option d'acquisition du logement (neuf ou ancien). Les avantages fiscaux de la construction HLM sont acquis à l'acquéreur s'il opte pour cette formule.

La difficulté de son développement tient dans l'importance de la part acquisitive possible pour un acquéreur, aux ressources modestes puisqu'il a dû recourir au logement locatif social pour se loger, et que sa situation n'est souvent pas susceptible d'évoluer rapidement.

Une formule nouvelle pourrait passer par le démembrement du bien entre nue-propiété et usufruit. La part acquisitive ne concernerait que la nue-propiété et resterait donc plus modeste dans cette phase préalable à l'option d'achat de la seule nue-propiété.

Une fois l'option exercée, le ménage peut rester locataire jusqu'au terme de l'usufruit accordé au bailleur social. Il peut aussi, dans des conditions convenues à l'avance, exercer le rachat de la part d'usufruit non amortie avant le terme de celui-ci.

Dans le cadre de la SCIAPP, le recours à la détention de parts de nue-propiété pourrait également donner lieu à des SCI spécialisées et le mécanisme pourrait s'avérer plus rapide, puisque dès détention totale des parts de nue-propiété, le locataire peut sortir de la SCI et opter éventuellement, dans un second temps, pour le rachat anticipé de l'usufruit.

On pourrait par ailleurs s'inspirer de ce dispositif pour l'élargir au secteur privé.

Plus généralement, on peut penser à une accession sociale à la propriété, faisant appel à trois acteurs :

- le locataire susceptible d'une solution HLM, compte tenu de ses ressources initiales, mais volontaire pour s'engager dans un mécanisme d'accession à la propriété à terme ;
- l'organisme bailleur social, chargé dans le cadre d'un usufruit, d'assurer la bonne gestion de la phase locative ;
- une SCI d'investissement (la Caisse des Dépôts pourrait en la matière jouer un rôle structurant) dans la nue-propiété des logements, au départ du processus.

L'accession « trois temps » pourrait ainsi voire s'enchaîner trois phases dont la fluidité doit pouvoir être assurée pour les ménages : la location simple, la nue-propiété/location et l'accès à la propriété totale (à terme ou anticipée).

Proposition 4 : Relancer les mécanismes d'accession spécifique dans le parc social, en passant par la nue-propiété, voire en introduisant des véhicules privés pour son portage temporaire.

312 Différer l'achat du foncier

Il s'agit ici d'une accession classique dans le secteur privé, qui pourra bénéficier des dispositifs existants de financement en la matière (en particulier PTZ).

Le sujet, déjà expérimenté avec succès dans le cas du pass-foncier, en particulier en résolvant le problème délicat de la copropriété dans le cas d'immeubles collectifs, consiste à dissocier dans le temps l'achat du bâti de celui du foncier. La formule nécessite donc un investisseur intermédiaire pour la partie foncière. Nous n'approfondirons pas ici la partie plus classique du financement de l'achat du bâti.

Dans le cas du pass-foncier, la non option d'achat du terrain d'assiettes à l'issue d'une première phase réglée, se traduisait par le rachat global du logement par le propriétaire bailleur et la réorientation de l'acquéreur du bâti vers un simple statut de locataire.

Il s'agirait d'aller plus loin et de considérer que l'acquéreur du bâti puisse continuer à être propriétaire de son bien tout en restant locataire du foncier, en assumant une charge raisonnable pendant une période longue. Cela revient donc à créer des sociétés foncières porteuses des terrains d'assiette des logements qui y auront été construits. Ces sociétés sont rémunérées par un loyer de base, de valeur modeste, et par un complément assurant la rentabilité du portage lors de chaque cession du bâti, voire au terme (long) du portage défini préalablement.

La part complémentaire obtenue lors de la cession du bâti peut être un taux de rémunération fixé à l'avance, mais aussi une participation à une survalorisation foncière sur la période qui excéderait le taux normal de rémunération du portage.

On peut également envisager que les propriétaires du bâti rachètent le foncier de manière anticipée par rapport à la cession de celui-ci. La valeur de ce rachat peut intégrer là aussi une participation à la plus-value à la date du rachat, qui dépasse une rémunération minimale convenue liée au portage.

Dans ces conditions, des sociétés de portage foncier peuvent espérer, en particulier dans les zones en forte croissance, une rentabilité substantielle et, pour certains investisseurs qui disposent de ressources peu chères et peuvent projeter leur rentabilité à moyen terme, exister sur ce seul type de produit.

On peut aussi envisager que ce type d'achat foncier se fasse dans des véhicules portant d'autres actifs immobiliers qui assurent le rendement courant nécessaire pendant la période de portage des fonciers sous rémunérés.

Proposition 5 : Développer des véhicules fonciers ou fonciers/immobiliers, spécialisés ou non, susceptibles de se rémunérer en portant les fonciers d'assiette des logements sur des périodes suffisamment longues.

313 Mettre en place des financements à partage de plus-value

Dans le cadre de l'accession à la propriété classique et, là encore, aux côtés des dispositifs existants dont nous ne proposons pas d'améliorer l'efficacité, par des effets peu innovants sur les modalités (report d'amortissement, allongement des durées, progressivité d'annuités, etc.) ; nous constaterons seulement qu'à la lumière de ce qui s'est passé lors de la dernière décennie et qui perdure dans les zones tendues où l'accession est bloquée, le financement pourrait reposer un peu plus sur la réalité d'évolution des marchés et un peu moins sur le rendement immédiat. Ce ne serait que renvoyer au comportement de l'investisseur dans le logement qui sait qu'il devra « intégrer » un rendement courant faible, mais aussi une plus-value de revente potentielle liée à la dynamique de développement des villes.

Il s'agirait dès lors de mettre en place un prêt à partage de plus-value qui parte de l'idée selon laquelle la rémunération du capital pourrait être constituée d'un taux d'intérêt minoré par rapport aux attentes classiques, abondé à terme par une fraction de la plus-value de revente (ou d'évaluation à date convenue).

Grâce aux bases de données des Notaires et à celles de la DGI il est possible de calculer, pour un type de bien et selon son emplacement, la plus-value observée entre le jour de son acquisition et celui de sa revente, ainsi que sa durée moyenne de détention.

Ainsi pour une détention moyenne de dix ans, dans un secteur géographique considéré, la plus-value moyenne observée sur la période peut être conséquente.

Le prêt à partage de plus-value pourrait postuler que le taux d'intérêt est minoré par captation à terme d'une partie de la plus-value.

Ainsi, les conditions habituelles d'un crédit immobilier sur quinze ans se caractérisant aujourd'hui par un taux fixe, une banque qui disposerait des moyens de couverture pourrait proposer aux clients qui le souhaitent de minorer ce taux de 1,5% en captant, chaque année ou périodiquement, une part de la plus-value estimée au double de ce manque à gagner (ici, par exemple, 3%).

Dans notre exemple, la plus-value globale observée serait ainsi partagée entre l'acquéreur à hauteur des deux tiers et la banque à hauteur d'un tiers pour chaque année de détention/financement.

Soit, pour une revente à dix ans (ou un accord de sortie sur valeur estimative), avec une plus-value observée, l'essentiel reviendrait à l'acquéreur et une petite part au banquier.

C'est donc une formule gagnant-gagnant entre l'emprunteur et le banquier. L'emprunteur allègerait ses mensualités ou pourrait acquérir un logement plus grand et/ou plus confortable et le banquier bénéficierait d'une meilleure rentabilité.

Pour se garantir dans le cas où la plus-value escomptée ne serait pas constatée au moment de la cession du bien (ou liquidation du système) et atteindre le taux de base sur la période, le banquier pourrait disposer d'un instrument de couverture du risque.

Proposition 6 : Mettre en place des prêts à partage de plus-value couverts du risque immobilier par un dérivé évalué localement, et par type de bien, selon la durée de détention.

314 Réactiver les formules de financement intergénérationnel

Le sujet de la solvabilisation résidentielle en accession s'est aussi compliqué par le phénomène du vieillissement qui a un impact direct sur le cycle de transmission des biens immobiliers entre générations.

L'apport personnel des jeunes accédants, lié assez souvent aux héritages divers, se trouve donc abondé avec retard, tandis que la jouissance du patrimoine, parfois surdimensionné, des ascendants, perdure.

De nombreuses idées se sont fait jour concernant la possibilité d'une solidarité transgénérationnelle qui améliore les conditions d'accès à la propriété des descendants. Nous ne les analyserons pas ici, certaines fonctionnent, mais de manière assez confidentielle, d'autres ont suscité des débats qui en ont limité le développement (cf. hypothèque inverse).

Il est important d'affirmer ici que ce champ spécifique doit être revisité, qu'un bilan doit être fait des expériences tentées, que de nouveaux produits innovants doivent émerger de ce travail pour faire de cette réalité de gestion du patrimoine entre les générations, un moteur de l'amélioration de la solvabilité des jeunes ménages accédants :

- par le gage que constitue le patrimoine transmissible pour faciliter l'octroi de prêt in fine aux héritiers désignés ;
- par le montage d'hypothèques de type inverse, après avoir sécurisé et couvert le risque inhérent à ce type de montage spéculatif ;
- par l'utilisation de la forme viagère pour libérer une partie du capital, cessible de manière anticipée dans des conditions favorables au plan fiscal ;
- jusqu'au montage de SCI entre ascendants et héritiers, qui peuvent se porter acquéreurs d'un logement occupé - par l'héritier, lequel deviendra plus tard seul actionnaire de la société.

L'ensemble de ces formules devrait donner lieu à appels à projets, innovants, de la part des institutions financières, afin d'en préciser, de manière très scrupuleuse, les modalités de mise en œuvre sécurisée.

Proposition 7 : Engager un bilan des formules d'acquisition transgénérationnelle déjà explorées et définir les produits sécurisés susceptibles d'être développés avec une réelle efficience auprès des jeunes ménages accédants.

4 Le locatif à la croisée des chemins

Le parc de résidences principales a cru de sept millions d'unités au cours des vingt-cinq dernières années . Dans le même temps, le parc locatif n'a pas progressé en nombre et, donc, son poids relatif est passé de 48% à 42%.

Succès de la politique d'accession à la propriété pour tous ? Grippage de l'investissement locatif ? Conséquences pour les locataires ? Les questions sont posées.

Peut-on intégrer sept millions de ménages supplémentaires avec seulement 1,7 million de logements sociaux en plus et le reste en accession sans que le marché locatif se tende au-delà du raisonnable ?

Pourtant, de Pierre Méhaignerie à François Scellier, nombreux ont été les hommes politiques, de tous bords, à imaginer des dispositifs incitatifs pour créer du locatif privé (si possible à loyers intermédiaires). En fait, ces dispositifs ont tout juste permis le remplacement du parc locatif arbitré par les investisseurs personnes morales.

Comme l'ont montré de nombreuses études (Fondation Abbé Pierre, IEIF, Crédoc, Anil), et malgré un effort budgétaire permanent de l'Etat, ce phénomène s'est accompagné à la fois d'une dégradation du taux d'effort des ménages locataires et du taux de rendement courant des investisseurs locatifs.

Le système paraît donc atteindre ses limites alors que les investisseurs professionnels continuent à bouder le logement comme actif et que l'Etat s'interroge sur sa capacité à pérenniser durablement son effort.

Le groupe de travail s'est donc interrogé sur les moyens de sortir de ce qui est par beaucoup ressenti comme une impasse.

Les contributions des promoteurs insistent sur la nécessité de maintenir une incitation fiscale vigoureuse compte tenu d'un besoin locatif persistant et du grippage de l'accession à la propriété en dehors des tranches de revenus élevées. Ils insistent sur le fait que, en dehors de la seule problématique de la demande locative, l'investissement dans le logement est une contribution essentielle dans le cadre du problème du vieillissement et des retraites. Se constituer un patrimoine pour le moyen terme représente soit la capacité à se procurer des revenus complémentaires, tout cela en répondant à une demande locative dont l'importance ne se dément pas, soit la possibilité de se loger gratuitement quand les revenus sont devenus moindres.

On précisera toutefois que cette demande locative s'est recentrée sur les ménages à ressources intermédiaires, voire modestes, et exige une offre importante au sortir du parc HLM dans les zones tendues (Ile-de-France, métropoles très attractives de province), ce qui n'est pas vraiment le cas, aujourd'hui.

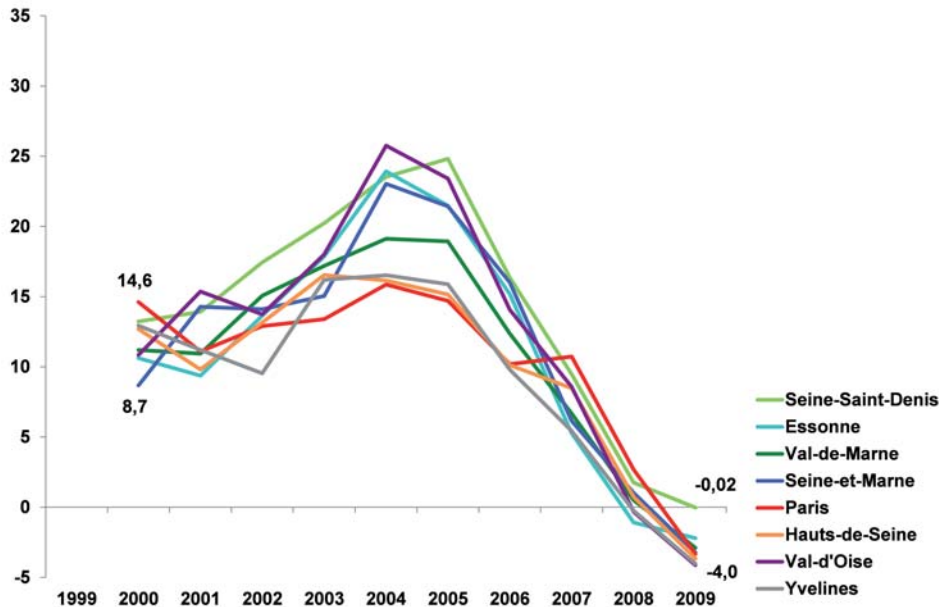
Les réflexions ont porté sur les points suivants :

40 De l'improbable retour des investisseurs professionnels

Leur poids est désormais anecdotique (moins de 1% du parc de résidences principales), éviter qu'il diminue n'est plus en enjeu, le faire progresser ne peut être vu que si c'est de manière significative.

A la lumière des analyses et au-delà des a priori sur le rapport bailleurs/locataires, le laxisme supposé vis-à-vis des mauvais payeurs, l'aggravation des charges et des exigences techniques à respecter pour les propriétaires, le problème apparaît bien résider sur l'insuffisante rentabilité de ce type d'investissement.

Performance globale annuelle*
dans l'existant : l'effondrement en Ile-de-France en %



Source : IEIF d'après OLAP, cote Callon et Notaires de Paris Ile-de-France.

*La performance globale annuelle rapporte à la date d'achat d'un appartement la somme du rendement que l'on peut immédiatement en tirer du fait des loyers praticables et de la plus-value de l'année telle qu'elle apparaît dans le montant des transactions. Les loyers sont diminués du coût de gestion et les plus-values sont défalquées des taxes et de l'amortissement.

Certes, la rentabilité globale est loin d'être négligeable sur certains marchés tendus, et lors de la décennie passée grâce à une revalorisation exceptionnelle des prix de l'existant. Mais il semble que cette envolée ait peu de chance de se reproduire dans les années à venir, les investisseurs professionnels ne pouvant tabler que sur la non volatilité de ce placement pour lui trouver un attrait.

Les principaux animateurs de ce marché de l'investissement locatif mettent l'accent sur la nécessité, pour améliorer l'attractivité de cet actif (et, objectivement, son rendement), d'améliorer la fiscalité propre au logement locatif (l'Etat le peut-il ?), de favoriser la densification urbaine (baisser le coût du foncier), libérer le secteur de certaines de ses contraintes (réduction de durée des conventions pour l'intermédiaire, moins de taxation des plus-values, élargissement de la fourchette de loyers vers le haut). Autant de demandes adressées aux pouvoirs publics, plutôt occupés à mettre au point le « rabot à niches fiscales »

Ils insistent aussi sur la nécessité d'améliorer la liquidité du placement, sur la vraie attractivité des SCPI Scellier (mais qui représentent une part très faible du total), sur l'intérêt du PLS et l'opportunité de faire converger régime Scellier et utilisation de ce type de financement.

Hors, donc, de la contrainte (du type pourcentage obligatoire d'investissement dans le logement) et de cette amélioration globale, du fait des pouvoirs publics, de l'attractivité du produit, il ne faut pas attendre d'effet majeur et de progression conséquente de l'investissement intermédié dans le locatif classique.

Les propositions qu'il nous paraît cependant utile de faire concernent deux axes :

- la création de véhicules spécialisés dans l'investissement locatif intermédiaire, c'est-à-dire au sortir immédiat du secteur HLM, qui, moyennant un engagement sur 10 à 15 ans de conserver le statut locatif à loyer plafonné, bénéficieraient à la fois de l'accès au PLS et du régime fiscal favorable (de type Scellier, avec TVA à 5,5% et exonération temporaire – 10 ans minimum – de taxe foncière.

Proposition 8 : Créer un nouveau type de véhicule faisant appel à l'épargne publique, pour un locatif à loyer maîtrisé, bénéficiant d'un puissant dispositif fiscalofinancier.

- la compensation de la relative illiquidité de l'actif logement sans renoncement à la plus-value potentielle à moyen terme qui en est l'avantage principal, par la mise en place d'une garantie d'obtenir une part de cette revalorisation dans le cadre de sorties anticipées.

Pour les véhicules non cotés, on pourrait ainsi imaginer le calcul d'une valeur de sortie, garantie par un dispositif assurantiel fondé sur des indices de suivi du marché fiables, dans les principaux marchés en croissance, documentés et régulables par un ou plusieurs organismes spécialisés en la matière.

L'indice instantané permettrait de dégager une plus-value potentielle sur laquelle fonder une plus-value partielle de sortie, décroissante avec la durée de détention, ce qui rendrait plus performant un investissement dans le logement sans attendre une durée de détention incompatible avec la nécessaire fluidité du système.

Proposition 8bis : Bâtir, sur la base d'indices professionnels performants, des véhicules d'investissement non cotés dans le logement qui offrent une rentabilité liée à la fois à leur rendement courant et à la possibilité de capter, en cas de cession, une plus-value non liée à la conjoncture du moment.

41 Sécuriser l'investissement fiscal des particuliers

Dans cette perspective d'un retour difficile à attendre des investisseurs institutionnels et autres foncières, le recours aux particuliers pour porter l'effort de l'investissement locatif privé paraît encore incontournable.

Cette perspective, on l'a vu malgré quelques dérapages, largement médiatisés, sur des secteurs au marché locatif mal évalué, a permis la production d'un parc non négligeable, au cours des vingt-cinq dernières années. Nous verrons plus loin ce qu'il peut signifier comme potentiel de création d'un patrimoine pour les ménages aux ressources modestes et moyennes, mais nous ne traiterons ici que de l'aspect réponse à la demande locative.

Ce type d'investissement a provoqué plusieurs critiques et inquiétudes :

- la naïveté de certains particuliers entraînés sur des mauvais produits par des professionnels peu scrupuleux, au risque de désordres financiers graves. Ces dérives sont très minoritaires mais graves ;
- l'importance supposée de l'aide budgétaire de l'Etat pour soutenir cet investissement, et l'incapacité de l'Etat à maintenir cet effort durablement dans le temps et à un niveau qui assure une réelle efficacité ;
- le non professionnalisme des particuliers investisseurs qui sous-estiment les coûts de gestion et de maintenance du patrimoine et acceptent d'acheter à des prix sur lesquels les structures spécialisées ne peuvent s'aligner (donc éloignement accru des investisseurs personnes morales).

Cependant, comme l'ont noté certains professionnels lors des travaux du groupe, l'achat d'opportunité d'une exonération fiscale à court terme n'est pas le moteur principal de cet investissement, l'acquisition d'un patrimoine en prévision de la retraite en est un tout aussi puissant, il serait donc pour le moins dangereux de prôner l'affaiblissement de cette aide.

Introduire plus de professionnalisme et de sécurité dans l'acte d'acquisition des particuliers revêt en revanche une utilité essentielle à défaut de les faire rejoindre des véhicules spécialisés d'investissement intermédiaire.

Pour éviter tout dysfonctionnement lors de la vente entre promoteurs et particuliers investisseurs, les professionnels sont ouverts à l'idée d'une cotation de leurs programmes par un organisme extérieur (à l'image des cabinets de notation qui classent et notent les produits de placements comme les SICAV, les FCP ou les OPCVM). Cet organisme indépendant serait susceptible de rationaliser et sécuriser l'achat, par l'élaboration d'un bilan de moyen terme qui intègre les vrais coûts de la gestion patrimoniale et la possibilité de garantir un niveau de rentabilité à moyen terme, à partir d'indices pertinents sur le niveau et l'évolution du marché.

La cotation établie par cet organisme pourrait également servir pour le propre scoring de la banque autorisant le prêt nécessaire à l'acquisition du bien immobilier concerné.

Enfin, et à l'image de ce que pratiquent déjà certains promoteurs nationaux, dans le cadre de son achat l'acquéreur pourrait se couvrir par une assurance « vacance locative » voire « assurance revente avant le terme de l'engagement de location ». Ce type d'assurance étant négocié en amont la compagnie d'assurance vérifie les données communiquées à l'acquéreur en s'appuyant soit sur sa propre expertise, soit sur celle d'organismes extérieurs dont on propose ici de renforcer le rôle.

Proposition 9 : Mettre en place une sécurisation, parfois garantie, de l'achat par des investisseurs personnes physiques en faisant coter par un tiers agréé, la qualité des programmes immobiliers à l'aune de leur intérêt en tant qu'investissement locatif sur un marché aux évolutions suffisamment maîtrisées.

42 Dynamiser la gestion du parc social en faisant émerger un véritable logement intermédiaire

Il s'agit ici d'une des dimensions que nous avons déjà évoquée sur la bonne gestion de la valeur patrimoniale, en particulier de celle constituée au sein du parc HLM.

Le primat donné à l'aide à la personne pour solvabiliser les ménages qui ont de réels problèmes à acquitter le loyer d'un bien, doit permettre de positionner chaque logement du secteur social dans une référence quasi objective à sa valeur potentielle sur le marché.

C'est peut être dans cette action de gestion rénovée que se trouve la plus rapide et importante possibilité de créer un parc locatif intermédiaire dans les zones tendues, en continuité avec le parc social.

En effet, la possibilité, à titre d'exemple, de repositionner 15 % du parc social en locatif intermédiaire (parce que à l'inverse de certains parcs qui, eux, ont débouché sur l'urgence ANRU, d'autres ont évolué en s'intégrant dans un marché plus attractif), créerait rapidement plus de 700 000 logements locatifs intermédiaires et permettrait de combler une bonne partie de l'écart entre parc social et parc privé, grâce à des loyers maîtrisés, dans les zones les plus attractives.

On entend bien l'objection qui peut naître de cette orientation : diminuer d'autant le parc HLM constitué. Mais, à l'instar de la vente de logements sociaux à leurs locataires, la mise au niveau de sa valeur réelle de chaque segment de son patrimoine permettra aux organismes bailleurs de dégager les ressources d'exploitation et, donc, les fonds propres, pour reconstituer, et au-delà, le parc ainsi revalorisé.

Quant à l'impact sur l'APL que la création d'un tel parc intermédiaire signifie (augmentation des loyers), il n'est pas différent de ce qu'il aurait été dans le cadre d'une pleine réussite de la politique de développement du même parc via le secteur privé.

Proposition 10 : Repositionner à sa valeur locative potentielle une part raisonnable du parc social, en exigeant des bailleurs la reconstitution au moins à l'identique du parc social ainsi revalorisé.

43 Les organismes de logement social au cœur des dispositifs du logement locatif intermédiaire

L'autre avantage, et peut être le principal, de mettre en œuvre l'orientation présentée ci-dessus, est de s'appuyer sur des organismes professionnels chevronnés qui sauront mettre en place le bon niveau de loyer compatible avec la gestion à moyen terme et la connaissance de l'évolution de leurs marchés.

En particuliers, les ESH constituent d'excellents développeurs au sein d'un milieu local dont elles maîtrisent les rouages, ce qui leur permet une efficacité opérationnelle plus grande et les place au cœur de la production nouvelle de logements sociaux.

Leur capacité à orienter rapidement le logement social revalorisé (éventuellement dans une filiale autonome ouverte au refinancement privé), à gérer le nouveau parc intermédiaire et, même, à développer une politique de construction directe de programmes locatifs intermédiaires nouveaux (de type PLS), doit en faire la pierre angulaire du logement intermédiaire en concurrence avec le parc locatif privé, apanage essentiel des particuliers et qui recouvre un spectre plus large de types de demande dans l'échelle des revenus.

Appuyé sur une puissante politique de l'Etat en matière d'aide à la personne, le marché locatif offrirait ainsi la réponse aux différents types de demande à travers deux solutions concurrentes ou complémentaires en matière d'offre : celle des particuliers et celle diversifiée des principales ESH.

A l'inverse, pour renforcer encore plus la capacité de production du logement social et intermédiaire, l'aide à la personne, pierre angulaire du système, doit permettre de diversifier les modes de production du logement social dans le pays .

la distribution du PLS pourrait être simplifiée avec banalisation du financement, sans que l'Etat procède à des appels d'offre de distribution, le contrôle du volume de PLS s'effectuant par la signature de la convention avec les pouvoirs publics (régulation territoriale selon les PLH).

La production de PLUS par le privé pourrait se développer sous condition de respecter les contraintes en la matière (plafonds, gestion des locataires, règles financières identiques à celles des HLM, durée de conventionnement minimale, garantie hypothécaire des prêts). Elle bénéficierait des aides spécifiques de l'Etat mais également de quelques règles particulières concernant le maintien dans les lieux, les droits de désignation, les règles de cession, la taxation des plus-values.

On peut penser que des véhicules personnes morales mais aussi des investisseurs personnes physiques qui recherchent un rendement légitime de leur investissement, trouveraient un TRI acceptable dans ces opérations compte tenu des prix de VEFA pratiqués actuellement par les promoteurs privés aux bailleurs sociaux.

Proposition 11 : Faire des ESH le fer de lance d'un secteur locatif intermédiaire structuré, voire refinancé en partie, par transfert d'une partie du patrimoine HLM (cf. proposition 10), existant, et le développement accéléré d'une offre nouvelle appuyée sur un PLS revisité.

Proposition 11bis : Diversifier le mode de détention et de production du logement social (éventuellement PLUS) par la synergie entre VEFA des promoteurs, l'investissement des personnes privées et la gestion spécifique des opérateurs HLM.

44 Le démembrement du droit de propriété pour développer une offre nouvelle de locatif conventionné

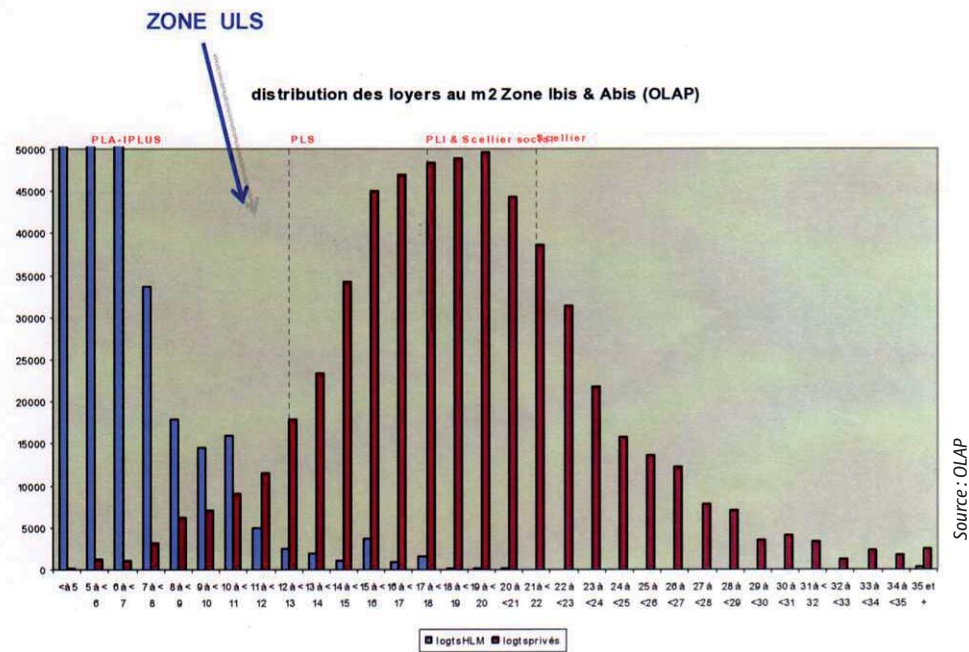
Ce dispositif innovant, dénommé usufruit locatif social (ULS), a été largement défini par la société PERL, par dissociation du droit d'usage et de nue-propriété, sur une période de quinze à vingt ans d'usufruit temporaire.

Il a fait l'objet de plusieurs dispositions législatives et réglementaires visant à en préciser les modalités de mise en œuvre.

Il est une solution pour solvabiliser les classes intermédiaires : le déficit de logements des zones tendues est illustré par le graphique suivant présentant la répartition du stock de logements existants sur Paris et première couronne, en fonction des loyers appliqués.

Une même répartition est observée dans toutes les zones de marché immobilier tendu, avec une bipolarisation très nette des parcs privés et sociaux, au détriment du secteur intermédiaire.

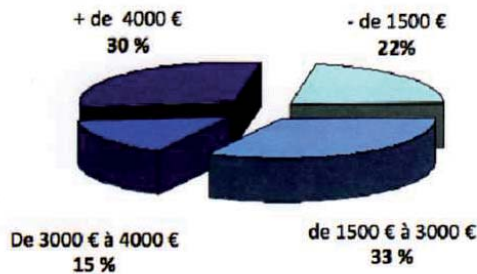
Distribution des loyers au mètre carré - Zone 1 bis et A bis



Le dispositif de l'ULS vise, principalement dans ces secteurs, à réaliser des opérations à des niveaux de loyers compris de 6 €/m² pour le PLUS à 10/12 €/m² pour le PLS (zone de fort déficit d'offre), jusqu'à un plafond de 15 €/m² en PLI.

Dans les zones tendues, la part de ménages dont les revenus sont compris entre 1 500 et 3 000 € nets par mois représente en général plus d'un tiers.

Exemple de répartition des ressources mensuelles nettes des ménages (avant abattement) - Zone littoral PACA



Un tiers des ménages dispose d'un revenu compris entre 1 500 et 3 000 € nets mensuels avant impôt. 70 % des ménages disposent d'un revenu inférieur à 4 000 € nets mensuels. Ces chiffres sont à rapprocher des plafonds de ressources applicables par type de financement : PLUS, PLS et PLI.

Les 33% des ménages disposant d'un revenu compris entre 1 500 et 3 000 € nets mensuels avant impôt correspondent aux niveaux de revenus PLUS. Les 70% disposant d'un revenu inférieur à 4 000 € nets mensuels sont sous les plafonds PLS.

Puisqu'un taux d'effort de 20 à 25% maximum devrait être la règle, il convient donc de réaliser des logements locatifs avec un objectif de loyer d'environ 10 €/m² pour répondre aux besoins constatés.

Le dispositif constitue donc une chance pour développer un vrai locatif intermédiaire dans les zones tendues où il fait cruellement défaut. Il devrait pouvoir se diffuser plus rapidement qu'à travers la commercialisation auprès des particuliers pour atteindre des volumes annuels de production conséquents.

Pour cela, le recours à des véhicules structurés d'investissement dans la nue-propriété s'impose, il devrait pouvoir s'appuyer sur les différents types de sociétés positionnées sur le créneau de l'investissement immobilier.

Proposition 12 : Développer résolument le mécanisme de type ULS dans les zones tendues, à travers la constitution de véhicules spécialisés d'investissement intermédiaire dans la nue-propriété.

5 Du vieillissement et de l'émergence de demandes nouvelles

S'il est un phénomène qui marque déjà et marquera plus encore le paysage national dans les années à venir, c'est celui du vieillissement de la population dont l'Insee a fait l'essentiel de son rendu lors de la présentation des résultats du recensement de 2008.

Pour notre propos, le vieillissement déclenche différents types de phénomènes qui bouleversent la nature de la demande des ménages.

Evitons d'abord l'équation simpliste qui renvoie le vieillissement à la seule dépendance. Le phénomène est, avant tout, la bonne nouvelle de la croissance d'une population qui vit en bonne santé, plus longtemps, avec trois corollaires : l'émergence qualitative d'une demande de logements vers les zones attractives du Sud et de l'Ouest, la perturbation du cycle de transmission patrimoniale, le problème du niveau des retraites et du budget logement dans le cadre de cette cessation d'activité.

Le vieillissement, c'est aussi le développement de certaines demandes liées aux diverses formes de handicap, lorsque les populations perdent protection et assistance de leurs ascendants.

C'est encore le risque d'extension des phénomènes de solitude chez les personnes fragiles non confortées par un cercle familial rapproché.

C'est enfin, la dépendance qui touche les plus âgés (au-delà des pathologies) et nécessite l'adaptation lourde du logement d'accueil, voire la mise en institutions.

Si l'on se réfère aux chiffres, la France comptait 9 millions de personnes de plus de 60 ans en 1980, c'est 12,6 millions en 2005 et plus de 17 millions en 2020. Pour les plus de 75 ans, c'était sur les mêmes dates plus de 3 millions, près de 5 millions et plus de 6 millions.

Quant au grand âge (plus de 85 ans), très frappé par la dépendance, il concernait un peu plus d'un million de personnes en 2005 et dépassera les deux millions en 2020.

50 Seniors valides et niveau des retraites

La convergence entre le flux des personnes dépassant les 60 ans, une économie à croissance réduite et l'affaiblissement des moyens de l'Etat, pose le problème des retraites que l'on sait et qui ne se résume pas au décalage de l'âge possible de cessation de la période d'activité.

Si les conditions des retraités se sont considérablement améliorées en l'espace de trente ans (entre 1970 et 1990, le revenu des retraités a augmenté deux fois plus vite que celui des actifs)¹, il existe de grandes disparités puisque 9 % des retraités sont toujours concernés par le minimum vieillesse et que les bas niveaux de revenus touchent essentiellement les personnes les plus âgées, veufs ou veuves de plus de 80 ans en particulier.

De plus, le risque est grand d'une paupérisation des générations d'âinés à compter de 2020.

A titre d'exemple, selon les prévisions du Conseil d'orientation des retraites, un ouvrier qui gagnait 1,1 fois le SMIC touchait, en 2010, 85% du net antérieur, en 2040, le même individu n'en percevrait que 55%, soit un gap financier de 300 € par mois ou 80 000 € de capital constitutif.

Une politique du logement en faveur des seniors fragiles économiquement constitue donc une urgence pour les pouvoirs publics, en particulier dans le parc social.

Dans ce contexte, et au-delà des aides budgétaires utiles, le groupe de travail a souhaité approfondir plusieurs pistes :

500 Faciliter la constitution d'un patrimoine (épargne retraite logement)

C'est la première modalité économique, qui consiste à orienter une épargne possible de la vie active vers la détention d'un logement, même modeste, pour réduire au minimum la charge du logement au moment où les revenus refluent. On ne reviendra pas en détail sur les formes classiques comme l'achat des logements HLM par leurs locataires, ou l'accession à la propriété progressive (via la nue-propriété ou pas) au cours d'une période de location dans le parc social.

On réaffirmera toutefois que toute forme d'investissement des particuliers dans les formules locatives temporaires (Scellier aujourd'hui), même si elles coûtent à l'Etat, préparent un avenir pour les détenteurs du bien qui dégagera l'Etat d'un besoin ultérieur et constituent donc pour lui un investissement pour le futur.

En effet, selon certains travaux, les investisseurs de cette formule, en nombre croissant, ont souvent une motivation patrimoniale et près d'un quart le sont pour préparer la retraite (40/49 ans avec souvent des enfants encore au foyer).

Pour les autres, le souci de la retraite, au-delà d'une période de pure exploitation (imposée par la loi), n'en est pas moins présent soit dans la perspective de récupération du bien, soit en poursuivant l'exploitation pour disposer de ressources complémentaires.

Quant aux retraités, eux-mêmes, ils sont également nombreux parmi les investisseurs purement financiers, pour transformer un capital disponible en rente locative, abondant ainsi le niveau de leur retraite.

Dans l'ensemble, une proportion non négligeable des ménages dispose de revenus ne dépassant pas 3 à 4 SMIC.

On voit bien qu'au-delà du strict besoin d'encourager l'investissement à produire le logement locatif privé nécessaire pour loger les nouvelles générations, le soutien fiscal à l'investissement des particuliers dans le logement, participe activement aux solutions à apporter à l'un des problèmes les plus aigus des années à venir : celui des retraites.

501 Aider à l'investissement dans le locatif intermédiaire

Au-delà des formules classiques, les règles de facilitation de l'achat pour résoudre le problème du locatif intermédiaire, peuvent s'appliquer avec profit à l'encouragement à investir dans le logement pour préparer sa retraite et, plus particulièrement l'ULS déjà présenté.

Il permet aux investisseurs privés de se constituer un capital retraite qui deviendra entièrement disponible lors de l'extinction de l'usufruit (perception de revenus ou revente des actifs).

Il leur permet également de s'affranchir des contraintes liées à l'exploitation locative durant la période de conventionnement tout en accédant à la propriété de biens immobiliers de qualité.

Il autorise enfin la revente des biens avant la fin de l'usufruit, selon besoin, sur le second marché.

Le groupe réitère donc sa proposition n°12 faite p. 26 pour promouvoir, en premier lieu, la production de locatif intermédiaire.

502 Dynamiser le viager résidentiel

Une autre voie pour améliorer le niveau de revenus des personnes âgées dans la perspective d'érosion des retraites réside dans la transformation de l'actif résidentiel qu'ils occupent en rente viagère. Cette formule bien connue reste peu développée en matière de résidences principales au regard des enjeux à terme sur les 700 milliards d'euros de patrimoine détenus par nos aînés.

Pour décoller, ce marché reste dans l'attente de l'ingénierie financière disponible pour équilibrer les rapports entre acheteurs et vendeurs (assurance longévité, couverture indicelle, titrisation, etc.)

Plusieurs rapports récents mettent le viager en avant et proposent des améliorations pour en augmenter l'attractivité, en particulier sur les volets juridiques et fiscaux.

Enfin une nouvelle génération de financements bancaires apporte des améliorations sensibles. De véritables « plans de revenus résidentiels », avec un ciblage particulier sur les années de dépendance, doivent permettre le déblocage périodique de cash selon une quotité définie par l'âge.

La modernisation et la dynamisation du viager passe donc par le rééquilibrage (mutualisation du risque longévité) du rapport entre vendeur et acheteur, par l'émergence de différentes formes de prêts viagers adaptés aux techniques ainsi modernisées, par la création de véhicules d'investissement (fonds spécialisés ou non, véhicules d'intermédiation classiques) qui devraient dégager une rentabilité très compétitive.

Il n'est pas exclu (cf. rapport Boulmier) que les organismes de logement social désireux de diversifier leur patrimoine social dans le diffus et le centre des villes, deviennent eux-mêmes un acteur significatif du développement de ce marché viager (cf. notion de bail à nourriture). Leur implantation locale et la garantie d'une présence permanente et d'une image « non spéculative » associée à la dimension d'intérêt général serait à même de sécuriser un dispositif et de rassurer les ménages. En outre leur patrimoine, diversifié et adapté, peut offrir des solutions de logement alternatives aux ménages concernés.

Proposition 13 : Développer activement le viager pour les personnes âgées qui souhaitent abonder leurs revenus : mutualisation du risque longévité, émergence de prêts nouveaux, création de véhicules spécifiques d'investissement privé, diversification du rôle des organismes du logement social.

51 Handicap et dépendance : les nouvelles demandes

L'augmentation de la durée de vie, en bonne santé, a du bon. Elle conduit aussi à l'émergence de demandes nouvelles : les problèmes sociaux ne sont pas, en effet, liés qu'à la seule solvabilité mais souvent au développement de la marginalité par rapport aux réponses normatives habituelles, parfois définies par les pouvoirs publics eux-mêmes.

510 Développer l'investissement pour la location intermédiée

Si le handicap physique a été traité au niveau de réglementations, parfois contraignantes et surcoûteuses pour les professionnels, le handicap mental, voire moral, dans une société peu amène pour les faibles et où la « solitude de masse » tend à se répandre, est mal pris en charge.

Heureusement le monde associatif s'est saisi de ces différentes questions et, plus récemment, les pouvoirs publics ont appuyé de telles démarches qui s'offrent à gérer le problème social des populations spécifiques en s'interposant entre elles et les bailleurs. Le dispositif Solibail issu de la loi MOLLE de 2009 a ouvert un champ plus vaste au développement du bail intermédié. Des initiatives ont ainsi pu se multiplier avec le monde HLM, elles doivent également trouver un écho dans le secteur privé pour démultiplier l'action et obtenir les résultats quantitatifs nécessaires.

Offrant aux investisseurs la réponse à leur inquiétude sur la relation avec des locataires trop fragiles, ce dispositif doit permettre de positionner les véhicules d'investissement, dédiés ou non, sur ce marché intermédié à la rentabilité sécurisée.

Proposition 14 : Développer la création de véhicules d'investissement, a priori non cotés, pour louer en bloc à des associations en charge de la gestion des populations spécifiques, via des dispositifs du type Solibail.

511 Favoriser l'émergence de « l'habitat adapté »

Dans le monde HLM, certaines expériences ont pu être lancées pour promouvoir une architecture aidante orientée vers la personne fragilisée par l'accident, la maladie ou l'avancée en âge (déficiences sensorielles et cognitives, automatisation des fonctions courantes grâce à la domotisation).

Ces expérimentations déboucheront sur des normes et cahiers des charges opposables au mouvement HLM, elles devraient pouvoir servir de référence à l'ensemble du parc privé.

En effet, progresser dans l'âge à son domicile nécessite la fluidité entre trois espaces liés que sont l'espace public, l'espace partagé (parties communes ou biens communs) dont l'aménagement appartient aux acteurs de l'habitat, et l'espace privé (le logement).

Sur ce seul axe d'adaptation du logement au vieillissement des personnes les occupant, l'Institut d'étude sur le vieillissement a distingué divers investissements à réaliser d'ici 2020 :

- hébergement à domicile : aménagement des logements actuels, construction d'hébergements collectifs, structures de répit Alzheimer et centre d'accueil pour les aînés ;
- hébergement en établissement spécialisé : modernisation du parc d'EHPAD , spécialisation Alzheimer ;
- assistance pour les actes de vie quotidienne : centres de formation pour assistants de vie et métiers de la gérontologie, relais assistants de vie ;
- plateformes de services pour les nouvelles solutions d'assistance au quotidien en liaison avec France Numérique.

L'investissement global, estimé à 25 milliards d'euros, a le logement pour élément clé, le financement privé est à prévoir à hauteur de 50%. Il repose actuellement essentiellement sur les particuliers aidés par les divers systèmes de défiscalisation (Scellier, Censi-Bouvard, etc.).

L'enjeu est de mobiliser, à côté de ces flux qui risquent de s'avérer insuffisants, les investisseurs institutionnels ou des véhicules ad hoc reposant sur de nouveaux mécanismes d'investissement.

L'effort est de taille mais correspond à une priorité nationale liée à des phénomènes inéluctables du fait de l'évolution de la pyramide des âges. Il implique la mobilisation de l'ensemble de la filière.

Proposition 15 : Mobiliser la capacité d'investissement en immobilier résidentiel des personnes morales, sur cet enjeu de l'adaptation au grand âge et à la dépendance mais aussi des équipements publics d'accompagnement, qui pourraient être réalisés en PPP .

Rapports contributif N°4

ACTIF FINANCIER & OUTIL PERFORMANCIEL

Animateur et rapporteur : **Dominique JACQUET**

Parrain : **M. Christian DELAIRE** – AEW Europe

Participants :

M. Gilbert EMONT – FINANCE INNOVATION

Mme Alix GUERIN – AGF

M. Christophe MONTCERISIER – RBS

M. Marc-Olivier PENIN – UFG LFP

M. Franck PETEL – LINDNER GROUP

M. Denis ROGER-MACHART – CAISSE DES DEPOTS

Mme Camille de VERDELHAN – GROUPE CASINO

M. Alain LAURIER – PERL

M. Vincent RENARD – CNRS

EXECUTIVE SUMMARY

L'entreprise était au cœur des débats avec une question fondamentale : dans quelle mesure la présence d'un actif immobilier dans l'entreprise peut-elle être considérée comme une opportunité de création de valeur ou comme une contrainte qui pénalise son développement ?

Une telle question exige, dans un premier temps, de reconsidérer le débat sur la valeur.

La querelle classique entre actualisation de flux de fonds et observation des conditions du marché n'est pas propre à l'immobilier, mais ressemble fortement à la discussion « DCF vs. Comparables » bien connu en évaluation d'entreprises. Il a semblé important au groupe de travail, d'une part, de bien formaliser les arguments de chaque camp afin d'explicitier avantages et inconvénients de chaque approche, d'autre part, de poursuivre recherches et réflexions sur des approches innovantes en termes de valorisation en mobilisant la théorie financière et en la confrontant avec la réalité de l'actif immobilier, de son cycle de vie propre et de son interaction avec l'environnement (optique développement durable). Une approche plus fine de la valeur permet, notamment, de définir des règles comptables plus appropriées.

Cette première réflexion sur la valeur permet d'aborder une deuxième étape, l'interaction entre détention d'actif et stratégie d'entreprise. Posséder son siège social ou son outil d'exploitation n'est pas, en soi, une bonne ou une mauvaise décision, c'est une posture patrimoniale plus ou moins adaptée au modèle d'affaires de l'entreprise, à sa stratégie de développement et à la fonction d'utilité de ses actionnaires. Il importe, donc, de dresser une liste la plus exhaustive possible des questions que l'entreprise doit se poser afin d'optimiser sa stratégie immobilière. De plus, la décision d'internalisation ou d'externalisation ne doit pas rencontrer d'obstacles majeurs, notamment dans les domaines comptables et fiscaux, qui doivent permettre une certaine fluidité (réduire les coûts de transaction, disent les économistes). Des études de cas permettront d'illustrer et d'appliquer la check-list afin d'en montrer l'utilité.

Le groupe de travail a décidé d'explorer des secteurs qui présentent, face à la question de la détention ou de la location, certaines « particularités immobilières ».

La croissance de la demande de soins et de maisons de retraite a focalisé l'attention du groupe sur le secteur du médical et du médico-social. Certes, le secteur présente, sans sa composante immobilière, un profil de risque spécifique lié à sa vocation, mais qualité de la signature et environnement fiscal favorable font de ce secteur une cible attractive et qui mérite, par son caractère « service public », une attention particulière.

Les PME sont souvent citées comme principales sources d'emploi, d'innovation et de croissance. Or, leur taille, leur surface financière et leur profil de croissance en font des candidats naturels à la location. Pour les « jeunes pousses » dont le chiffre d'affaires n'est encore qu'un espoir, payer un loyer en numéraire est une contrainte financière, d'où l'idée de payer « en titres ». Pour la PME un peu « perdue dans la campagne », la solution locative est rendue peu praticable en raison de la spécificité de son outil industriel et de la faible liquidité de ce dernier. Une contribution à la résolution de ces questions passe nécessairement par une réflexion approfondie sur le foncier.

La grande distribution mérite, elle aussi, une attention particulière. Nous avons observé, ces dernières années, l'émergence de stratégies immobilières et financières particulièrement élaborées, notamment au sein du Groupe Casino (Mercyalis). L'évolution du secteur génère une pluralité d'approches stratégiques et la même firme peut mobiliser internalisation et externalisation en fonction des besoins, de la nature de l'actif et de sa politique de développement. Bien évidemment, un environnement comptable et fiscal efficace se doit de ne pas faire obstacle à l'élaboration et la mise en œuvre d'une telle politique.

Enfin, le secteur de la logistique, en pleine évolution, a suscité des discussions et suggestions d'approfondissement, car les concepts classiques de stockage et de transport méritent une approche renouvelée et tournée vers l'avenir.

La dernière partie du rapport est consacrée à des questions transverses, les enjeux comptables, fiscaux et réglementaires.

Au niveau de la pratique comptable, il a paru nécessaire de revoir certaines dispositions relatives à la comptabilisation de l'actif immobilier au bilan et à son évolution en fonction des conditions de marché.

La fiscalité a permis, au cours des dernières années, de procéder à des opérations d'externalisation modérément pénalisantes pour les entreprises et parfaitement appropriées à leurs objectifs stratégiques. De plus, certains dispositifs, comme le statut particulier des SIIC, ont montré leur efficacité. Le groupe de travail a mis l'accent sur la nécessité de préserver un environnement, non seulement, favorable à la liquidité de l'actif, mais aussi stable, ce qui rassure l'investisseur immobilier qui opère dans un cycle long.

Au niveau réglementaire, le cas des banques et des compagnies d'assurance a fait l'objet d'une analyse particulière. La crise financière et économique a conduit les autorités financières à imaginer des dispositifs permettant, au moins en théorie, de limiter le risque systémique. Si ce souci est parfaitement légitime et dans l'intérêt de tous, le traitement de l'investissement immobilier a paru aux membres du groupe mériter une approche plus fine que celle qui est préconisée aujourd'hui afin d'éviter, par la mise en œuvre de dispositions non adaptées, de réduire l'offre de financement et les marges de manœuvre des opérateurs immobiliers et industriels.

Commençons

L'immobilier de l'entreprise, au sein de l'entreprise, représente un enjeu à la fois pour l'entreprise industrielle et pour le marché des capitaux. Le volume des capitaux mobilisés, la capacité de l'actif immobilier à protéger son détenteur du risque d'inflation et l'importance du marché qu'ils représentent, exigent une réflexion de fond, que cette dernière conduise à l'internalisation ou l'externalisation de l'outil immobilier.

Au sein de l'entreprise, l'actif immobilier est tout à la fois instrument d'exploitation, renforcement de l'outil industriel et outil de gestion actif - passif. Cette imbrication entre l'actif immobilier et le processus d'exploitation trouve toute sa signification dans des secteurs parfaitement identifiés, comme immobilier médical, la grande distribution et les services tels que la restauration rapide.

À l'opposé, l'externalisation de l'immobilier d'entreprise ne peut se révéler optimale que dans un cadre juridique (bail commercial) et fiscal adaptés, et doit trouver un répondant efficace dans les marchés financiers pour permettre des montages créateurs de valeur et adaptée à la taille de l'entreprise.

Au travers de cette note, nous allons tenter de décrire quelques grandes lignes de force d'une réflexion liée à l'immobilier d'entreprise, à son financement, interne ou externe, dans le but de créer des opportunités propres à contribuer au développement de la place financière de Paris.

Nous allons successivement aborder les points suivants :

1- La problématique générale de la valeur appliquée à l'actif immobilier de l'entreprise ; au-delà des méthodes classiques, il importe de développer des approches, fondées en théories et utilisables en pratique, qui permettent de mieux appréhender le pilotage de la valeur immobilière

2- Une réflexion générale confrontant stratégie d'entreprise et stratégie immobilière, le cas où l'internalisation constitue l'axe de création de valeur, le cas contraire où l'externalisation est un vecteur de développement

3- Des pistes de réflexions théoriques, techniques et pratiques, notamment un zoom sur quelques secteurs qui méritent, dans l'opinion des participants au groupe de travail, un approfondissement spécifique : le secteur médico-social, la PME (start-up incluse), le commerce et la logistique

4- L'environnement comptable, fiscal et réglementaire qui, dans son évolution récente, semble défavorable aux membres du groupe de travail.

1 La problématique de la valeur

Un enjeu central tourne autour de la valeur de l'immeuble et de sa comptabilisation.

Le problème de la valorisation des actifs immobiliers reste ouvert. Les tenants de la valeur transactionnelle critiquent toute méthode fondée sur l'actualisation des cash-flows. Les « puristes » de la théorie financière opposent à une méthode fondée sur des actifs comparables le concept de valeur fondamentale : la valeur de tout actif réside dans sa capacité à dégager des flux de fonds. Il nous semble que chacune des méthodes présente à la fois des avantages et des inconvénients. Afin de dépasser le caractère définitif des propos tenus par les différentes parties, il est utile de faire le parallèle avec l'évaluation des entreprises. De fait, la méthode « préférée » de chaque intervenant dépend de sa posture. La banque d'affaires et le cabinet de conseil utilisent surtout la méthode des « comparables » ou des « multiples » parce qu'ils ont pour objet de cristalliser une transaction. L'acquéreur – investisseur actualise des cash-flows car il va intégrer l'actif dans ses propres comptes et qu'il va constater des résultats et des flux de trésorerie. La difficulté des « comparables » est qu'il est rare de trouver deux entreprises vraiment comparables (idem pour les immeubles) et sa limite vient du fait que le chiffre déduit de l'approche ne reflète que l'opinion moyenne du marché à un instant donné. Au niveau des cash-flows actualisés, le défi est de ne pas se laisser griser par l'envolée des paramètres : il est plus aisé de créer de la valeur sur excel que dans la réalité des affaires.

Sans rentrer dans le débat théorique et académique, il apparaît qu'une réflexion sur la valeur reste d'actualité et que l'actualisation des cash-flows à un coût du capital unique est une approche très réductrice. À titre d'exemple, la valorisation d'une obligation convertible différencie le coupon obligataire et la valeur de l'action après conversion pour choisir le taux d'actualisation appropriée. Une telle approche semble pertinente dans le cadre de l'actif immobilier. Un premier projet consiste, donc, à recenser les méthodes d'évaluation et à approfondir le travail théorique sur la valeur tout en respectant le caractère spécifique de l'immobilier. Un débouché logique de ce travail serait la recommandation de créer des véhicules d'investissement spécifiques et adaptés à la dissociation entre l'usage de l'immeuble et sa détention. On pourrait, par exemple, construire des véhicules collecteurs de loyers et d'autres, sortes d'obligations remboursables en actions à coupon faible, collecteurs de plus (ou moins) values.

L'impact de cette recherche sur les normes comptables est très important. Qui dit valeur, dit comptabilisation au bilan. L'évolution récente des règles comptables ne rencontre clairement pas le consensus. Il est suggéré de mener une étude au sein du monde des affaires pour identifier les problèmes rencontrés par les professionnels (industriels, financeurs, assureurs, professionnels de l'immobilier), qu'ils appartiennent au monde du professionnel de l'immobilier ou au monde de l'utilisateur. Cette enquête doit conduire à émettre un certain nombre de recommandations permettant d'éviter les effets pervers de processus comptables mal adaptés à la spécificité immobilière. La question de la comptabilisation est reprise plus loin dans ce même document (voir 4.1)

La valeur de tout actif, financier ou réel, traduit sa qualité intrinsèque. Pour une obligation, la qualité est synonyme de probabilité de défaillance de l'emprunteur et l'agence de notation joue un rôle significatif dans la liquidité du marché en réduisant l'asymétrie d'information entre le marché et l'émetteur. La création, dans le cadre de la réflexion sur les normes, d'une notation des immeubles est un sujet très prometteur. Il est démontré que l'intervention d'un acteur indépendant chargé de porter un jugement sur un actif faisant l'objet de transactions a pour conséquence l'amélioration de la liquidité et de l'efficacité de ce marché. Aujourd'hui, il existe une profession d'évaluateurs, mais il semble nécessaire d'aller beaucoup plus loin dans l'établissement des critères qui définissent la qualité d'un immeuble de manière intrinsèque en faisant abstraction de son évaluation financière qui dépend des conditions, par essence volatiles, du marché au moment de l'évaluation. Dans le cadre de cette réflexion, la question du cycle de vie de l'immeuble est évidemment de première importance. La capacité de l'immeuble, entre autres, à s'adapter à une évolution exigée par la Loi ou par la Société est au centre de la démarche.

Cette notation contribue partiellement à répondre à une question complexe et stratégique dans une optique de marché : comment améliorer la « liquidité » d'actifs dont ce n'est pas la qualité première ? La financiarisation de l'actif immobilier (foncières, instruments d'épargne,...) contribue à la liquidité, notamment en réduisant significativement le montant du « ticket d'entrée ». Mais, une réflexion complémentaire doit être menée sur l'actif réel lui-même et mettre en jeu les approches juridiques (droits de propriété), fiscales (concept économique de « coût de transaction » : fiscalité de la plus-value et de la transaction, fiscalité de la détention) et financières.

Actions suggérées :

- Formaliser les différentes méthodes d'évaluation des immeubles et réaliser une enquête de terrain (entretiens auprès de professionnels) pour recueillir leurs avis et commentaires relatifs à la pertinence relative de chaque méthode et à leurs domaines d'application privilégiés
- Lancer une recherche académique sur la valeur fondamentale de l'actif immobilier en intégrant une différenciation du risque lié à chaque nature de flux, concrètement les loyers par rapport à la valeur de revente en fin de portage
- Lancer une recherche académique sur le concept de « qualité » d'un immeuble, en intégrant son positionnement en termes de cycle de vie, les incertitudes environnementales, les incertitudes relatives à l'évolution du travail, etc.... Cette recherche doit aboutir à une « notation » de l'immeuble qui ne prenne pas seulement en compte la situation présente de l'actif, mais aussi le plus grand nombre de facteurs d'incertitude.

2 Stratégie des entreprises et immobilier : moteur ou frein ?

Il semble difficile d'établir un ensemble de règles permettant de définir à coup sûr la stratégie immobilière optimale pour une entreprise du secteur industriel ou commercial. La diversité des situations conduit plutôt à établir un ensemble de « méta règles » tournant autour de la question centrale : est-ce que la possession de l'actif immobilier constitue ou non un pilier du cœur de métier identifié aujourd'hui ou envisageable demain ?

Le discours dominant des analystes financiers et de certains responsables d'entreprises milite pour le recentrage des activités de la firme sur son cœur de métier. Dans ce cadre, l'immobilier apparaît comme un investissement inutile et son externalisation la seule alternative raisonnable en termes de création de valeur.

Cependant, dans certains cas, la détention d'actifs immobiliers peut contribuer à la création de valeur. Certaines entreprises mobilisent leur patrimoine immobilier pour opérer un redéploiement stratégique. C'est le cas de Rhône-Poulenc en 1990 qui vend son siège social afin de financer partiellement l'acquisition de Rorer. D'autres firmes vendent leurs immeubles pour faire face à une crise de liquidités et assurer la survie d'entreprises. En 2002, France Telecom cède son patrimoine immobilier pour environ 4 milliards d'euros alors qu'elle traverse une grave crise financière. Enfin, l'actif immobilier peut parfois être tellement intégré à l'exploitation d'entreprise qu'il devient un pilier incontournable de la création de valeur à long terme. Les exemples de Casino et de McDonald's sont très démonstratifs.

À l'évidence, la construction d'un patrimoine immobilier considérable a répondu, chez McDonald's, à un impératif stratégique et opérationnel. De même, la construction d'une société foncière dédiée a contribué de manière significative au développement opérationnel du groupe Casino. À l'opposé, il semble absurde qu'une société émergente et fragile consacre ses rares ressources financières à un immobilier qui n'est guère plus qu'un toit temporaire.

Suivant les cas de figure, le choix stratégique apparaîtra plus ou moins évident. Clairement, au sein d'un même secteur, en fonction des buts stratégiques définis par l'entreprise, on pourra même rencontrer des situations

différenciées. À titre d'exemple, les secteurs de l'hôtellerie et de la restauration rapide ne sont pas vraiment homogènes en termes de politique immobilière.

20 L'internalisation de l'actif immobilier, pilier stratégique du développement

Dans le cas où l'actif immobilier apparaît comme un soutien indispensable au cœur de métier, l'environnement juridique, comptable et financier doit être adapté afin de permettre une mobilisation efficace de l'outil.

Au cœur des préoccupations des professionnels, la comptabilisation des actifs corporels au bilan tient une place prépondérante. L'évolution des normes comptables est jugée défavorable par la profession immobilière et par les acteurs industriels qui ont décidé d'opter pour l'internalisation immobilière. Nous verrons dans le chapitre quatre les aspects théoriques et techniques de l'évaluation des immeubles.

Il nous semble qu'une réflexion approfondie sur l'ingénierie du financement de l'actif immobilier internalisé ne peut être que bénéfique tout à la fois pour les entreprises industrielles et commerciales, et pour le monde du financement en général. Les marchés financiers ont largement démontré leur capacité créative, pas toujours au service de l'économie réelle. Une mobilisation intellectuelle en vue de créer des modes de financement ingénieux conduira à l'élaboration d'outils innovants et à une création de valeur partagée entre l'industriel et le financeur.

Cette réflexion financière doit s'appuyer sur une recherche économique et stratégique qui précise les conditions favorables au processus d'internalisation.

21 Quand l'externalisation immobilière constitue un moteur de développement.

À l'opposé de la situation décrite dans le chapitre précédent, certains contextes industriels plaident clairement pour une externalisation de l'actif immobilier. À titre d'exemple, lorsqu'une entreprise connaît un développement spectaculaire, la détention en pleine propriété d'un actif immobilier tel que le siège social apparaît davantage comme une contrainte que comme une opportunité de création de valeur.

L'objectif de cette section est de définir les paramètres à intégrer dans l'analyse de l'externalisation d'actifs immobiliers. Les critères retenus seront d'ordres économiques, stratégiques et fiscaux. L'utilisation de ce document doit permettre d'estimer la pertinence pour l'ensemble des acteurs de procéder à la cession ou à l'achat de l'immobilier d'une société en clarifiant les enjeux et les moyens de l'opération visée.

210 Estimation de la valeur des biens immobiliers

Le choix d'un évaluateur indépendant est un critère important pour la réussite de l'opération. Son appartenance à un organisme garantissant une estimation objective, indépendante et fiable des biens immobiliers est assurément une garantie morale supplémentaire pour l'ensemble des parties prenantes.

De même, la méthodologie d'estimation doit être normalisée et suffisamment précise pour permettre aux intervenants d'estimer le plus justement possible la valeur des actifs concernés. La RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) propose ainsi un descriptif des Normes d'Évaluation susceptibles de répondre à ces critères et précise de fait la mission des experts mandatés (voir Normes d'Évaluation de la RICS, Edition française, VI^e édition, 1^{er} mars 2009 ; cette institution est citée ici à titre d'exemple et n'est pas impérative dans cette procédure).

211 Pertinence de l'externalisation pour l'entreprise

L'externalisation des actifs immobiliers de l'entreprise doit permettre à cette dernière d'atteindre un (des) objectif(s) prédéfini(s) (amélioration de sa situation concurrentielle ou optimisation du couple rentabilité/risque sur le long terme par exemple). Pour cela, la société devra évaluer les conséquences de cette vente sur :

- **sa stratégie** : la vente permet-elle de réaliser un plan stratégique pour l'entreprise ?
- **sa structure financière** : est-ce que le produit de la vente compense la valeur d'utilité cédée par la cession des actifs ?
- **son activité opérationnelle** : est-ce que la vente des murs remet en cause l'efficacité opérationnelle de la structure ou son optimisation ? Met-elle en péril sa présence géographique sur le moyen terme ?
- **son risque perçu** : est-ce que la cession des actifs immobiliers fragilise la structure en la rendant plus « cyclique » ou ses financements plus incertains ?
- **sa fiscalité** : est-ce que la vente des actifs immobiliers a un impact sur la fiscalité de l'entreprise ?

Notons qu'un système de pondération des différents paramètres peut permettre de définir d'une manière simple un arbre de décision. Cet outil peut être alors précieux pour préciser la posture à adopter pour la société quant au bien-fondé de sa démarche de cession de cette classe d'actif.

212 Cas des cessions contraintes

Une entreprise confrontée à des difficultés financières peut être contrainte de céder son immobilier. Cette situation qualifiée de « subie » doit être envisagée en fonction d'éventuelles options alternatives proposées à la structure :

- Emission d'obligation (si la structure juridique de la société le permet).
- Augmentation de capital.
- Restructuration de la dette.

(Cette liste n'est pas exhaustive)

Si l'entreprise choisit de céder son immobilier, elle devra choisir (si elle le peut) un mécanisme lui permettant de garantir au mieux sa pérennité économique sur le long terme (cette remarque s'applique particulièrement sur la nature des baux accordés par la suite à la société occupante).

213 Choix du montage financier et fiscal

Les acteurs devront définir un montage fiscal optimisant l'opération d'externalisation pour l'ensemble des intervenants. Ce processus a généralement pour but de :

- Minimiser les taxes présentes et à venir.
- Maintenir un niveau de liquidité satisfaisant pour les propriétaires des actifs concernés.

La définition du véhicule retenue doit être précise et claire pour les acteurs engagés dans l'opération d'externalisation. Elle doit faire l'objet d'une présentation commune et doit recueillir l'approbation de tous les partenaires (acheteurs, vendeurs et organismes de crédit si nécessaire).

Un planning de cession détaillé doit être élaboré entre les parties prenantes définissant les dates jalons et les modalités d'action.

214 Termes et modalités de location

Dans le cas où l'entreprise souhaite rester dans les locaux cédés, il apparaît nécessaire de définir au préalable les conditions futures de location :

- Nature des baux
- Durée des baux
- Conditions de renouvellement des baux
- Possibilités données à l'entreprise de modifier la destination des locaux
- Nature et répartition des charges
- Indexation du loyer
- Possibilité de céder les baux.

(Cette liste n'est pas exhaustive)

Cette procédure doit être formalisée par un expert indépendant reconnu par les deux parties.

Il apparaît fondamental de renouveler la réflexion juridique sur la relation contractuelle entre propriétaires et locataires. Le bail commercial doit prendre en compte les nouvelles réalités techniques et environnementales afin de permettre une relation constructive tout au long du cycle de vie de l'immeuble. Cette réflexion est d'autant plus primordiale que l'évolution de la législation en termes de développement durable (santé, énergie, écologie, déchets) montre de nombreuses zones d'ombre qui sont autant de conflits potentiels.

Nous verrons plus loin que certaines situations, notamment les jeunes entreprises présentant à la fois un risque élevé et un potentiel de développement séduisant, doivent conduire à une réflexion renouvelée et à des innovations financières et juridiques.

Ces deux premiers chapitres (valeur et stratégie) nous permettent de conclure qu'un premier projet de recherche peut se former autour de l'analyse de cas d'entreprises qui ont privilégié l'internalisation ou l'externalisation dans leurs démarches respectives de création de valeur. Cette étude empirique permettrait de dégager des conclusions théoriques et pratiques pour, d'une part, améliorer la prise de décision au sein de l'entreprise, d'autre part, mieux appréhender les caractéristiques de l'actif immobilier externalisé. Elle contribuerait à préciser comment le pragmatisme de l'entreprise s'exerce en fonction de facteurs tels que la stratégie de développement, le secteur, la fiscalité, l'implantation géographique ou les modes de financement disponibles localement. Ceci permettrait de mieux cerner les outils d'investissement et de financement appropriés à chacune des situations.

Le groupe de travail a suggéré, en outre, une réflexion approfondie sur la segmentation du secteur des sociétés foncières en remarquant, notamment, la spécialisation de certaines d'entre elles dans le portage d'actifs immobiliers industriels qu'il aurait été impensable de détenir il y a seulement 10 ans.

3 Réflexions sur des secteurs spécifiques

Il est apparu, au cours des débats, que certains secteurs méritaient une approche spécifique pour des raisons tant économiques (taille du marché, importance pour le développement économique en général) que sociétales (démographie et autonomie de la population).

Quatre secteurs ont fait l'objet d'un premier approfondissement : le médical et le médico-social, la PME, le commerce et la logistique.

30 Le médical et le médico-social

La demande de soins et de maisons de retraite est en forte croissance en raison tout particulièrement du vieillissement de la population, de l'augmentation de l'espérance de vie, d'une exigence accrue des patients, d'une augmentation de la fréquence des maladies chroniques (par exemple le cancer) et d'un taux de natalité soutenu en France.

Les opérateurs dans le secteur médical ou médico-social choisissent d'être ou non propriétaires des murs d'exploitation en prenant en compte non seulement des critères universels mais aussi les spécificités propres à leur activité, avec une approche différenciée selon qu'il s'agit de répondre à des besoins en matière d'hospitalisation, de chirurgie, de soins de suite, de retraite (médicalisée ou non)...

Dans le système actuel de santé le patient a le choix entre le public et le privé avec un remboursement des actes par la Sécurité Sociale qui est identique pour une même prestation. Si on prend l'exemple de l'hospitalisation, le secteur privé est plus « efficace » (critère financier) que le secteur public pour les actes classiques. L'objectif des pouvoirs publics est de faire converger les deux systèmes au même niveau d'efficacité d'ici 2018. Le marché est encadré de manière stricte avec un contrôle de l'Etat sur le nombre de lits et sur les autorisations d'exploitation des établissements. Actuellement environ 83% des dépenses sont prises en charge par la Sécurité Sociale, le solde étant réglé par l'Etat (CMU), les mutuelles de santé privées ou les particuliers. Les objectifs de dépenses annuelles sont fixés par l'Etat et votés par le Parlement. Les enveloppes sont définies sur la base de l'activité constatée et projetée pour chaque établissement. L'offre s'adapte progressivement aux besoins qui ont sensiblement évolué au cours des dernières années avec un double phénomène de réduction de la durée moyenne de séjour en raison des progrès des techniques médicales (6,3 jours en 2000 en MCO – Médecine, Chirurgie, Gynécologie-Obstétrique – contre 5,8 jours en 2008) et des taux d'occupation qui s'effritent (77,6% en 2000 et 76,4% en 2008). Dans cette activité la problématique immobilière est plus liée à la rénovation du parc existant qu'à son augmentation. Dans d'autres activités, elle sera associée à la croissance du parc pour répondre à des besoins en forte augmentation (par exemple centres d'accueil pour les maladies dites d'Alzheimer).

Les dernières transactions sur les murs de cliniques, maisons de retraite et EPHAD montrent l'émergence d'investisseurs immobiliers nouveaux qui illustre les points suivants :

300 Un rendement en adéquation avec un risque nouveau

Les derniers investissements réalisés, bien que révélant une contraction des taux de capitalisation en comparaison avec ceux pratiqués au cours des dernières années pour des actifs de même typologie permettent aux investisseurs de percevoir des flux financiers légèrement plus élevés que sur d'autres classes d'actifs immobiliers. Cet écart positif correspond à une prime de risque supplémentaire attribuée à des actifs atypiques, souvent monovalents,

301 Une dispersion du risque

Les investisseurs ont adopté une stratégie de constitution de portefeuilles afin notamment de diviser les risques sur tel ou tel actif pris individuellement (risques opérationnels, sanitaires, administratifs, de valeur résiduelle ou de reconversion en cas de non renouvellement de bail...). Les trois premiers acteurs ont eu pour ambition d'accroître la taille de leur portefeuille pour approche, voir dépasser €1 milliard (Gecimed - €1 milliard d'actifs, Cofinimmo - €900 millions, Icade - €850 millions),

302 Un locataire de premier ordre

Les transactions reposent sur la solidité opérationnelle et / ou financière des locataires avec la mise en place d'engagements locatifs de longue durée. Seules les principales sociétés opérant dans le secteur ont pu procéder à des externalisations de murs : Générale de Santé, Orpéa, Korian, Vedici, Medica... Ainsi, l'émergence de groupes de santé de premier plan, dans un secteur en pleine recomposition est un préalable au développement d'une classe d'actifs immobilier,

303 Une source de financement de la croissance

L'externalisation des murs est perçue comme un moyen de financer la croissance dans un secteur en cours de consolidation. Les bilans des opérateurs ou de leurs actionnaires (plusieurs sociétés ont fait l'objet de LBO

telles que Générale de Santé, Vitalia, Médi Partenaires...) sont souvent tendus et ceci pèse sur les capacités à s'endetter de nouveau pour acquérir des cibles. Les cessions de murs permettent de dégager les ressources nécessaires pour se développer.

304 Un contexte fiscal favorable

La possibilité d'externaliser les murs sous un régime de faveur avec une réduction de moitié de l'imposition sur les plus-values et un différé de paiement est souvent une condition pour réaliser ces transactions.

De nombreux ingrédients semblent donc être réunis aujourd'hui pour stimuler la propriété par des investisseurs immobiliers de locaux d'exploitation dans ces secteurs en croissance.

31 Le point de vue des PME

Après avoir dressé quelques constats préalables, nous proposerons des pistes de réflexion afin de construire des solutions adaptées aux PME en général et aux start-ups en particulier, puis d'adresser la question du foncier.

310 Constats préalables

Notre réflexion sur la stratégie de l'entreprise au regard de l'externalisation de son immobilier concerne les entreprises et les immobiliers banalisés, de taille suffisante, situés sur des marchés établis... A défaut, les PME n'intéressent guère des investisseurs qui écartent le risque et cherchent la liquidité.

La problématique de l'externalisation est donc différente pour des PME. Il nous a paru cependant nécessaire de rappeler les questions classiques qui se posent aux PME afin de suggérer quelques pistes de travail ultérieur.

A la création de son entreprise, l'entrepreneur individuel, ne disposant le plus souvent que de capitaux limités, les réserve, s'il a le choix, à son exploitation et non à son immobilier.

Il a donc recours aux solutions locatives de marché ; il bénéficie parfois de pépinières ; puis, après quelques semestres et ayant trouvé un rythme de croisière et rassuré ses banquiers, il peut se financer en crédit-bail, voire par un prêt à long terme, lui permettant d'inscrire l'actif à son bilan. Il n'a pas alors véritablement accès à l'alternative d'externalisation, pour les raisons évoquées ci-dessus.

Une solution fréquente, pour les entrepreneurs de PME disposant familialement de ressources suffisantes, est de se constituer un patrimoine personnel, séparé de l'entreprise, celle-ci s'en trouvant locataire.

Lorsque ce type de solution n'est pas envisageable, la question du financement de l'immobilier de la PME est d'autant plus problématique que l'actif est dédié aux besoins propres de l'entreprise. Il l'est de même lorsque l'immobilier est banalisé mais qu'il se trouve dans une zone géographique sans perspective de marché immobilier.

Beaucoup cumulent les deux handicaps. C'est le cas de « la scierie des Vosges » dont on ne voit pas le financement en dehors de celui de la société, comme actif d'exploitation au sein de l'ensemble de son plan d'affaires. Des solutions d'immobilier d'entreprise dédié et géographiquement isolé ont parfois été trouvées à l'initiative des pouvoirs publics, via des SEM patrimoniales notamment, dans des conditions de risque et de loyer aux limites du marché.

Ces engagements publics sont politiquement justifiés par leur grand mérite de maintenir ou promouvoir l'emploi local.

Pour cette raison, on constate un nombre croissant d'initiatives publiques de cet ordre, sans qu'il y ait pour autant de menaces de distorsion de concurrence, d'autant plus que les flux financiers restent limités en volume. Mais ce sont autant de cas d'espèce qui confirment la difficulté des PME.

311 Esquisse de solution pour les PME

Nous n'avons pu qu'esquisser (ci-après) une solution sur fonds privés, étant entendu que les véhicules portant l'immobilier des PME y verraient un handicap, ne pouvant prétendre au même niveau de performance que les foncières investies dans les marchés établis.

On pourrait donc imaginer d'aider ces flux à s'élargir en développant une épargne « citoyenne » motivée par l'enjeu de développement local. Cette épargne serait investie malgré les aléas ou l'illiquidité présumés, moyennant un régime fiscal privilégié dans un support immobilier de proximité réservé aux TPE.

Une alternative ne sollicitant pas la fiscalité ou les budgets de l'Etat ou des Collectivités territoriales consisterait à inciter les foncières d'investir un quota de leurs actifs dans des opérations présentant des caractéristiques prédéterminées, ou indirectement dans les véhicules de proximité ad hoc.

Il n'y aurait plus alors de moindre performance d'un véhicule spécialisé, mais une légère diminution des performances de l'ensemble des foncières.

312 Esquisse de solution pour les start-ups

La question de la start-up incapable de réunir les capitaux nécessaires à son immobilier reste pour la Place une préoccupation si l'on considère que le dynamisme de notre économie nécessite un flux important de création d'entreprises.

Une pratique observée aux Etats-Unis pourrait trouver l'équivalent en France : faciliter la vie des start-up en leur faisant payer d'avance leurs loyers en titres de la jeune pousse !

Avantages pour celle-ci : pas de cash à sortir, un acte unique de souscription de titres (les loyers et charges forfaitisés étant capitalisés et payés d'avances). Avantages pour le bailleur : pas d'aléa de paiement.

En fait, les bailleurs, peu à même d'apprécier l'aléa sur la pérennité et l'évolution de la valorisation de la start-up, n'accepteraient les titres que s'ils pourraient rapidement les céder moyennant escompte aux capital-risqueurs. En droit, il est en outre probable que les statuts de la plupart d'entre eux leur interdiraient de porter de tels titres.

Le mécanisme pourrait alors consister en l'intervention d'un Fonds spécifique pour ces transactions, créé sous l'égide de FINANCE INNOVATION avec l'aide de la Caisse des dépôts .

313 Prendre en main l'éternel préalable foncier

Les innovations financières pour fluidifier le marché immobilier général ou celui des PME requiert que des fonciers ad hoc soient disponibles.

La question est usuellement, en France, l'apanage de la puissance publique. En l'absence d'intervention publique, il existe cependant quelques pistes permettant d'envisager une production nette de foncier. Le cas des zones industrielles est ici donné pour illustrer ce que pourrait être une initiative privée susceptible de doter les entreprises des fonciers qui leur sont nécessaires, et dans le même temps contribuer à un développement plus durable du territoire.

Les industriels ont su, dans le passé, trouver la solution foncière de leur développement dans des zones industrielles conçues pour accueillir leurs usines et entrepôts, avec les accès poids lourds adaptés.

La tertiarisation de l'économie appelle la reconversion des zones industrielles ; c'est manifestement une excellente occasion de recoudre le tissu urbain (la politique passée du « zoning » est coûteuse en termes de développement durable, notamment en ce qu'elle requiert trop les moyens de transport individuel).

Ces nombreux territoires industriels, propriétés privées mais comportant des parties communes (ASL...) devraient ainsi être reconvertis en quartiers pouvant accueillir en bonne cohabitation des bureaux et des logements. On peut appeler de nos vœux que les industriels, avec l'aide de promoteurs spécialisés, aient un rôle actif dans ce travail de reconversion. En l'absence d'initiative, des friches perdurent alors que l'immobilier souffre gravement d'un manque d'opportunités foncières.

Les Elus ne devraient y voir que des avantages. Ils auront cependant à faire valoir quelques exigences. Ils devraient en particulier demander une vraie mixité urbaine et non la seule juxtaposition de bureaux, d'habitat et de réserves pour équipements publics.

En particulier, la présence du petit commerce et de l'artisanat contribuerait à l'indispensable animation de la ville, mais supposerait que la question du portage de leurs murs soit traitée. Les investisseurs fonciers peuvent-ils s'y intéresser ?

Le Groupe suggère plutôt l'intervention des Chambres de commerce, avec des moyens du type FISAC nettement augmentés.

On peut, à défaut, envisager qu'un portage privé soit le fait des foncières qui interviendraient sur la zone, à travers les parties communes détenues par les ASL : les murs de locaux artisanaux et commerciaux seraient la propriété des ASL.

Alternativement, ils seraient portés via de petits véhicules spécialisés, aidés ou non par le FISAC, ces SPV étant eux-mêmes détenus par les foncières.

32 Les nouvelles données du commerce

Le secteur de la distribution (grande et moins grande) est en pleine transformation. L'hypermarché situé en banlieue accessible par la voiture et « promenade familiale du Samedi » est un concept qui a connu de nombreuses heures de gloire, mais dont la pertinence fait l'objet d'interrogations croissantes. Au moment du développement de la bulle internet, le modèle a fait l'objet d'attaques qui, si elles n'ont pas produit d'effets dévastateurs immédiats, questionnent en profondeur l'acte d'achat du consommateur. Le retour en grâce du lieu d'achat de plus petite taille, plus proche socialement et géographiquement du consommateur, est l'un des phénomènes qui traduit la nécessité de repenser profondément la contribution de l'immobilier dit commercial au secteur de la distribution.

Dans ce contexte en forte évolution, les groupes de distribution français, qui privilégiaient historiquement un modèle de développement propriétaire associé au concept d'hypermarché + galerie commerciale, ont adapté leurs stratégies et l'on constate aujourd'hui qu'il n'y a plus un modèle dominant de développement mais des politiques variées adaptées chaque situation.

Les paragraphes qui suivent ont pour objet de tenter de définir les critères et conditions de succès des différentes stratégies immobilières dans le secteur de la distribution.

320 Internalisation :

Les stratégies de détention du patrimoine immobilier sont particulièrement pertinentes pour l'acquisition d'actifs stratégiques ou non matures nécessitant un *remodeling* / restructuration ou recelant un potentiel de valorisation important (agrandissement notamment). Cela permet notamment aux exploitants de rester maîtres de leur actif et de le faire évoluer en fonction de l'évolution du marché / de la zone de chalandise via des agrandissements, des constructions additionnelles ou la restructuration de sites. La détention de l'immobilier a permis également à certains groupes de procéder à des réductions de surfaces de certains de leurs hypermarchés afin de tenir compte de la baisse de leur activité non alimentaire dans un contexte croissant du poids du e-commerce et de valoriser la surface libérée en la louant à un tiers exerçant une activité complémentaire à celle

de l'hypermarché. Financièrement, cette stratégie plus consommatrice de capitaux, génère un ROCE inférieur à une activité de distribution classique mais assure aussi à son propriétaire un profil de risque plus faible (Béta immobilier < Béta *retail* + diversification des actifs). D'un point de vue opérationnel, cette stratégie permet aussi au commerçant de sécuriser ses coûts immobiliers qui constituent souvent son deuxième poste de charge après les frais de personnel et qui connaissent ces dernières années une inflation supérieure à celle du chiffre d'affaires à surface constante.

Les conditions de succès nous semblent être, outre la capacité de financement (non seulement l'accès aux financements mais aussi la capacité à maintenir un volant important de capitaux immobilisés), la maîtrise des métiers immobiliers, en particulier dans le cadre d'opérations de promotion / valorisation des sites.

321 Externalisation

Cas 1 : développement locataire dès l'origine

Cette stratégie qui s'applique notamment au développement de commerce de petite taille, souvent de proximité urbaine, permet au commerçant le maximum de souplesse et de réactivité dans sa politique de développement avec des délais de mise en œuvre rapide et une faible intensité capitalistique.

Les conditions de succès sur le long terme nous semblent être la stabilité de l'environnement commercial et les caractéristiques du bail, avec notamment ces dernières années, le développement de baux à loyer variable indexés sur le chiffre d'affaires, permettant au commerçant de sécuriser son modèle économique et à l'investisseur d'être directement associé au développement du bien loué. En pratique, nous constatons toutefois que ces dispositifs de loyer variable sont plus difficiles à accepter pour un investisseur sur un actif isolé que sur un « pool » d'actifs.

Cas 2 : *sale & lease back*

Ce type de dispositif s'est considérablement développé ces dernières années et a permis aux groupes de distribution de valoriser leur patrimoine immobilier une fois celui-ci arrivé à maturité afin de financer leur développement. Ce faisant, en contrepartie d'un risque certain au démarrage des projets, ils ont maximisé la valeur de leur sites immobiliers en ayant été capables d'optimiser le loyer généré (*remodeling*, optimisation des surfaces, montée en puissance du site) et de garantir à l'investisseur / acquéreur un flux de loyers futur, la plupart du temps avec des dispositifs contractuels ad hoc.

Une des conditions de succès de ce type de stratégie nous semble être l'arbitrage au moment de la cession entre le niveau (taux d'effort en % du CA), le type (fixe/variable) et la durée des loyers futurs garantis vs la valorisation optimale du site au moment de sa cession (taux de capitalisation appliqué aux loyers prévisionnels).

Enfin, dans ce type d'approche, le traitement comptable (caractère déconsolidant des engagements de loyers notamment) et les retraitements effectués par les agences de rating sont souvent clés dans la prise de décision.

322 Schémas hybrides

Des schémas hybrides mêlant externalisation et conservation d'un contrôle des actifs immobiliers par l'exploitant ont vu le jour ces dernières années.

Le cas de Mercialys, foncière du Groupe Casino, est particulièrement intéressant. Dans ce schéma, sous l'impulsion de la création du régime SIIC permettant notamment une réduction importante de la fiscalité sur les plus-values immobilières, le Groupe Casino a introduit en bourse environ 40% du capital de sa filiale Mercialys, propriétaire notamment des galeries commerciales du Groupe, historiquement développées aux côtés des hypermarchés. Cette opération a permis à Casino de valoriser son patrimoine et de se donner les moyens de le développer, via les fonds issus de l'introduction en bourse tout en conservant le contrôle des galeries marchandes, se laissant ainsi la possibilité de continuer à les faire évoluer en liaison étroite avec l'évolution de ses hypermarchés. Des réductions de surfaces d'hypermarchés (provenant notamment de surfaces de réserve sous-utilisées) ont ainsi été réalisées au bénéfice de Mercialys dans le cadre d'opérations de restructuration de

centres commerciaux, permettant d'accueillir de nouvelles enseignes et de générer ainsi des loyers additionnels pour la galerie commerciale et du trafic (flux clients) additionnel pour l'hypermarché.

En synthèse, dans les différentes stratégies décrites ci-dessus, nous voyons bien que l'immobilier est au cœur du développement du commerce et que le choix opéré peut avoir un impact majeur sur l'activité commerciale.

Le groupe de travail suggère qu'une réflexion plus approfondie soit menée afin d'étudier les mécaniques permettant de favoriser la gestion de l'immobilier commercial par les exploitants, qu'ils soient des groupes structurés ou des indépendants/PME, et ce à travers notamment les questions suivantes :

- Souplesse des baux (durée, loyers variables, etc.)
- Accès à la liquidité pour les détenteurs de murs d'immobilier commercial et en parallèle mutualisation des actifs pour accroître l'attractivité pour les investisseurs
- Facilité de financement pour les exploitants investisseurs

Ce questionnement doit, là encore, couvrir les aspects juridiques (notamment la spécificité du bail et la définition du fonds de commerce), fiscaux et financiers (foncières spécialisées).

33 La logistique

Une tendance lourde a été observée ces dernières années dans le comportement des entreprises à l'égard de la définition de leur mission et des cœurs de métier : l'externalisation croissante des activités qui ne semblent pas relever de l'avantage concurrentiel stratégique. La *supply chain* n'a pas échappé au phénomène et on a vu des entreprises sous-traiter, non seulement, les flux logistiques, mais aussi les flux financiers attachés, par exemple l'encaissement des clients et le recouvrement. Logistique n'est plus synonyme de « transport », mais le terme recouvre maintenant un pan entier de la valeur ajoutée d'un secteur et l'actif immobilier doit s'adapter à cette nouvelle donne. On est très loin de l'entrepôt classique, mais il n'est pas évident de dresser aujourd'hui le portrait stabilisé de l'actif immobilier adapté à une activité logistique au milieu de son redéploiement. Une réflexion prospective et immobilière s'impose aux acteurs du secteur.

4 Enjeux comptables, fiscaux et réglementaires

Les normes IFRS conduisent à une comptabilisation du type *mark-to-market* qui, en accroissant la volatilité du résultat, amplifie les fluctuations du marché et pénalise l'entreprise dans sa politique immobilière, qu'elle soit, d'ailleurs, tournée vers l'internalisation comme vers l'externalisation. De plus, la fiscalité relative à l'externalisation de l'actif immobilier se durcit et réduit la marge de manœuvre des entreprises en accroissant le frottement fiscal.

Le cadre réglementaire des banques et des compagnies d'assurance (Bâle III et Solvency II) ne sont pas propices à la détention et au financement de l'immobilier d'entreprise.

40 Enjeux comptables et fiscaux

L'évolution de l'environnement comptable et fiscale constitue un frein potentiel au développement des entreprises.

Nous présentons successivement la situation fiscale, son évolution ainsi que les problèmes qu'elle pose, et nous concluons par quelques pistes de réflexion.

400 Situation actuelle

L'immobilier représente une part importante de l'actif des entreprises et donc de leur besoin de financement. La stratégie immobilière est donc intimement liée à la stratégie de développement des entreprises. Le choix de louer leurs actifs plutôt que les acquérir et les financer leur permet d'affecter leur capacité de financement au développement du business, à la croissance externe, en un mot à développer la valeur des entreprises.

1.1 Les normes comptables

Depuis l'application des normes comptables internationales, IFRS, les locations dans lesquelles la majorité des risques et à l'issue du bail la propriété de l'actif restent acquis au bailleur sont qualifiés de locations opérationnelles et les loyers correspondants constituent des charges d'exploitation.

1.2 Les dispositifs juridiques et fiscaux

Par ailleurs, afin de favoriser la liquidité du marché immobilier et le développement d'un compartiment immobilier à la bourse de Paris, le Gouvernement a mis en place dans les années 2005/2006 un dispositif juridique et fiscal incitatif, communément appelé « le régime SIIC », avec la création :

- de la Société d'Investissement Immobilier Cotée, exonérée d'impôt sur les revenus locatifs et les plus values de cession des actifs immobiliers sous condition de distribution aux actionnaires d'au moins 85% des revenus locatifs nets et 50% des plus values de cession
- des Organismes de Placement Collectif Immobiliers, OPCI, bénéficiant du même régime fiscal sous condition d'actionnariat diversifié.

Régulièrement réaménagé, ce régime de faveur, aujourd'hui « SIIC III », est codifié à l'article 210 E du Code Général des Impôts.

Ces dispositifs ont permis un développement important des opérations d'externalisation des actifs d'exploitation des entreprises, notamment de la grande distribution qui ont pu ainsi, tout en sécurisant leurs sites d'exploitation au travers de baux longs (10 à 12 ans), trouver des investisseurs leur permettant de se recentrer sur leur activité, de dégager les ressources financières de leur développement et de modifier leurs ratios de liquidité.

Dans un certain nombre de cas, ils ont même permis aux entreprises de « variabiliser » totalement un coût fixe, les loyers étant fixés en pourcentage du chiffre d'affaires réalisé.

401 Point sur les évolutions comptables et fiscales

Les contrats de location suivant la nouvelle norme IAS 17

L'exposé sondage sur les contrats de location élaboré conjointement par l'IASC et le FASB et publié en août 2010 prévoit une modification radicale du dispositif puisque tous les contrats de location, quel que soit leur durée et quel qu'en soit l'actif sous jacent devront faire l'objet d'une inscription à l'actif du bilan des preneurs. Les Normalisateurs considère en effet que la distinction actuelle induit une distorsion, utilisée par les entreprises pour dégager des liquidités leur permettant de financer leur activité.

Pour les preneurs, un contrat de location devra être décomposé en un actif, i.e. le droit d'utilisation de l'actif, et un passif, i.e. l'obligation de payer le loyer, tant l'actif que le passif devant être évalués sur la durée du bail la plus longue la plus probable et non pas la durée contractuelle du bail (impliquant de fait une très forte subjectivité sur les intentions du preneur à renouveler ou non son bail).

Pour les bailleurs notamment immobiliers, la situation est encore plus complexe : les bailleurs ayant opté pour la comptabilisation des actifs en juste valeur selon IAS 40 sont exclus du champ de la réforme, tandis que ceux ayant opté pour le modèle du coût sont concernés. Et, pour ceux-ci, deux méthodes de comptabilisation sont à l'étude, aucune d'elles ne traduisant véritablement la réalité économique

Evolutions fiscales

La loi de finances pour 2011 et la loi de finances rectificative 2010 ont renforcé le sentiment d'instabilité des bailleurs, avec notamment la modification rétroactive de la déductibilité des intérêts des prêts externes mais garantis par une autre société du groupe contractés par les sociétés, ainsi que l'extension des règles de sous capitalisation limitant la déductibilité des intérêts sur prêts consentis par des sociétés liées.

Par ailleurs, Le dispositif SIIC III n'a pas pour le moment fait l'objet d'une prolongation et s'arrête au 31 décembre 2011.

402 Les conséquences prévisibles de ces évolutions

La simultanéité des projets de nouvelle norme comptable sur les contrats de location et des évolutions fiscales se traduit par une profonde incertitude de l'ensemble des opérateurs sur l'après 2011, bloquant tout projet au delà de fin 2011.

Pour les preneurs/entreprises :

- fin de la possibilité de déconsolider les actifs,
- modification significative de la structure des bilans,
- coût d'obtention et de retraitement des informations afférentes aux contrats de location exorbitant surtout en regard de la « valeur ajoutée » pour l'entreprise,

Pour les bailleurs/investisseurs :

- en terme d'activité, il faut en attendre un accroissement de la volatilité des loyers, les entreprises préférant désormais des baux plus courts pour moins pénaliser leur bilan,
- pour les baux plus longs (actifs d'exploitation stratégiques), concurrence plus forte entre acquisition et location, le coût du financement qui apparaîtra dans les comptes en cas de location pouvant être supérieur à celui d'un endettement externe,
- difficultés accrues pour les utilisateurs des comptes (analystes, investisseurs...) de comparer les principaux agrégats du compte de résultat entre les sociétés foncières au coût et à la juste valeur ou de recalculer l'ANR.
- forte subjectivité dans la détermination de la créance de loyers futurs, notamment pour les loyers variables et la durée probable du bail.

Ces évolutions s'inscrivent par ailleurs dans un environnement prudentiel renforcé tant pour les établissements financiers (Bâle 3) que pour les sociétés d'assurances (Solvency 2), impactant de façon sensible leur comportement en terme de financement.

403 Quelques pistes de réflexion

L'immobilier est un secteur de long terme ; il est donc plus que d'autres sensibles à une certaine stabilité des « règles du jeu », qu'elles soient comptables, fiscales ou règlementaires.

L'ensemble des acteurs de place, dont l'Autorité des Normes Comptables, l'EPRA ou l'IEIF doivent continuer à tenter de faire valoir auprès de l'IASC le point de vue des entreprises, qu'elles soient bailleurs ou preneurs. Et notamment que les notes annexes faisant partie intégrante des états financiers, la transparence des informations est assurée par la mention des caractéristiques des contrats de location dans les engagements hors bilan.

Au plan fiscal, le régime actuel doit pouvoir être pérennisé, pour permettre aux entreprises de consacrer leurs marges de financement au développement de l'activité, dans un contexte de renchérissement et réfaction des financements.

41 Enjeux réglementaires

L'ensemble du secteur financier voit son cadre réglementaire évoluer avec le souci, a priori louable, de contrôler les risques avec une efficacité accrue.

Cependant, l'immobilier d'entreprise risque fort d'être pénalisé en raison des mesures restrictives imposées aux banques et aux compagnies d'assurance.

410 Bâle III et fonds propres des banques

Le Comité de Bâle III s'attache depuis plusieurs mois à rédiger de nouvelles règles concernant les fonds propres des banques afin de mettre à l'abri les actionnaires de dernier ressort (les Etats) en cas de faillite des banques. La question soulevée à l'occasion de la faillite de Lehman est celle de trouver le rapport optimum entre la quantité de fonds propres nécessaire (niveau en capital) pour une activité donnée, en fonction de son degré de risque.

L'objectif ultime poursuivi est de s'assurer que les banques pourront absorber des montants de pertes importantes, sans provoquer une faillite qui compte-tenu de son ampleur devrait être évitée à tout prix et nécessiterait l'injection de capitaux provenant des Etats (« *too big too fail* »).

Le Comité de Bâle édicte des normes qui seront rendues contraignantes pour le système bancaire par les régulateurs des différents pays impliqués. Le G20 doit approuver les normes proposées jusque là.

DISPOSITIF PRINCIPAL

- Renforcement des Fonds Propres : Le Comité s'est attaché dans un premier temps à augmenter la quantité des fonds propres nécessaires, en mettant un accent particulier sur le noyau dur des fonds propres (Core Tier 1 Common Equity). La norme minimum passe de 4,5% à 7%. De même les fonds propres analysés selon un concept élargi de « Tier 1 capital » passent de 6% à 8%. Ainsi, le capital total des banques devra représenter 10.5% du total de bilan,
- Normes doublement renforcées pour une série limitée d'institutions financières présentant un risque dit « systémique ». Entre 2016 et 2019 les banques classées dans cette catégorie se verront imposer une exigence supplémentaire en fonds propres de base allant de 1% jusqu'à 2,5%, voire 3,5% pour celles qui voudraient encore grossir,
- Adaptation des liquidités : Les bilans bancaires devront respecter deux ratios de liquidité : (i) un ratio Court Terme - le « liquidity coverage ratio » qui exigerait des banques de détenir un portefeuille d'actifs sans risque, négociables et liquides, leur permettant de traverser une crise de 30 jours sans avoir de difficultés de refinancement et dont l'application débiterait au 1^{er} janvier 2015 ; après une période de test ayant débuté au 1^{er} janvier 2011 (ii) un ratio Long Terme - le « net stable funding ratio » qui vise le même objectif mais sur une période d'un an, dont l'application débiterait au 1^{er} janvier 2018, après une période de tests qui s'ouvrirait à partir du 1^{er} janvier 2012. Une liste des actifs « éligibles » serait proposée initialement,
- Création de « coussins contra-cycliques » : Ces réserves de précaution seraient constituées en haut de cycle économique et utilisées en cas de crise,
- Modification du ratio d'effet de levier : il s'agit du rapport entre la taille des engagements des banques par rapport à leurs bilans, calculé en réintégrant notamment tout le hors bilan,
- Améliorations apportées à l'analyse du risque de contrepartie. Ces dispositifs seront mis en œuvre à partir du 1^{er} janvier 2013 et tiendront compte de manière plus précise des risques spécifiques. A titre d'exemple, le coût des expositions envers les institutions financières sera alourdi,

IMPACTS

Impacts d'ordre général :

- L'accès au crédit sera plus rare : les banques utiliseront avec parcimonie leur faculté de prêter puisque l'enveloppe des crédits sera restreinte. Elles seront sans doute amenées à choisir leurs segments de clientèle en visant les secteurs les plus profitables pour elles ;

- Le crédit sera plus cher : les banques devront répercuter le coût supplémentaire d'accès aux ressources (notamment en capital) sur leurs clients. A titre d'exemple, les facilités de caisse aux entreprises (« liquidity facilities ») vont coûter plus chers aux banques car dans les tests elles seront considérées comme tirées à 100%, ce qui n'était pas le cas jusque là étant statistiquement peu utilisées, même en période financière agitée. Ces facilités vont donc devenir plus rares et plus chères (surenchérissement estimé aux alentours de 200 / 250 points de base);
- Bâle 3 pousse les banques à relancer le « shadow banking » (finance parallèle ou peu régulée) et en particulier la titrisation, technique de transfert des crédits. Ceci est en particulier vrai en ce qui concerne un mode particulier de titrisation, le « transaction pulling » qui consiste pour une banque à endosser les premières pertes des portefeuilles de crédit (généralement jusqu'à 3% de la valeur faciale des crédits) puis de se couvrir pour le reste. La couverture vient de la cession de la créance à un tiers investisseur (fonds souverains, assureurs, fonds de pension, family offices...)

Impacts sur le secteur de l'immobilier (liste non exhaustive) :

- Les établissements financiers ou banques qui n'ont pas une base de dépôt ou ne sont pas rattachés à un groupe bancaire disposant d'un accès à une base de dépôts vont devoir adapter leur modèle ; On peut citer à titre d'exemple le secteur du crédit-bail immobilier, des institutions financières spécialisées comme le Crédit Foncier...
- Les banques réviseront à la baisse les quotités de prêt par rapport à la valeur des actifs et s'éloigneront sans doute durablement des financements de type « mezzanine » à moins de pouvoir replacer ceux-ci auprès de tiers. Ceci nécessitera un apport plus élevé en fonds propres pour les opérations immobilières, ce qui est susceptible de réduire les volumes d'opérations
- Le financement de la promotion immobilière, et notamment d'immeubles en blanc va devenir difficile pour les banques et va ralentir fortement l'activité de construction dans le domaine du bureau, alors même que la demande d'immeubles neufs ou restructurés respectant les nouvelles normes environnementales est élevée,

Marges de manœuvre

- Même si les normes édictées par le Comité de Bâle sont considérées comme virtuellement définitives et devront ainsi s'appliquer, il est prévu des périodes d'observation sur plusieurs années permettant de corriger des effets dérivés négatifs non anticipés. Il en est ainsi pour le ratio de liquidité (Liquidity Coverage ratio), le ratio long terme (Net Stable Funding ratio) et le ratio du levier,
- En ce qui concerne les Institutions Financières présentant un risque systémique, les ratios proposés par le Comité de Bâle doivent encore être proposés au Conseil de stabilité financière.

411 Solvency II et stratégie immobilière des assureurs

Solvabilité II : objet

A partir du 1^{er} janvier 2013 s'appliquera la directive européenne « Solvabilité II », qui se substituera au dispositif actuel Solvabilité I. Elle s'adresse exclusivement aux assureurs et réassureurs européens. Son objet est de définir de nouvelles exigences de détention minimale de fonds propres afin de mieux gérer les risques encourus par les acteurs du marché assurantiel. En particulier, les compagnies d'assurance doivent rester solvables en cas de « chocs extrêmes » sur les marchés.

Pour ce faire, la directive Solvabilité II introduit une innovation majeure : elle demande aux compagnies d'assurance européennes une adéquation de leurs fonds propres à leur structure de placement, c'est-à-dire aux classes d'actifs qu'elles détiennent. Pour chaque classe d'actif gérée par une compagnie d'assurance, celle-ci devra détenir un ratio minimal de fonds propres. Plus le risque associé à la classe d'actifs est élevé, plus les fonds propres doivent être importants. La directive Solvabilité II va donc conduire les assureurs et réassureurs à revoir leur allocation globale.

La classe d'actifs « immobilier » dans Solvabilité II

Le « modèle standard » de Solvabilité II impose, pour la classe d'actifs « immobilier » un ratio de fonds propre de 25% : pour 100 d'immobilier détenu les compagnies d'assurance seront donc contraintes, si elles appliquent le modèle standard, de détenir 25 de fonds propres. Ce ratio s'élève à 39% pour les actions cotées sur un marché réglementé, y compris les foncières cotées, et 49% pour les actions non cotées, y compris donc les participations dans des fonds de « private equity ». Les véhicules collectifs immobiliers se voient appliquer une approche par transparence (*look-through approach*) : chaque classe d'actifs détenue par le fonds est soumise à son ratio de fonds propres, à proportion de la part de cette classe d'actifs dans le fonds.

L'immobilier chez les assureurs français aujourd'hui

Parmi les classes d'actifs gérées par les assureurs français, l'immobilier figure à hauteur de 4% de leur actif en moyenne, soit environ 60 milliards d'euros, sous forme de détention directe d'immeubles ou de parts de fonds. De plus, les assureurs détiennent dans leur poche actions des parts de foncières cotées pour un montant de près de 5 milliards d'euros.

Les conséquences attendues de Solvabilité II sur le marché de l'immobilier

Une simulation simple montre qu'en respectant à la lettre les ratios imposés par Solvabilité II les compagnies d'assurance française devraient vendre la totalité de leurs actions et multiplier par 5 leur allocation en immobilier. Bien entendu cette hypothèse n'est pas réaliste, mais elle montre qu'on doit s'attendre à ce que :

- la part d'actions détenue par les assureurs français (y compris en foncières cotées) diminue fortement. Elle est aujourd'hui de 25% de leur actif, soit 375 milliards d'euros. Un volume important d'actions sera donc remis sur le marché ou l'a déjà été en anticipation de l'application de la réglementation.
- La part d'immobilier détenue par les assureurs augmente sensiblement. Elle est aujourd'hui de 4% de leur actif, soit 60 milliards d'euros. Un volume important de liquidités devrait donc s'investir en immobilier dans les années qui viennent, en provenance des assureurs et sous l'hypothèse d'une bonne tenue du marché immobilier. A titre d'ordre de grandeur, le volume des engagements en immobilier d'entreprise en 2010 a approché 10 milliards d'euros.

Problèmes et pistes

Solvabilité II va modifier le modèle économique des assureurs. Le risque de crise systémique sera, en théorie, couvert.

A quel coût ? Dans l'immédiat, pour financer ce changement de modèle, les assureurs ont le choix entre une moindre rémunération de leurs actionnaires et la hausse des tarifs des assurés. La première solution va à l'encontre de l'objectif de renforcement des fonds propres. La seconde solution impose aux assurés un double paiement : leur prime de risque classique, plus une « prime de risque de la prime de risque » censée couvrir le risque de marché lié à l'investissement de cette prime. Les assurés supportent donc la totalité du risque de crise systémique.

Pour quel résultat, notamment en ce qui concerne l'immobilier ? Quatre problèmes nous semblent pouvoir être soulevés. Le premier est lié à la démarche régulatrice elle-même. Les trois autres, spécifiquement immobiliers, sont en dernier ressort des problèmes techniques ou de formulation sur lesquels un lobbying du secteur immobilier a déjà commencé à se développer.

Un risque structurel : le renforcement paradoxal de la volatilité en cas de crise systémique

Il ne nous appartient pas de formuler une appréciation globale des démarches régulatrices engagées. Le risque

existe cependant que Solvabilité II, en incitant les investisseurs à adopter un comportement de « vente forcée » dans un environnement dégradé, renforce leur mimétisme... ce qui pourrait aboutir, paradoxalement, à une augmentation de la corrélation des actifs entre eux et de la volatilité globale des portefeuilles.

La crise financière de 2008 a montré qu'en cas de crise systémique les corrélations entre actifs tendaient à se renforcer, d'où une fuite généralisée qui a pu déboucher sur un effet de panique. Une régulation excessive, en établissant une norme qui doit être suivie par tous, peut venir à l'appui de ces comportements moutonniers. En protégeant les assureurs d'un défaut de solvabilité, on risque donc d'en accroître la probabilité.

52 Un problème technique : une appréciation faussée du risque et de la corrélation

Les exemples qui ont servi de support au régulateur pour établir les corrélations entre classes d'actifs et leur risque intrinsèque se fondent uniquement sur les statistiques du marché immobilier britannique. C'est en effet outre-Manche que le marché immobilier produit les indices de performances les plus fréquents et transparents, en l'occurrence le IPD UK Monthly index.

Or, le marché britannique est clairement un marché atypique au sein de l'Union Européenne. La corrélation entre foncières cotées et immobilier direct y est beaucoup plus forte qu'en France ou en Allemagne.

L'étude publiée par IPD en avril 2011 soulève ce problème et propose au régulateur des alternatives en termes d'indices de référence.

Cette dérive montre l'importance stratégique, pour le marché immobilier français, de produire des indices plus fréquents et plus transparents de mesure de la performance immobilière, tant sur l'immobilier résidentiel que sur l'immobilier d'entreprise. Le marché qui produit les indices les plus fiables devient une référence et contribue ainsi à la production de normes réglementaires qui lui sont adaptées.

Une conséquence importante : la place des foncières cotées dans l'actif des assureurs

L'IEIF a chiffré à 5 milliards d'euros l'allocation des assureurs en foncières cotées françaises. En tant qu'actions, ces parts se voient donc affecter une contrepartie de 39% de fonds propres, ce qui en décourage considérablement la détention par des assureurs. La spécificité immobilière des foncières cotées – leur adossement, sur le long terme, à la performance du marché de l'immobilier – n'a pas encore été prise en compte par le régulateur. L'EPRA, la FSIF et l'IEIF ont entrepris une action de lobbying en ce sens.

Une ambiguïté à lever sur les fonds immobiliers

Le texte du document d'étude de Solvabilité II (dit « QIS 5 ») comporte une ambiguïté concernant la détention indirecte d'immobilier à travers des fonds. On peut en conclure, soit que chaque fonds sera analysé en transparence – « look-through approach », c'est-à-dire que les classes d'actifs qu'il détient se verront affecter leur ratio de fonds propres spécifique au prorata de leur poids dans le fonds – soit qu'un fonds endetté au-delà d'une certaine limite – non définie – requièrerait automatiquement un ratio de fonds propres de 49%. L'étude IPD citée précédemment soulève ce problème et demande que cette ambiguïté soit levée de façon urgente.

D'autre part, Solvabilité II pourrait déboucher sur une incitation à investir dans les véhicules immobiliers les plus endettés. En effet, en augmentant le taux d'endettement le gérant diminuerait l'actif net et par conséquent les ratios de fonds propres appliqués à cet actif. Inversement, les véhicules immobiliers les moins endettés (SCPI par exemple) seraient défavorisés relativement aux plus endettés... soit le résultat contraire de celui espéré par le régulateur.

5 Conclusion générale

La France a comme spécificité, en Europe, la diversité des voies d'investissement en immobilier. Elle est le seul pays à disposer à la fois d'un marché tertiaire d'envergure mondiale, d'un compartiment immobilier en Bourse important (47 Mds € en valeur boursière fin 2010), et d'une offre de fonds immobiliers variée (22 Mds détenus par les épargnants à travers les SCPI, 10 Mds € détenus par les investisseurs institutionnels à travers les OPCI RFA). Cette diversité des modes de détention et des investisseurs est en elle-même un amortisseur du risque. Elle permet d'arbitrer entre le coté et le non coté quand la Bourse connaît des soubresauts, et limite les comportements moutonniers facteurs de volatilité, comme on l'a observé fin 2008.

C'est précisément cette diversité que la directive Solvabilité II peut, en partie, altérer – notamment par les contraintes qu'elle impose aux foncières cotées et aux fonds immobiliers non cotés. Sur le long terme, le développement d'indices de performance du marché immobilier français à plus haute fréquence doit permettre d'avoir encore plus d'influence sur les autorités régulatrices. Sur le court terme, le lobbying peut à bon droit réorienter les modalités d'application de la directive concernant les foncières cotées et les fonds immobiliers non cotés.

Rapports contributif N°5

FINANCEMENT DE L'IMMOBILIER DURABLE

Rapporteur : **Cyril AULAGNON**

Parrain : **Dominique DUBAND**

Animateur : **Méka BRUNEL**

Participants :

Hammou ALLALI - Caisse des dépôts

Denis BURCKEL - ICADE

Isabelle DAHAN - MON IMMEUBLE.COM

Elodie DESROCHES - Groupe 3F

Stéphanie HANSFORD - Dauphine

Anne LARPIN - TARAMAK

Philippe RICHARD - Fondation Palladio

Bernard ROTH - PERICLES

Bernard THERY - SNI

Lucille THOMAS - Groupe 3F

Michel VIVINIS - BIPE

Christophe MONTCERISIER

Vincent RENARD

Alain LAURIER

EXECUTIVE SUMMARY

00 Problématique

Selon la définition proposée en 1987 par la Commission mondiale sur l'environnement et le développement dans le rapport Brundtland, le développement durable est un développement qui répond aux besoins des générations présentes sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs. En cela, le développement durable implique une notion écologique, économique et sociale. Pour être durable, un projet doit donc tout à la fois être vivable (écologique & social), viable (écologique et économique), et équitable (social et économique).

Comme toute activité économique, l'immobilier est consommatrice de ressources rares ; les principales d'entre elles étant l'eau, l'air, l'énergie et l'espace. L'immobilier durable est donc un immobilier qui assure une utilisation durable de ces ressources, dans la perspective notamment d'un doublement de la population urbaine au niveau mondial d'ici 2050.

La problématique immobilière suppose trois dimensions: un bâtiment, un usage, et l'insertion du bâtiment dans un ensemble plus large la Ville ou le Quartier.

L'analyse des enjeux portant sur le bâtiment et les méthodes de construction nous invite à considérer la problématique d'un point de vue technique. La durabilité ne se réduit pas, dans ce cas, à la réduction des dépenses énergétiques, mais concerne plus largement l'eau et l'air. Comment financer des travaux d'amélioration de la qualité écologique des immeubles ? Ceci implique de s'interroger sur le retour financier attendu de ces investissements, le risque financier des investissements considérés, et les acteurs à même de les prendre en charge.

Une autre approche de l'immobilier durable porte sur le caractère recyclable des constructions. En effet, construire *la Ville sur la Ville* suppose également, en réhabilitant des friches, en détruisant des bâtiments obsolètes pour d'autres plus actuels, et implique dès l'origine des nouveaux bâtiments d'en préparer la déconstruction et le traitement des déchets occasionnés.

La question de l'usage de l'immobilier pose le problème de l'éducation des acteurs et de la conscience collective concernant l'immobilier durable. Financer l'immobilier durable implique de sensibiliser les acteurs, de faciliter la mise en place d'incitations positives ou négatives en faveur d'un immobilier plus durable, et de favoriser l'émergence d'une prise de conscience collective.

Enfin, la ville durable suppose une meilleure collaboration des acteurs publics et privés en vue de développer des quartiers plus denses et moins consommateurs d'espace. Ceci suppose évidemment l'implication des pouvoirs publics, mais également, et peut-être surtout, des moyens de financement originaux. C'est également une exigence de mixité urbaine, tant sociale que fonctionnelle, au sein de mêmes quartiers, voire de mêmes bâtiments.

La question du financement de l'Immobilier Durable acquiert, dans un contexte de crise économique, qui se caractérise en premier lieu par une crise de la dette, et donc du financement, une dimension cruciale. La conjoncture actuelle nous force à ne plus recourir uniquement sur le financement bancaire, et nous invite à ce titre à nous interroger sur des opportunités de financement alternatives.

L'objet du groupe de travail est moins de recenser les solutions existantes, ou les enjeux généraux liés à l'immobilier durable, que de proposer des pistes de réflexions sur des solutions de financement innovantes. Pour des raisons de réalisme, et afin de centrer l'étude sur des solutions directement utilisables, nous écartons de notre étude toute solution qui supposerait une participation financière massive de l'Etat ou des collectivités locales, pour nous concentrer sur les solutions qui ne mobilisent pas les ressources financières publiques.

Nous concentrerons tout d'abord notre analyse sur la performance environnementale du bâtiment pris isolément, pour considérer dans un second temps les formes de financement de la Ville Durable.

01 Résumé du développement

Le premier constat à établir est de souligner la très grande complexité des normes environnementales liées en premier lieu au caractère polysémique du Développement Durable. L'approche réglementaire traditionnelle française centre l'analyse sur la question énergétique seule, au détriment d'autres dimensions d'analyse de la performance environnementale mieux prises en compte dans d'autres pays (et notamment la gestion de l'eau et la production de CO2). Ainsi, le développement de labels internationaux incluant ces dimensions alternatives, et leur généralisation, dans le monde, comme en France, illustre la nécessité d'inclure ces autres champs d'analyse dans l'approche réglementaire. Pour les bâtiments neufs, l'attrait spontané des investisseurs, tant dans le secteur tertiaire que le secteur résidentiel, illustre le fait que le financement classique est tout à fait à même de répondre aux enjeux du Développement Durable sur ce segment de marché. Le constat n'est pas le même pour l'amélioration des bâtiments existants, où les mécanismes de financement classique ne suffisent pas, et nous force à considérer d'autres solutions comme les certificats d'énergie, le tiers-investissement, ou des mécanismes assurantiels liés à des garanties de performance énergétique. Ceci dit, il faut souligner que la réhabilitation des immeubles existants est, et vraisemblablement restera, l'enjeu principal et le plus difficile, dans un contexte où le taux de renouvellement du parc immobilier est, en France, historiquement bas.

La question du financement de l'Immobilier Durable invite également à appréhender différemment la Ville, dont l'économie d'espace est le premier enjeu. En effet, l'étalement urbain et l'augmentation forte des transports individuels que ce mode d'urbanisation implique, ont un impact majeur sur l'environnement. L'enjeu est donc pour la puissance publique de promouvoir la densification urbaine, en limitant l'extension des zones constructibles et en augmentant le foncier disponible dans les zones tendues. Ceci dit, cette démarche reste difficile à mettre en œuvre au niveau local, en raison notamment de la prise en compte d'intérêts particuliers forts. Le financement de la Ville Durable nous pousse aussi à envisager de nouvelles relations entre les acteurs publics et privés, comme l'illustre le développement d'éco-quartiers ou la réalisation de projets urbains rendus possibles par les méthodes du Financement de Projets. Toutefois, au-delà d'une question de financement, c'est avant tout une prise de conscience sociétale qui s'avère nécessaire. Cette prise de conscience présuppose, au niveau individuel, des instruments de mesure de l'empreinte écologique de chacun, et du financement de démarches de sensibilisation tant à l'égard des propriétaires que des occupants des bâtiments.

02 Résumé des contributions

L'objet du Groupe de Travail ne se limite pas à un simple état des lieux de la question du financement de l'Immobilier Durable, mais vise également à offrir des pistes de réflexions et d'actions pour créer un cadre incitatif favorisant des bâtiments moins consommateurs en ressources rares, espace et énergie principalement.

La première question porte donc sur la problématique de l'espace. Notre introduction nous a permis d'appréhender les enjeux environnementaux de l'étalement urbain, et la nécessité à ce titre de chercher à densifier les abords des villes pour réduire la pression foncière sur les espaces périurbains. La Groupe de Travail propose des pistes concrètes sur ce thème. Rendre plus coûteuse la rétention foncière, améliorer la transparence du marché foncier, favoriser la reconversion des terrains pollués et développer des solutions de démembrement foncier sont des pistes prometteuses.

La maîtrise environnementale implique également de s'accorder sur des normes de qualité. Entreprendre des travaux d'amélioration de la qualité du bâti suppose la définition d'un vocabulaire commun, d'objectifs partagés, et donc, en définitive, de mesures communément admises. La problématique de la mesure est perçue comme essentielle par le Groupe de Travail, et ce dernier propose d'approfondir trois pistes de réflexion. Tout d'abord, il s'agit de souligner l'importance d'établir, pour les bâtiments neufs, un label commun, international, et facilement compréhensible par les acteurs. Toutefois, l'approche de la labellisation, si elle est pertinente pour les bâtiments neufs, se révèle moins facilement applicable pour les bâtiments existants, et la mesure énergétique apparaît pour ces bâtiments l'approche la plus aisée à mettre en œuvre et la plus pertinente ; dans ce cadre, des pistes d'amélioration des mesures énergétiques sont considérées. Enfin, la contribution insiste sur l'importance de méthodologies partagées et sûres, pour apporter la preuve de la conformité d'un bâtiment par rapport à un label, ou à une performance énergétique attendue, et ce à tous les stades d'un projet d'immobilier, de la conception des travaux à l'utilisation effective du bâtiment.

Enfin, le Groupe de Travail souligne que les travaux d'amélioration énergétique des bâtiments se heurtent souvent à des difficultés de financement pour les particuliers. Le Groupe de Travail propose d'approfondir deux dispositions originales pour faciliter l'accès aux fonds nécessaires aux travaux d'amélioration environnementale. La première piste concerne les dispositifs étatiques, et propose la mise en place d'un Plan Epargne Energie, qui fonctionnerait sur le même mécanisme que le Plan Epargne Logement, mais permettrait de fusionner les dispositifs étatiques déjà existants, et parfois difficiles à appréhender, que sont l'Eco-PTZ, le PEL et le CEL. La seconde piste de réflexion propose de favoriser les investissements énergétiques par des acteurs professionnels, des Société de Tiers-Investissement (STI). Cette solution implique de favoriser l'émergence d'acteurs spécialisés dans ce domaine de compétence, à la fois financier, immobilier et technique. Pour développer ce secteur d'investissement, et en particulier limiter les risques opérationnels que ces travaux techniques impliquent, le Groupe de Travail propose la constitution d'un fonds de garantie, pour pallier les carences du secteur de l'assurance traditionnelle.

Développons...

1 Financer l'amélioration de la performance environnementale des immeubles

10 Complexité normative : la nécessité d'harmoniser les normes pour faciliter le financement

100 Historiquement, l'approche française se focalise sur la performance énergétique d'un immeuble...

L'approche législative française de la question de l'immobilier durable est liée, voire réduite, à la question énergétique. L'objet n'est pas ici de présenter de façon exhaustive l'ensemble des normes existantes, mais de rappeler l'importance cruciale de la question énergétique dans l'approche normative française.

En 1974, au lendemain du choc pétrolier, l'arrêté du 10 avril 1974 relatif à l'isolation thermique et au réglage automatique des installations de chauffage dans les bâtiments neufs d'habitation fixe les premiers objectifs de performance énergétique. L'objet de la norme est de limiter la déperdition de puissance des installations de chauffage en fixant des objectifs du coefficient G, c'est-à-dire la puissance de chauffage nécessaire par unité de volume pour compenser une différence d'un degré entre la température intérieure et la température extérieure. La norme est étendue en 1976 par l'arrêté 12 mars 1976 en élargissant son objet aux bâtiments neufs autres que les logements.

Dès 1980, les pouvoirs publics se donnent pour objectif de favoriser le développement de labels en vue de dépasser les exigences normatives de l'époque, et mettent en place le label Haute Isolation. 140 000 logements neufs reçoivent cette labellisation. Ce label fixera le cadre de l'obligation normative dès 1982 par l'arrêté du 24 mars 1982.

Selon la même logique, les premiers labels Haute Performance Énergétique apparaissent en 1983, et concernent les bâtiments qui améliorent de 10% la consommation énergétique par rapport à la réglementation existante. La mise en place des labels s'accompagne d'une nécessaire politique d'harmonisation des mesures. Un coefficient C fixe la consommation conventionnelle d'énergie d'un bâtiment pour le chauffage, la ventilation, la climatisation, la production d'eau chaude sanitaire et, pour certains bâtiments, l'éclairage des locaux. On trouve donc dès 1983 la logique normative qui s'appliquera par la suite : édification d'un instrument de mesure commun à tous les acteurs, établissement d'un label fixant des objectifs supérieurs à la norme en vigueur, puis hausse de l'obligation normative au niveau du label antérieur. Selon cette même dynamique est votée la réglementation thermique de 1988, qui s'applique aux bâtiments résidentiels, ainsi qu'aux bâtiments tertiaires.

La RT 2000 est applicable de par l'arrêté du 30 novembre 2000 aux bâtiments neufs résidentiels et tertiaires. Elle concerne les projets dont la demande de permis de construire est déposée à compter du 1^{er} juin 2001. La particularité de la RT 2000 est de viser, non seulement la réduction de la consommation énergétique des bâtiments en soumettant la consommation énergétique à une consommation de référence, et l'établissement d'objectifs de performance pour une série de composants (isolation, ventilation, système de chauffage principalement), mais également la généralisation d'objectifs de confort pour les occupants par la formulation de températures maximales pouvant être atteinte dans le bâtiment. Lors de son entrée en vigueur en 2001, la RT 2000 se donne pour but la réduction des consommations d'énergie de 20% dans les logements et 40% dans le tertiaire. La RT 2000 introduit la notion de Coefficient Ubat, le coefficient de transmission surfacique moyen de l'enveloppe séparant l'intérieur du bâtiment de l'extérieur, d'un local non chauffé ou du sol. L'objet ne sera pas ici de présenter en détail la méthode de calcul du coefficient, mais de souligner que l'évolution française du cadre réglementaire s'accompagne avant tout de la mise en place d'outils communs de calcul.

La dernière réglementation thermique date de 2006 même si, pour le principe, elle se dénomme RT 2005. Elle se fixe comme objectif principal une amélioration de la performance énergétique des bâtiments neufs d'au

moins 15% par rapport à la RT2000, ce qui correspond à une consommation de chauffage d'environ 85 kWh/m²/an maximum. Cette réglementation doit être mise en œuvre pour tous les projets de construction à compter du 1^{er} septembre 2006. Elle s'inscrit dans la continuité de la RT2000 et en reprend la structure réglementaire, ainsi que les principes qui permettent au maître d'ouvrage de choisir la solution la plus économique pour atteindre la performance exigée. En effet, pour chaque type de bâtiment et chaque zone climatique, la RT 2005 fixe une consommation totale en kWh/m² à ne pas dépasser. À Paris par exemple, la consommation d'électricité de référence ne doit pas dépasser 181 kWh/m²/an et la consommation de gaz est fixée à 98 kWh/m²/an maximum, alors qu'à Toulouse la consommation électrique de référence est fixée à 144 kWh/m²/an et celle de gaz à 79 kWh/m²/an. La liberté est donnée au maître d'ouvrage de choisir les solutions qui permettront de respecter ces consommations. Certaines exigences ont été renforcées par rapport à la RT2000 : pour ce qui est de l'isolation thermique, de l'ordre de 10% sur les déperditions par les parois et les baies, et de l'ordre de 20% sur les déperditions par les ponts thermiques. La RT2005 intègre désormais la construction bioclimatique et permet sa valorisation, aussi bien pour diminuer les besoins de chauffage que pour assurer un meilleur confort d'été. Parallèlement, la RT2005 améliore la prise en compte des énergies renouvelables, notamment en les introduisant en référence. Pour l'énergie solaire par exemple, une part de production d'eau chaude sanitaire est calculée en référence.

La RT 2005 introduit également cinq labels.

- la Haute Performance Energétique (HPE), le référentiel définit l'éligibilité au label HPE 2005 les bâtiments qui présentent une consommation conventionnelle d'énergie inférieure d'au moins 10% à la consommation de référence définie par la RT 2005. Un niveau y est adjoint sous la dénomination HPE EnR2005, pour les bâtiments respectant ces exigences, et dont au moins 50% de l'énergie employée pour le chauffage est issue d'une installation utilisant de la biomasse ou alimentée par un réseau de chaleur utilisant plus de 60% d'énergies renouvelables.
- le label Très Haute Performance Energétique (THPE définit quant à lui une consommation conventionnelle d'énergie inférieure d'au moins 20% à la consommation de référence définie par la RT 2005. Un niveau y est également adjoint sous la dénomination THPE EnR2005 mais pour les bâtiments respectant cette fois-ci des exigences encore supérieures, c'est-à-dire avec un gain de 30% par rapport à la RT2005. Pour bénéficier de ce label, les bâtiments concernés doivent également utiliser les énergies renouvelables comme la biomasse, les pompes à chaleur, le solaire thermique ou photovoltaïque.
- le label bâtiment Basse Consommation Energétique (BBC2005) reprend le niveau d'exigence défini par l'association Effinergie, et peut être attribué aux bâtiments de logements neufs consommant au maximum 50 kWh/m²/an à ajuster d'un facteur 0,8 à 1,3 selon l'altitude et la zone climatique, ainsi qu'aux bâtiments tertiaires présentant une consommation inférieure à 50% de la consommation conventionnelle de référence de la RT 2005.

Une évolution majeure apportée par la RT 2005 est de concerner également la réhabilitation de bâtiments existants dès lors que les travaux engagés sur un bâtiment dépassent de 25% de la valeur d'un bâtiment. Cette valeur du bâtiment sera fixée par l'arrêté du 20 décembre 2007 à 1287 €/m² pour les logements, et 1100 €/m² pour les autres bâtiments. Les travaux pour les surfaces inférieures à 1000 m² sont régis par la réglementation RT 2005 Bâtiments Existants Eléments par Eléments, alors que les travaux de surface supérieures à 1000 m² sont soumis à la réglementation RT 2005 Bâtiments Existants Globale.

La Réglementation Thermique 2012 garde les mêmes objectifs principaux que la RT 2005 à savoir des exigences de performances globales (consommation d'énergie et confort d'été) et des exigences minimales de moyens, centrées sur cinq axes - chauffage, climatisation, production d'eau chaude sanitaire, éclairage et auxiliaires (ventilation, pompes...). Les évolutions principales concernent d'une part l'affirmation d'objectifs en termes de valeur absolue de consommation (50kW/m²) et non plus en valeur relative par rapport à une consommation de référence recalculée en fonction du projet, et d'autre part la promotion d'une conception bioclimatique du bâtiment visant à réunir une exigence d'efficacité énergétique du bâti, une consommation maximale, et une exigence de confort d'été. La mise en place de la RT 2012 s'imposera dès le 28 octobre 2011 pour les bâtiments

logements situés au sein des zones de rénovation urbaine et pour les bureaux, et au 1^{er} janvier 2013 pour les logements exclus des zones de rénovation urbaine. La conformité aux réglementations de la RT 2012 s'accompagne du label dit Bâtiment Basse Consommation.

Selon la même logique qu'appliquée historiquement, les autorités font la promotion en parallèle de l'édition de normes énergétiques plus strictes d'un nouveau label, le BEPOS (Bâtiment à Energie Positive) qui produit plus d'énergie qu'il n'en consomme. Ce label, encore peu utilisé en France, pourrait devenir le standard de la prochaine Réglementation Thermique de 2020.

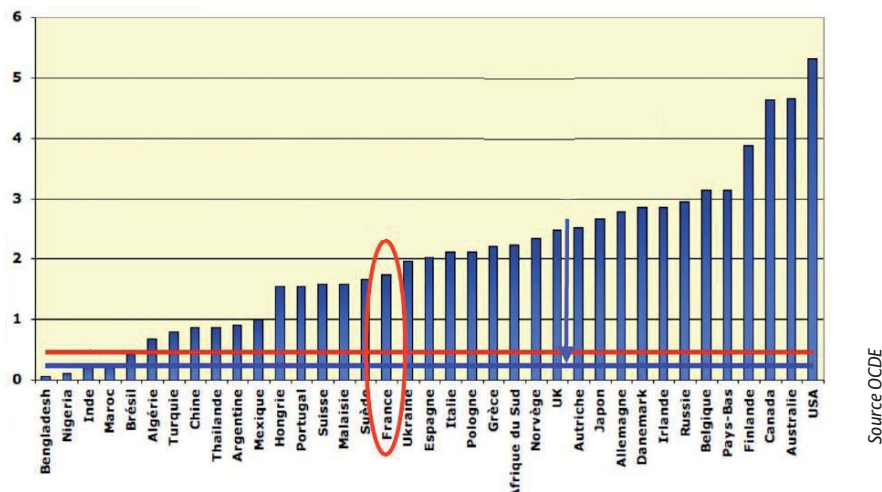
101 ... au détriment d'autres dimensions d'analyse de la performance environnementale, mieux prises en compte dans d'autres pays...

L'approche normative réglementaire française de la question de l'immobilier énergétique, mises à part les exigences en matière de confort de température, est donc exclusivement tournée vers la maîtrise de la consommation énergétique.

Cet effort s'inscrit dans l'engagement de la France dans le cadre du protocole de Kyoto. Signé le 11 décembre 1997 lors de la 3^e conférence annuelle de la Convention (COP 3) à maître, au Japon, il est entré en vigueur le 16 février 2005 et en 2010 a été ratifié par 141 pays ; son application en France est liée au décret du 22 mars 2005. Dans cette optique, la France se donne pour objectif dès 2003 de diminuer par 4 ses émissions de gaz à effet de serre entre 1990 et 2050 (objectif dit du Facteur 4). Cet objectif est validé dans le cadre du Grenelle de l'Environnement en 2007. L'engagement de la France vis-à-vis de la Communauté Internationale porte donc, non pas sur des objectifs en matière de consommation énergétique, mais sur la seule question des émissions de gaz à effet de serre.

Sur ce point, la situation de la France sur la scène internationale est en avance par rapport à ses partenaires, ce qui explique que ses engagements à horizon 2012 ne se limitent qu'à une stabilité de ses émissions.

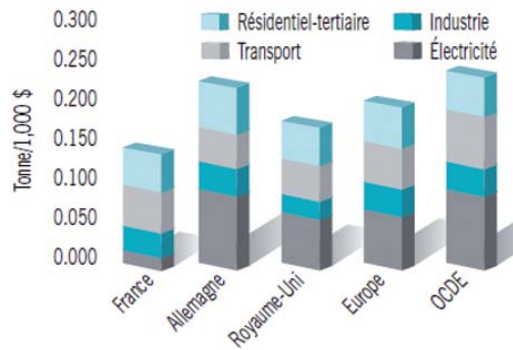
Émissions de CO2 par habitant et par an en 2008



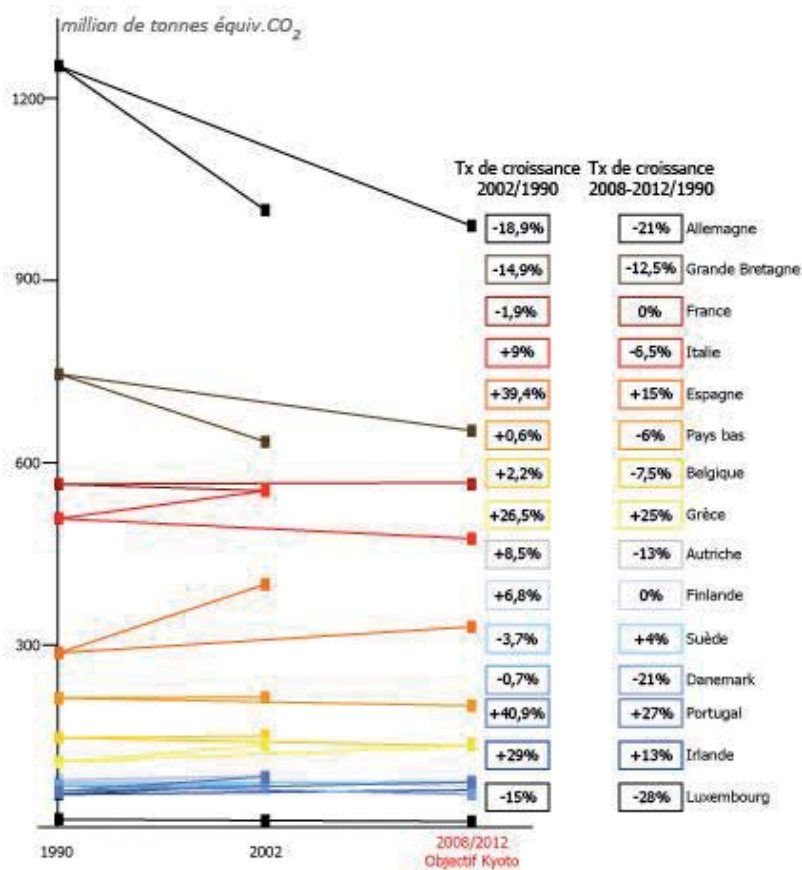
Le classement est d'autant plus avantageux pour la France lorsque l'on considère les émissions de CO2 par unité de richesse produite.

Un point important est de souligner que le protocole offre aux états le choix des moyens dans l'atteinte des objectifs de résultats.

Émissions de CO₂, rapportées au PNB en 2005



Source : Agence internationale de l'énergie.



Source : Ademe

102 Plaçant les acteurs dans un environnement normatif difficile à appréhender dans le cadre de leur décision d'investissement

La définition de l'immobilier durable est par nature multicritère. En parallèle des approches réglementaires, des organismes développent des labels référents afin de prendre en compte cette complexité de l'immobilier durable.

Tout d'abord, le label LEED (*Leadership in Energy and Environmental Design*) place la question de l'empreinte environnementale au cœur de son approche. Créé par l'*US Green Building Council* en 1998, le label LEED centre son analyse sur l'efficacité énergétique, la consommation d'eau, le chauffage, l'utilisation de matériaux de provenance locale et la réutilisation de leur surplus. Ce label, surtout utilisé aux Etats-Unis et au Canada, approche la question de l'empreinte écologique selon une méthode de notation multicritère. Le label LEED a pour particularité de se référer explicitement au cadre réglementaire des Etats-Unis (ASHRAE, ASTM, ANSI).

Le label BREEAM, développé par l'organisme anglais *Building Research Establishment* dès 1990, concerne déjà plus de 200 000 bâtiments déjà labellisés. L'approche BREEAM est un système de notation qui ne se limite pas aux performances énergétiques du bâtiment, mais inclut la procédure d'obtention des autorisations administratives, le bien-être des occupants, les problématiques de transport, les questions relatives à l'eau, les matériaux de construction utilisés, la gestion des déchets, le respect des espaces verts, l'émission de carbone, entre autres critères.

Enfin, le label HQE créé en 2005 à l'initiative du CSTB (*Centre Scientifique et Technique du Bâtiment*), adopte une même méthodologie de notation que les labels LEED et BREEAM. L'objet ne sera pas ici de présenter en détail le label HQE, mais de noter la convergence d'approche entre les systèmes internationaux de labellisation.

Ceci dit, la persistance de systèmes différents, et peut-être concurrents, est source de difficultés de choix pour les promoteurs et investisseurs internationaux. Dans un but de simplifier les dispositifs existants, décision a été prise par le CSTB et le BRE de rechercher une convergence des deux labels dans le cadre du partenariat SB Alliance d'ici 2012.

11 Le financement classique : Une piste de réflexion intéressante, mais qui ne semble pas à la hauteur des enjeux

110 L'économie de charges que permet la démarche environnementale pourrait ne pas être efficace sur l'intégralité des actifs

Des obligations de mise aux normes de plus en plus contraignantes mais dont la mise en œuvre révèle des temps de retours très variables...

Dans les bâtiments neufs, que ceux-ci soient destinés au logement ou à vocation tertiaire, la prise en compte des réglementations thermiques successives s'est imposé, et s'intègre dès la conception du bâtiment, et ce, dans des conditions qui rendent les projets économiquement viables tout en respectant les objectifs en termes de maîtrise énergétique. Se conjuguent de façon favorable la mise en place de standards énergétiques plus exigeants et l'attrait des investisseurs pour des bâtiments plus performants. Cette prime à l'investissement favorisant les bâtiments verts concerne tout à la fois les bâtiments résidentiels destinés à l'investissement locatif (du fait du dispositif Scellier notamment), et les bâtiments tertiaires, où les investisseurs institutionnels s'orientent de façon privilégiée vers des bâtiments labellisés. La valeur verte existe donc bien pour les bâtiments neufs ; et c'est l'intérêt bien compris des promoteurs que de privilégier les bâtiments performants, tant pour se conformer à la réglementation, que pour valoriser au mieux le bâtiment fini.

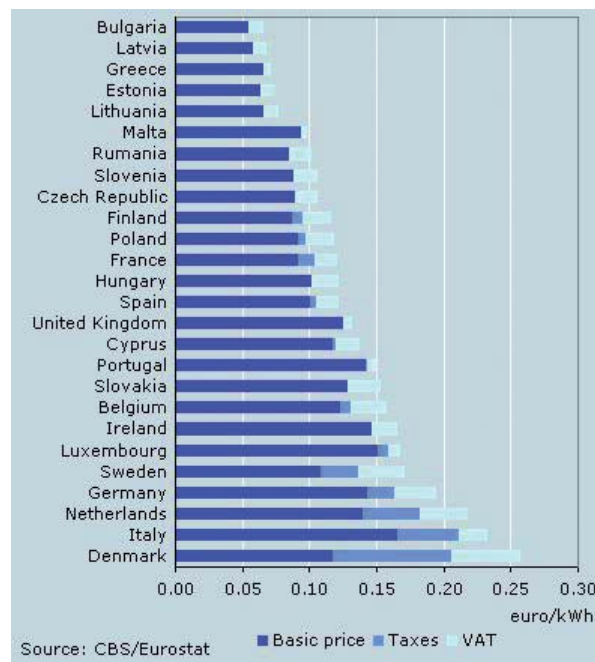
... avant tout liés aux prix des ressources utilisées, et en particulier de l'énergie

La maîtrise des consommations énergétiques a évidemment un impact sur la facture énergétique du bâtiment. Les économies d'énergies réalisées, dans bien des cas, peuvent suffire à justifier les investissements initiaux,

avec des temps de retour des investissements réalisés inférieurs à la durée d'amortissement des composants de la construction. La piste du financement classique est ainsi la solution la plus simple, et peut être la plus efficace, concernant la réduction de la consommation énergétique des bâtiments à construire.

Le point central de cette approche reste alors le coût même de la consommation énergétique. Un coût de l'électricité élevé favorisant évidemment un retour sur investissement rapide. Le choix précoce et massif de la production d'énergie par le nucléaire en France permet d'atteindre des coûts de l'électricité faible par rapport à nos voisins.

Comparaison internationale du coût de l'électricité en €/kWh en 2007



Le recours dominant à l'énergie nucléaire est une particularité forte du mix énergétique français, et ce faible coût de l'énergie électrique a une conséquence directe sur les temps de retour des investissements d'amélioration des performances énergétiques. La dynamique du financement par réduction des coûts est ainsi moins efficace en France que dans les autres pays européens.

111 Création de valeur verte ? une situation contrastée...

Concernant les bâtiments existants, la réalité est tout autre. La mise aux normes des bâtiments suppose des investissements majeurs. Difficiles à chiffrer, ces investissements peuvent représenter 400 €/m²-600 €/m² pour des bâtiments classiques. Ces niveaux élevés s'approchent fortement des niveaux du prix de la construction même de l'immeuble. Un tel investissement est envisageable sur des constructions bien situées, bénéficiant de valorisation importante et rendant possible des investissements de remise au niveau importants. A titre d'illustration, la rénovation énergétique de bâtiment haussmannien à destination de bureaux dans le centre de Paris ne représenterait que six à douze mois de loyer, un investissement réaliste pour des bâtiments à haut potentiel commercial.

Ceci dit, l'essentiel du parc immobilier reste constitué de bâtiments dont les niveaux de valorisation rendent difficiles d'envisager une rénovation énergétique. Ainsi, lorsque la valeur marchande d'un immeuble est faible (pour rappel, la RT 2005 estime ces valeurs forfaitairement à 1287 €/m² pour les logements, et 1100 €/m² pour les autres bâtiments), la viabilité d'un projet de rénovation devient difficile, les bâtiments réhabilités pouvant plus difficilement soutenir la concurrence de bâtiments neufs sans décote significative.

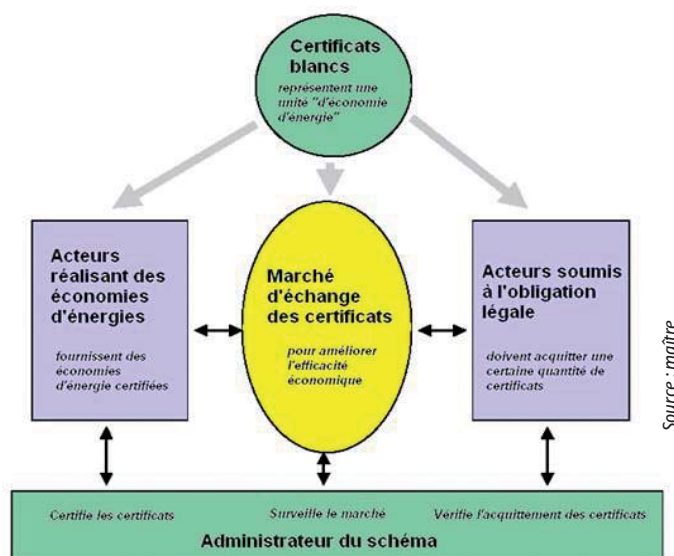
Pour les bâtiments existants, la piste du financement classique reste donc une opportunité somme toute limitée, et des dispositifs complémentaires doivent être considérés afin de raccourcir le temps de retour des investissements énergétiques. Par ailleurs, le recours au financement classique devient d'autant plus difficile dans un contexte de raréfaction du crédit, accentué notamment par la prise en compte des nouvelles dispositions réglementaires dite Bâle III.

12 Les solutions d'aide à l'investissement ou de tiers-investissement sont une piste de financement féconde, mais qui nécessite le développement de garantie de performance environnementale

120 L'internalisation des externalités positives

L'économie d'énergie est porteuse d'externalités positives. L'enjeu devient donc de faire bénéficier celui qui s'engage à réduire ses consommations énergétiques d'une part du bien commun produit.

Les certificats d'économies d'énergie (CEE) ouvrent de nouvelles perspectives en ce sens pour le financement d'amélioration énergétique sur les bâtiments existants. La mesure proposée repose sur une obligation de réalisation d'économies d'énergie imposée par les pouvoirs publics sur une période donnée aux vendeurs d'énergie ou obligés (électricité, gaz, chaleur / froid et fioul domestique) comme EDF, Gaz de France, la CPCU... Ces vendeurs d'énergie ont la liberté, soit de réaliser eux-mêmes les économies d'énergie imposées, soit d'inciter financièrement leurs utilisateurs, les non-obligés, à réduire leur consommation énergétique. Si les mesures incitatives prises par le vendeur d'énergie sont efficaces, celui-ci bénéficiera en retour de certificats d'économie d'énergie en mesure des économies d'énergies réalisées par les utilisateurs. L'unité de mesure du certificat d'énergie est le kWh cumulé, ou cumac. Les CEE, appelés certificats blancs par opposition aux certificats noirs que sont les droits d'émission de CO₂, sont en théorie librement échangeables. La pénalité imposée aux obligés pour les économies d'énergie non délivrées étant de 0.02/kWh cumac, le prix des CEE devrait varier en fonction de l'offre et la demande entre zéro et le prix de la pénalité.



Ce dispositif ingénieux et prometteur reste difficile à mettre en œuvre, notamment du fait de la complexité administrative. La première période (mi 2006 - mi 2009) pour laquelle l'obligation d'économies d'énergie était de 54 maître a été respectée, la décision a été prise à compter du 1^{er} janvier 2010 de proroger le dispositif pour une seconde période triennale avec un objectif d'économies d'énergies de 345 maître.

121 Le tiers-investissement, et notamment la technique du démembrement, pourrait offrir une nouvelle voie de financement

Si l'on écarte de l'analyse les travaux qui ne seraient pas susceptibles d'être justifié par des économies de charges énergétiques, la question de la réalisation des investissements, même rentables, reste d'actualité. Certains propriétaires, personnes morales ou physiques, peuvent éprouver des difficultés à mener des opérations de réhabilitation énergétique, en raison d'un manque de compétence technique, du souhait de ne pas s'engager dans un processus administratif complexe, ou tout simplement d'un manque de financement.

Le tiers-investissement permet à un tiers, de se soustraire au propriétaire et mener lui-même les travaux en les finançant. L'enjeu est de taille, en particulier pour les cas des copropriétés résidentielles, dans lesquelles les difficultés d'une action collective sont grandes. Le tiers-investisseur prend en charge les études et services d'ingénierie, la recherche et le paiement d'entrepreneurs, le coût de financement du projet, ainsi que ses propres honoraires. En échange de ses services, le tiers-investisseur bénéficie durant la durée de vie des installations d'une rémunération calculée sur la base des économies d'énergie réalisées, et donc fonction de l'évolution des coûts de l'énergie.

Le dispositif de maître suppose donc une capacité de prospective afin de prendre en compte, non seulement l'efficacité des solutions mises en œuvre, mais également l'évolution des coûts d'énergie. Ce principe, plus particulièrement développé en Belgique, est d'autant plus favorable que les coûts de l'énergie sont élevés.

Deux limites importantes du dispositif doivent être prises en compte. Tout d'abord, un point important du dispositif est lié au comportement des utilisateurs, pour atteindre les niveaux de performance souhaités. On retrouve ici une problématique d'aléa moral classique, de la capacité pour le tiers-investisseurs de s'assurer du comportement des utilisateurs après la réalisation. Une autre source de risque pour le tiers-investisseur concerne évidemment la prévisibilité de la performance énergétique des installations, prévisibilité encore faible, car les dispositifs sont souvent récents et offrent peu de recul.

122 La question principale est dès lors de garantir le rendement des travaux réalisés, notamment par des dispositifs de type assurantiel

La problématique d'aléa moral, et celle de la garantie de performance des installations sont des problématiques récurrentes et classiques des dispositifs d'assurance et de certification.

En effet, le DPE (*Diagnostic de Performance Energétique*), obligatoire pour la cession ou la location commerciale d'un bien, n'est aujourd'hui pas opposable au tiers. Les acteurs ne peuvent donc se fonder sur le DPE pour engager la responsabilité juridique d'un autre acteur.

Certaines assurances développent ainsi les premiers CPE (*Contrat de Performance Energétique*), dont le but est de permettre d'obtenir une garantie sur des économies futures d'énergie. Le fait qu'un acteur s'engage de façon certaine sur la performance d'un équipement, implique réciproquement que ce dernier puisse s'assurer contre les défaillances éventuelles des installations. Un mécanisme de garantie symétrique doit donc accompagner le développement du contrat de performance énergétique. Certaines compagnies d'assurance proposent déjà de telles polices, visant à couvrir les maîtres d'ouvrage contre le coût de travaux de mises aux normes du bâtiment pour combler l'écart entre la performance réalisée et la performance attendue.

Nous avons jusqu'ici considéré le sujet en prenant en compte exclusivement les questions relatives au bâtiment pris isolément. Ceci dit, la problématique de l'immobilier dépasse le cadre du bâtiment seul. Le bâtiment n'existe qu'en s'intégrant dans un îlot, un quartier, une ville. Ce changement de perspective nous invite à considérer ce sujet sous un œil neuf.

2 Financer la ville durable : un enjeu politique de géographie urbaine

20 Renouveler la ville ? Un enjeu urbanistique majeur

200 Les dynamiques urbaines actuelles sont peu propices à la réhabilitation du parc existant...

Nous avons vu précédemment que la réhabilitation de l'immobilier existant reste plus problématique que celle de l'immobilier neuf. La mesure de ce problème devient particulièrement nette une fois prise en compte les niveaux de taux de renouvellement du parc immobilier. En France, ce taux s'établit pour les logements à près de 0,5%, et pour les bâtiments à usage tertiaire, à un niveau proche de 1%. Si ces taux s'avèrent pérennes, ceci implique que le parc immobilier en 2050 sera constitué pour plus de la moitié par des bâtiments déjà existants aujourd'hui, et, pour la plupart, maître.

À titres d'exemples, en matière de logement, la production couvre à peine les besoins issus de la croissance démographique et de la croissance du nombre de ménages.

201 Ce qui pose avec d'autant plus d'acuité le problème des coûts de réhabilitation estimés au niveau macroéconomique

La question centrale porte donc moins sur l'immobilier neuf que sur la réhabilitation des bâtiments existants. Des hypothèses de travail réalistes d'un coût de 300 €/m² à 600 €/m² pour le financement de la rénovation des bâtiments tertiaires, de 250 €/m² pour le logement social, et de 350 €/m² pour les logements en copropriété, impliquent que la rénovation du parc existant nécessitera l'investissement à cet usage d'une part non négligeable du PIB futur, si tant est que la réglementation n'est pas assouplie.

Au-delà de la question du mode de financement individuel des travaux de réhabilitation énergétique, c'est la viabilité même d'un programme coercitif de réglementation énergétique sur les bâtiments existants qui se pose, tant les montants en jeu sont importants.

En particulier, on peut s'interroger sur l'impact à long terme de réglementation RT 2012 Bâtiments Existants. Lorsque les travaux de réhabilitation énergétique seront non rentables, pour des immeubles moins bien situés, en périphérie de ville par exemple, ou ne correspondant pas aux standards de marché les plus actuels, l'application contraignante de la réglementation thermique pourrait rendre plus économique de laisser l'immeuble à l'abandon, plutôt que d'entreprendre des travaux de réhabilitation.

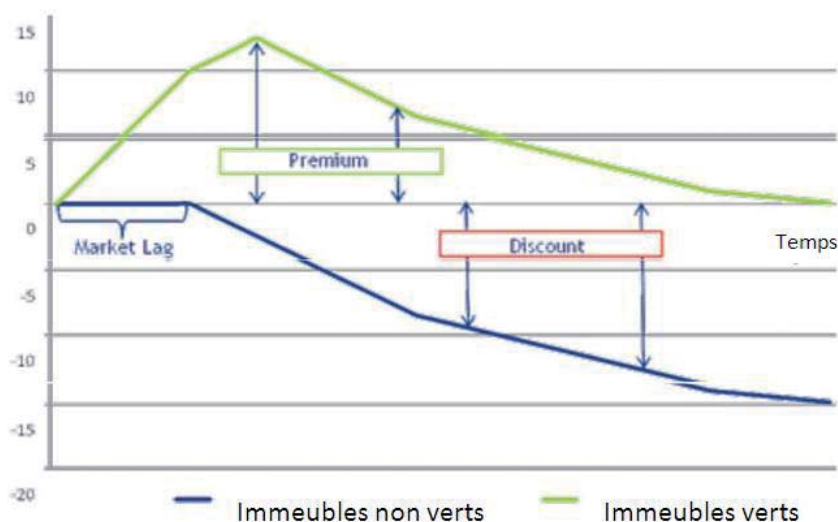
Cette perspective constitue un risque urbanistique majeur, en favorisant l'extension de friches énergétiques aux abords des villes, ou dans leur cœur-même. Ce problème urbanistique revêt également une dimension sociale essentielle, dès lors que le pays souffre simultanément d'un manque de logements décents et d'une pénurie de fonciers disponibles.

202 Et rend nécessaire l'apparition de nouveaux acteurs dédiés au renouvellement urbain

Les pays industrialisés ont déjà connu une première vague de réhabilitation des friches immobilières, et il est opportun d'établir un parallèle entre les enjeux de réhabilitation énergétique et les enjeux de la dépollution des périphéries de métropoles, industrialisées au maître siècle. L'extension des villes et l'étalement du tissu résidentiel au maître siècle a imposé la réhabilitation des terrains limitrophes des villes, autrefois dédiée aux industries.

Les programmes de dépollution impliquent un savoir-faire technique spécifique, ainsi qu'une maîtrise d'enjeux financiers et administratifs particuliers. Pour ces raisons, des acteurs spécialisés dans cette activité ont émergé avec pour but de profiter des opportunités offertes par la qualité foncière des terrains en termes d'emplacements, et des aides publiques ou privées existantes pour mener à bien les dépollutions dans une optique d'intérêt général.

L'émergence de bâtiments sans usage au sein des villes est inacceptable pour des raisons urbanistiques, sociales, et économiques. L'émergence d'acteurs spécialisés dans ces travaux de réhabilitation énergétique de bâtiments sans usage devra peut-être attendre l'abandon effectif de ces bâtiments, ainsi que la mise en place d'aides spécifiques pour favoriser ces réhabilitations.



Source : Joël Corsé, Petercam - Sven De Bondt, Bopro

Il s'agit de distinguer ces fonds immobiliers dédiés à la rénovation des immeubles existants des fonds immobiliers dits verts. Les fonds immobiliers verts, dont l'objet est de se concentrer sur les immeubles de haute performance environnementale, bénéficiant en particulier de label d'ordre réglementaire ou de labels internationaux, existent déjà. Sont régulièrement lancés à l'initiative de promoteurs, maître managers professionnels, ou même de foncières, des fonds visant, prioritairement ou exclusivement, ce type d'actifs. L'objet de cette étude ne pourra être de les dénombrer tant leur nombre est déjà significatif. Ces initiatives du marché, nombreuses et spontanées, montrent l'avantage comparatif dans la levée de fonds que représente déjà l'argument vert pour capter l'épargne à investir.

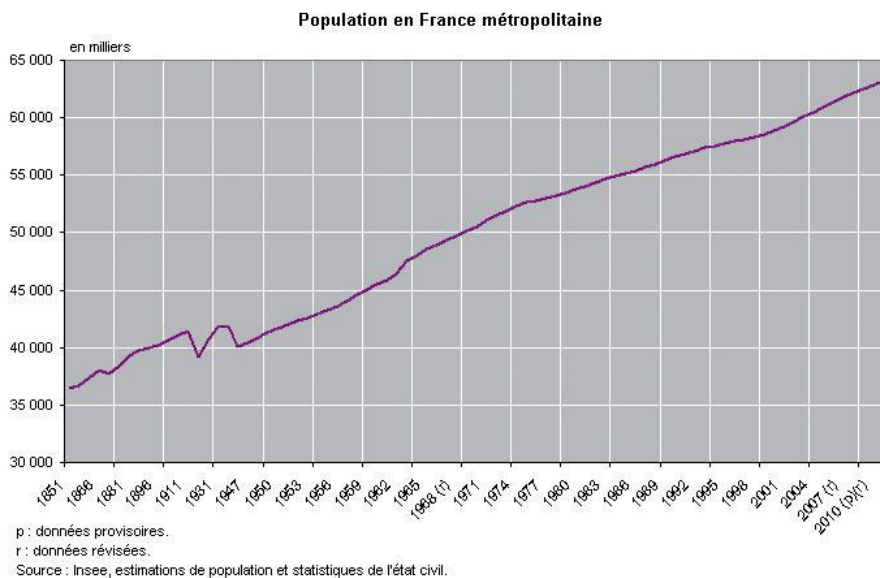
La question du financement de la restructuration du parc existant reste donc entière. Il reste difficile d'imaginer hors de toute intervention ou incitation publique, le scénario d'un développement spontané de fonds dédiés à l'activité de restructuration sans ajustement significatif de la valeur des immeubles qui nécessiteraient de telles restructurations.

21 Ville et dynamique publique : le rôle moteur de l'Etat et des collectivités pour repenser l'espace urbain

210 La problématique de l'étalement urbain

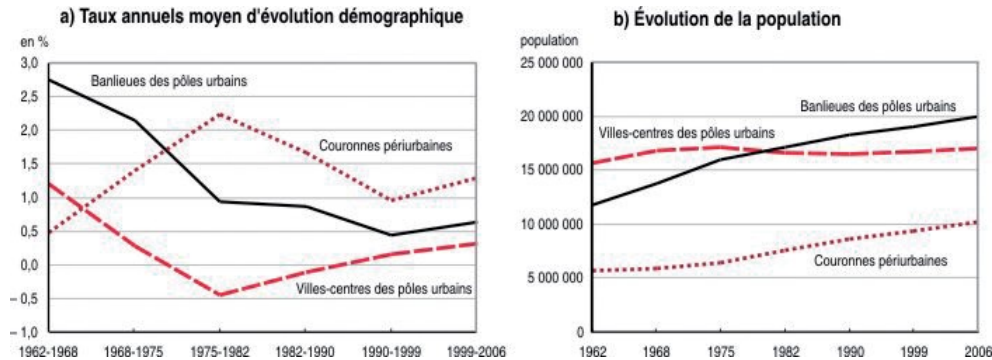
- L'étalement urbain correspond à un choix de société spécifique, qui en soit n'est pas durable, mais dont la remise en cause reste difficile...

La France, comme les autres pays d'Europe, présente une population très majoritairement urbaine, puisque 75% de la population réside dans une unité urbaine, c'est-à-dire dans une commune présentant plus de 2 000 habitants agglomérés. Le territoire urbanisé a fait l'objet d'une croissance proportionnellement beaucoup plus rapide que la population qui l'habite. Sa superficie a en effet été multipliée par près de 3 entre 1936 et 1999. Sur la période de 1968 à 1999, la surface urbanisée a connu une croissance de 45%, quand la population urbaine n'a augmenté que de 27%.



Pourtant, depuis une trentaine d'années, les plus grosses villes et leur banlieue immédiate ne connaissent plus une croissance nette, voire même régressent. À partir de 1975, ce sont les communes périurbaines qui ont pris le relais des banlieues pour accueillir les populations nouvelles. En effet, la recherche d'un cadre de vie plus proche de la nature, le désir d'accéder à la propriété en maison individuelle, la pression foncière très forte en centre-ville, mais aussi l'amélioration considérable des conditions de déplacements ont conduit les ménages à aller

s'installer toujours plus loin des centres-villes : c'est le phénomène de périurbanisation. Ce sont les communes rurales les plus proches des villes, et les plus accessibles, qui connaissent depuis les années 1970 la plus forte croissance démographique.



Source : Insee, recensements de la population.

La question de la périurbanisation est évidemment inséparable d'une réflexion sur les transports, et en particulier l'automobile. La périurbanisation traduit donc un effacement des distinctions opposant ville et campagne, puisque que, grâce à l'automobile, les populations les occupent simultanément.

L'étalement urbain caractérise le phénomène de croissance de l'espace urbanisé de façon peu maîtrisée, produisant un tissu urbain très lâche, de plus en plus éloigné du centre de l'aire urbaine dont il est dépendant. Il se traduit donc par une consommation d'espaces importante et supérieure au niveau désiré par les acteurs publics et compatible avec un développement durable du territoire. Les problèmes posés par l'étalement urbain sont nombreux. En premier lieu, l'accessibilité de ces territoires nouvellement urbanisés, éloignés et peu denses ne peut se faire que par véhicule individuel. Dans un contexte de renchérissement de l'énergie, ce mode de transport représente une fragilité potentielle pour les ménages les plus modestes. En second lieu, la consommation massive d'espaces rend caduque la préservation des activités agricoles mais aussi de la biodiversité. Enfin, cette dédensification de l'espace implique une sous-utilisation des réseaux publics, en nécessitant une augmentation du linéaire des réseaux.

- ... ce qui place les communautés locales dans l'obligation de favoriser une densification urbaine durable au risque de rencontrer des oppositions de l'opinion publique.

L'étalement urbain est la conséquence de préoccupations qui ne sont pas uniquement économiques, mais révèle des aspirations sociales profondes. Vivre dans des ménages à taille plus réduite, occuper plus d'espace par habitant, devenir propriétaire d'un pavillon témoigne d'un choix de vie profond, auquel le politique peut difficilement s'opposer. Parallèlement, l'ouverture à l'urbanisation de surfaces nouvelles constitue une aubaine foncière pour les propriétaires fonciers existants, favorisant ainsi une action de lobbying au niveau local en faveur de l'urbanisation de l'espace rural. Plus encore, placée devant l'alternative d'un étalement urbain au détriment des surfaces rurales, ou de projets de densification du tissu urbain, susceptibles d'altérer le mode de vie, en particulier pavillonnaire, en zone périurbaine, la population locale peut favoriser les décisions favorables à une extension de la ville, plutôt que sa densification. Enfin, l'étalement urbain répond également à une logique d'expansion démographique à long terme des communes, en vue de bénéficier de dessertes d'infrastructures publiques plus efficaces, mais également de ressources fiscales complémentaires.

Les outils de régulation de l'étalement urbain existent, mais ces décisions sont prises au niveau local, en fonction d'intérêts locaux, qui peuvent privilégier avant tout l'amélioration immédiate du cadre de vie au détriment des effets d'externalité négative liée à l'étalement urbain. Ces résistances locales sont d'autant plus préoccupantes que les décisions d'ordre urbanistique ont vocation à s'inscrire dans la durée, et que le caractère impopulaire des mesures de densification rend précaires les initiatives ambitieuses des élus les plus volontaires en la matière.

- ... et place les acteurs de l'immobilier dans des situations paradoxales

La pénurie de logement actuel rend nécessaire la construction de nouveaux logements. Les plans d'aide à la primo-accession de la propriété résidentielle, les dispositifs maître, voire même le dispositif PTZ, favorisent le développement de nouveaux espaces urbains en zone périurbaine, plutôt que la densification urbaine. Ces stratégies, coûteuses en termes de besoins d'infrastructures publiques, provoquent également une plus intense utilisation de l'automobile. Quand bien même les dispositifs d'aide publique seraient plus favorables, comme c'est le cas aujourd'hui, aux bâtiments les plus efficaces du point de vue énergétique, l'impact en termes de développement durable des nouvelles urbanisations est rarement pris en compte.

211 Les temps de retour des investissements d'immobilier durable impliquent de nouvelles dynamiques dans les partenariats publics-privés

Les éco-quartiers : des exemples innovants

La nécessité d'une dynamique collective est d'autant plus nécessaire, que les démarches les plus prometteuses en matière de réduction de l'empreinte écologique impliquent souvent de dépasser une réflexion se limitant au strict cas du foyer ou de l'immeuble, pour appréhender les problématiques au niveau du quartier, un ensemble plus vaste donc.

Les récents exemples d'éco-quartier montrent l'importance de la mutualisation des réseaux dans l'amélioration de la performance environnementale globale d'un maître. Certaines solutions environnementales - par exemple l'évacuation des déchets par pneumatique, la maintenance de noues de récupération des eaux pluviales, la production d'énergie propre par centrale à biomasse et/ou cogénération – supposent une masse critique de consommations qui ne peut être atteinte que dans un cadre large.

Plus qu'un type d'urbanisme, maître est une démarche avant tout. Pour l'illustrer, nous pouvons considérer l'exemple de BedZed en Angleterre⁽¹⁾. BedZed ou Beddington Zero Energy (fossil) Development est un petit quartier de Sutton, une ville résidentielle située à 40mn au Sud de Londres. BedZed est un îlot résidentiel de 82 logements pour 250 habitants, construits au sud de Londres par le cabinet d'architectes Bill Dunster. Le projet couvre 1,7ha. Il comprend 2 500 m² de bureaux et de commerces, un espace communautaire, une salle de spectacles, des espaces verts publics et privés, un centre médicosocial, un complexe sportif, une crèche, un café et un restaurant ainsi qu'une unité de cogénération. C'est le premier ensemble de cette taille et à ce niveau d'efficacité énergétique à avoir été construit au Royaume-Uni, avec les principes de l'Habitat écologique, la recherche d'alternatives à l'automobile, la diminution des pollutions et des émissions de CO₂ ainsi que la mise en place d'un objectif social.

La démarche de BedZed s'articule autour de 5 thèmes fondamentaux: transport, efficacité énergétique, protection de la nature et urbanisme, économie locale. L'architecture a été pensée dans le but d'offrir un cadre de vie attractif et un environnement agréable à la population.

Le projet est de créer un quartier qui réduira de moitié son empreinte écologique. Les partenaires souhaitent construire un quartier qui ne dégrade pas l'environnement, qui réemploie, recycle et consomme toutes les sources d'énergie générées et recourt au maximum aux ressources locales.

(1) Source : Site Carefree France.

Pour réussir ce pari, les concepteurs de BedZed ont réalisé une gigantesque ACV (Analyse de Cycle de Vie) qui mesure l'impact environnemental de la vie d'un produit, depuis sa réalisation jusqu'à sa mise au rebut... ou son recyclage ("du berceau à la tombe"). Dans le cas de BedZed, l'ACV a été effectuée sur toute la vie d'un quartier, de la construction des logements aux différents besoins en ressources énergétiques, en passant par les transports, les activités professionnelles, la vie sociale et culturelle, la gestion des déchets, la gestion de l'eau... Au final, cette rationalisation permet à BedZed de réduire de 50% son empreinte écologique.

Le modèle architectural et urbanistique de BedZed a permis d'obtenir une densité de 105 logements et 200 bureaux par hectare (excepté la surface des terrains de sport), tout en respectant une hauteur de construction de 3 étages maximum. La forte densité du centre du quartier -où 500 personnes habitent et travaillent par hectare- a été obtenue grâce à l'intégration architecturale des espaces d'habitation (façade sud des immeubles) et des espaces de travail (façades nord).

La dimension environnementale du projet de BedZed s'affirme selon différents axes principaux :

- **Les Gaz à Effet de Serre** : Dans l'optique d'une autonomie optimale et du développement local, l'implantation du quartier a été décidée au regard des besoins en déplacements des habitants. Les concepteurs de BedZed ont misé leurs efforts sur des objectifs de réduction des besoins en déplacement en voiture particulière et sur des solutions alternatives moins polluantes. L'objectif était donc double : réduire la dépendance des habitants vis-à-vis de la voiture, et limiter les pollutions (utilisations d'énergie fossile, pollution sonore). Les espaces publics ont été aménagés de façon à privilégier les piétons et les cyclistes.

- **L'énergie** : Les objectifs par logement sont de réduire de 60% la consommation énergétique et de 90% la consommation de chauffage, par rapport à un logement traditionnel au Royaume-Uni. Ces objectifs passent par l'attention apportée à plusieurs dimensions dont :

- l'isolation des bâtiments pour préserver les déperditions de chaleur.
- La généralisation d'éclairages basse consommation
- La mise en place de compteur de fluides plus efficaces, et non surdimensionnés

- **Les énergies renouvelables** : BedZed favorise la génération d'énergie solaire en toiture des bâtiments, et a installé un système de cogénération fonctionnant par combustion de copeaux de bois, à raison de 850 tonnes par an dimensionnée pour produire toute l'électricité nécessaire à la vie de BedZed, soit 135 kW.

Le projet BedZed peut être qualifié de « durable » dans la mesure où il prend en compte le respect de l'environnement et la recherche d'une équité sociale, tout en permettant une maîtrise des coûts. C'est la première communauté de vie de cette dimension « neutre en carbone ». C'est l'exemple d'un développement qui ne fournit aucune contribution au réchauffement climatique mondial. Les habitations, en vente ou en location à des prix abordables, attirent des gens ayant des revenus faibles et d'autres, disposant de revenus élevés. L'empreinte écologique de BedZed est deux fois moindre que celle d'un quartier traditionnel. BedZed apporte une réponse aux problèmes rencontrés par les planificateurs et les responsables politiques ; ce projet va d'ailleurs servir de modèle pour développer un vaste programme, sur dix ans, de construction de logements au Royaume Uni.

Le projet de BedZed illustre également le fait que la démarche maître implique surtout une démarche impliquant la pluralité des parties prenantes à un projet urbanistique : l'Etat, les collectivités locales, les promoteurs et, avant tout, les habitants.

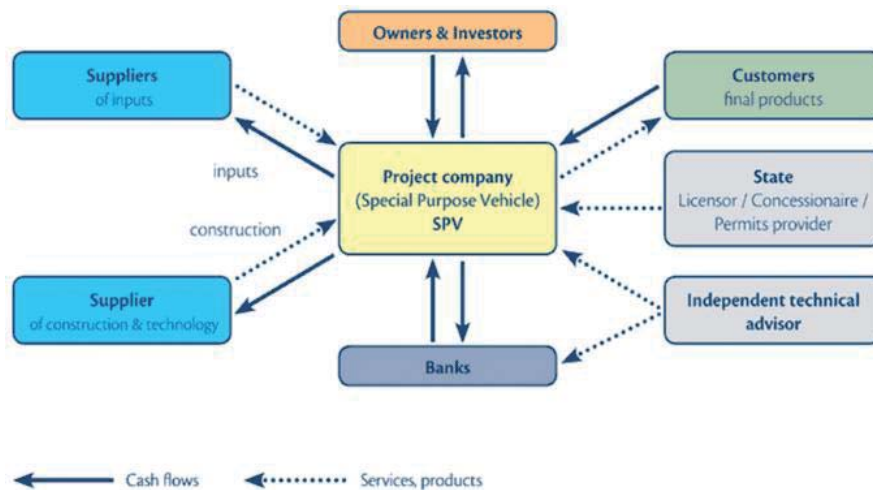
22 Le financement de projet : une solution financière encore peu développée en matière environnementale

220 Un modèle pour le financement de projet

L'étude de cas concrets montre l'importance de la coordination des collectivités locales, des promoteurs, des investisseurs immobiliers, et des fournisseurs de réseaux nationaux. Le temps du professionnel de l'immobilier et celui du responsable public préoccupé de considérations durables peut être différent. Un horizon long pour le professionnel de l'immobilier peut être court pour le politique ou le responsable d'infrastructures.

Une piste de réflexion pourrait être de penser la place de l'immeuble dans la Ville Durable, en cherchant à faire bénéficier l'acteur immobilier des choix en faveur de l'immobilier durable que celui-ci est prêt à supporter. Considérons un exemple concret : le choix d'un promoteur immobilier résidentiel de redévelopper un site résidentiel en milieu urbain est coûteux, en termes de prix initial du foncier, de risque de recours du projet, ou de prix de construction même. Ceci dit, ce choix profite à la collectivité dans la mesure où il favorise la densification, ou limite par exemple les déplacements en automobile au profit de déplacement en transports en commun. Le moindre gain de l'acteur immobilier peut être compensé par la captation d'une part des externalités positives que le projet a généré au niveau local, sans nécessairement faire appel aux subventions étatiques. Toujours dans l'exemple fictif que nous considérons, si le développement immobilier a pour impact une augmentation du trafic en transport en commun, il serait légitime qu'une part de la marge induite de l'entreprise de transport soit consacrée à l'acteur immobilier, soit par une somme qui lui est directement allouée à la livraison ou la commercialisation de l'immeuble, soit par une ponction durable d'une part des recettes de l'entreprise de transport.

Le modèle du Financement de Projets offre des pistes de réflexions intéressantes. Le cœur d'un mécanisme de Financement de Projets est de permettre à chaque intervenant d'un projet de grande ampleur (client, actionnaire, banques de financement, fournisseur, Etats et collectivités locales) d'intervenir, à due proportion de leur appétence pour le projet et de leur participation à la réussite du projet, capitalistiquement dans la société de détention du projet.



Notes:

Sponsors may be beside an investor also in a role of a supplier, a customer or the state – accordingly how much the subject is interested on a particular project and what risks it bears. Some roles may overlap (e.g. investor and customer).

Toujours à titre d'exemple, on peut percevoir aisément qu'il existe une dynamique positive entre le développement, ou le redéveloppement, d'un quartier d'une part, et la construction d'infrastructures publiques pour accompagner ce développement. Aucun n'a de sens sans l'autre. L'approche classique de l'aménagement urbain est de faire transiter cette relation par le prix du foncier seul ; cette approche, si elle est simple et déjà existante, laisse toutefois la place à des approches alternatives, telles que par exemple la prise de participation des acteurs immobiliers des recettes d'une part des infrastructures publiques.

On voit que la question de l'innovation dans l'immobilier durable est avant toute chose une question de regard, et de mise en perspective. Ce constat nous amène à considérer également la nécessité d'une prise de conscience sociétale avant que des solutions de financement innovantes ne puissent être considérées.

221 La priorité du financement de l'immobilier réside avant tout dans l'émergence d'une prise de conscience sociétale

La systématisation de mesures d'empreinte écologique individualisée reste un préalable nécessaire...

La question porte avant tout sur la nécessité des acteurs de s'accorder sur des définitions pertinentes de l'empreinte écologique. La question de l'immobilier durable ne peut se réduire à la question énergétique, ni même à la question carbone, mais doit intégrer une vision plus large de la durabilité. Par exemple, le développement de bâtiment à haute performance énergétique en zone périurbaine reste peu compatible avec les principes d'un développement durable. Au contraire la réhabilitation a minima de bâtiments collectifs énergivores à la proximité immédiate des grandes villes peut être beaucoup plus pertinente du point de vue de la durabilité. La recherche de la mesure de l'empreinte écologique constitue un enjeu scientifique, technique, mais également politique, car il relève de la définition du vivre-ensemble.

... au financement de démarches éducatives des occupants et propriétaires

La première démarche porte évidemment sur une obligation de publicité des acteurs concernés. En ce sens, les professionnels de l'immobilier, partenaires financiers, investisseurs et promoteurs peuvent être contraints à rendre publique leur démarche vis-à-vis des enjeux du Développement Durable. Une démarche spontanée des professionnels existe en ce sens. L'application concrète pourrait être, par exemple, de rendre publique la part des crédits qu'une banque consacre au développement à caractère durable, ou la part des immeubles labellisés dans le patrimoine d'une foncière.

Un risque d'une telle obligation, si celle-ci est appliquée trop uniformément, pourrait avoir pour conséquence de rendre moins attractive pour les professionnels de l'immobilier la restructuration du parc existant. Ainsi, par exemple, un investisseur qui se spécialiserait dans la revalorisation de friches environnementales aux abords des grandes villes pourrait présenter des résultats moins spectaculaires qu'un investisseur dédié à l'immobilier vert, bien que son action soit plus pertinente du point de vue du Développement Durable. Une grande liberté doit donc être laissée dans le choix des indicateurs les plus adaptés en matière de communication.

3 Contributions ...

L'objet du Groupe de Travail ne se limite pas à un simple état des lieux de la question du financement de l'Immobilier Durable, mais vise également à offrir des pistes de réflexions et d'actions pour créer un cadre incitatif favorisant des bâtiments moins consommateurs en ressources rares, espace et énergie principalement.

La première question porte donc sur la problématique de l'espace. Notre introduction nous a permis d'appréhender les enjeux environnementaux de l'étalement urbain, et la nécessité à ce titre de chercher à densifier les abords des villes pour réduire la pression foncière sur les espaces périurbains. La Groupe de Travail propose des pistes concrètes sur ce thème. Rendre plus coûteuse la rétention foncière, améliorer la transparence du marché foncier, favoriser la reconversion des terrains pollués et développer des solutions de démembrement foncier sont des pistes prometteuses.

La maîtrise environnementale implique également de s'accorder sur des normes de qualité. Entreprendre des travaux d'amélioration de la qualité du bâti suppose la définition d'un vocabulaire commun, d'objectifs partagés, et donc, en définitive, de mesures communément admises. La problématique de la mesure est perçue comme essentielle par le Groupe de Travail, et ce dernier propose d'approfondir trois pistes de réflexion. Tout d'abord, il s'agit de souligner l'importance d'établir, pour les bâtiments neufs, un label commun, international, et facilement compréhensible par les acteurs. Toutefois, l'approche de la labellisation, si elle est pertinente pour les bâtiments neufs, se révèle moins facilement applicable pour les bâtiments existants, et la mesure énergétique apparaît pour ces bâtiments l'approche la plus aisée à mettre en œuvre et la plus pertinente ; dans ce cadre, des pistes d'amélioration des mesures énergétiques sont considérées. Enfin, la contribution insiste sur l'importance de méthodologies partagées et sûres, pour apporter la preuve de la conformité d'un bâtiment par rapport à un label, ou à une performance énergétique attendue, et ce à tous les stades d'un projet d'immobilier, de la conception des travaux à l'utilisation effective du bâtiment.

Enfin, le Groupe de Travail souligne que les travaux d'amélioration énergétique des bâtiments se heurtent souvent à des difficultés de financement pour les particuliers. Le Groupe de Travail propose d'approfondir deux dispositions originales pour faciliter l'accès au fonds nécessaires aux travaux d'amélioration environnementale. La première piste concerne les dispositifs étatiques, et propose la mise en place d'un Plan Epargne Energie, qui fonctionnerait sur le même mécanisme que le Plan Epargne Logement, mais permettrait de fusionner les dispositifs étatiques déjà existants, et parfois difficiles à appréhender, que sont l'Eco-PTZ, le PEL et le CEL. La seconde piste de réflexion propose de favoriser les investissements énergétiques par des acteurs professionnels, des Sociétés de Tiers-Investissement (STI). Cette solution implique de favoriser l'émergence d'acteurs spécialisés dans ce domaine de compétence, à la fois financier, immobilier et technique. Pour développer ce secteur d'investissement, et en particulier limiter les risques opérationnels que ces travaux techniques impliquent, le Groupe de Travail propose la constitution d'un fonds de garantie, pour pallier les carences du secteur de l'assurance traditionnelle.

30 Contribution 1 : la question foncière

La problématique de la densification urbaine, et la question foncière sont inséparables. La priorité doit être de libérer des capacités foncières dans les zones tendues. Il s'agit donc d'identifier les blocages limitant la disponibilité foncière dans ces zones, pour proposer des pistes de solution.

300 La rétention foncière : un investissement rentable

L'acquisition d'un terrain, au même titre que les matières premières, ne produit pas de rendement récurrent. Toutes choses égales par ailleurs, son prix devrait rester stable. Le rendement de l'investissement étant nul, un déstockage des terrains disponibles devrait, théoriquement, intervenir immédiatement. La réalité montre le phénomène inverse.

Ainsi, le prix des terrains a connu une forte progression depuis quelques années, et l'augmentation forte des prix, ceux du logement notamment, est significativement imputable à la hausse des prix du foncier. En théorie encore, la hausse des prix du foncier devrait dynamiser les transactions foncières. Or le rythme des transactions foncières ne progresse pas avec la hausse des prix.

Ce paradoxe est explicable par deux phénomènes principaux : d'une part l'anticipation d'une augmentation du prix du foncier par les propriétaires, et d'autre part un coût de stockage nul, voire négatif.

Les propriétaires ont des raisons légitimes d'anticiper une hausse des prix du foncier. Tout d'abord, la pénurie foncière permet d'entretenir la hausse tendancielle des prix. De surcroît, les très nombreuses règles d'urbanisme, et la prolifération réglementaire, peuvent avoir un effet désincitatif sur la mobilisation foncière. En effet, l'attente d'une amélioration des conditions urbanistiques devient d'autant plus pertinente que certaines dispositions cruciales en matière d'urbanisme sont établies directement par les municipalités, favorisant ainsi la prise en compte d'intérêts locaux. Cet aspect avait déjà été souligné dans un rapport précédent du Conseil d'Etat (« urbanisme, pour un droit plus efficace », rapport élaboré par un groupe de travail présidé par le conseiller Daniel Labetoulle).

Le coût de stockage du foncier disponible est également un problème. La taxe sur le foncier non bâti se caractérise aujourd'hui par un rendement faible et un effet incitatif quasiment nul. D'une part, son produit est très faible. D'autre part, sa structure est indolore sur des terrains ayant une valeur vénale élevée, qui restent taxés en fonction de leur usage actuel, et non de leur prix. Plus encore, les terrains à bâtir sont fiscalement classés comme friches tant qu'ils ne sont pas entrés dans le processus d'urbanisation, incitant donc à les maintenir dans ce classement urbanistique. La rétention foncière est, en outre, favorisée par un système fiscal qui taxe les plus-values de manière fortement dégressive dans le temps, pouvant impliquer un coût de stockage négatif du foncier.

Cette pratique de rétention foncière, n'est pas uniquement le fait d'acteurs privés, mais peut également être menée par des acteurs publics, parapublics, ou mixtes. On ne s'étendra pas sur les quelques très grands propriétaires fonciers publics - par exemple l'AP-HP, SNCF, RFF, EDF, et bien sûr l'Etat - qui ne contribuent guère à la mobilisation du foncier disponible.

Ainsi, la rétention foncière n'est pas un comportement coupable, mais un comportement économiquement rationnel. La première disposition en faveur de l'augmentation de l'offre passe donc tant par un renchérissement du coût de stockage du foncier dans les zones tendues, dans lequel la fiscalité doit avoir un rôle central, que par une plus grande stabilité des règles urbanistiques. Une mesure concrète serait d'imposer une taxation de la plus-value de cession des terrains qui augmenterait en fonction de la détention du foncier dans les zones tendues, afin de rendre coûteux les comportements de rétention foncière.

301 Favoriser la transparence du marché

Le marché foncier se caractérise par une forme d'opacité. Ceci est tout d'abord lié aux particularités même du marché foncier. Ainsi, les prix des terrains sont difficilement comparables entre eux sans prise en compte de certaines caractéristiques-clé, et notamment, des contraintes urbanistiques d'édification (classement et constructibilité essentiellement). On ne peut alors établir de travaux rigoureux sur des données aussi disparates : des terrains agricoles peuvent se vendre à plusieurs centaines d'euros par m² tandis que d'autres terrains, pouvant offrir l'apparence de la constructibilité, pourront être cédés à des prix dix fois inférieurs. La polémique permanente sur les évaluations foncières du service des Domaines traduit ce fait.

Quand bien même le prix serait renseigné par les notaires lors des transactions, le fichier des actes de mutation établi par le service des notaires est soumis à un accès restreint et coûteux. Il est dans l'intérêt de tous les acteurs de ce marché de bénéficier d'une information plus fiable et plus facilement accessible. En ce sens, l'initiative du Service d'Observation et des Statistiques du Commissariat Général au Développement Durable du Ministère de l'Ecologie apporte déjà des éléments d'informations significatifs, et permet la diffusion de statistiques importantes pour les acteurs.

302 Elargir l'offre : le cas des terrains pollués

Augmenter l'offre passe par l'incitation à la vente des fonciers disponibles certes, mais également par l'augmentation de la disponibilité même des fonciers. De nombreux terrains, pourtant situés dans des zones connaissant une pression foncière forte, demeurent à l'état de friches, dans la mesure où ils souffrent de pollutions résultant d'usages antérieurs. Les mécanismes de traitement de ces pollutions, et de financement des travaux de dépollution, demeurent insatisfaisants.

L'on s'accorde sur la rareté du foncier mobilisable en milieu urbain ou périurbain pour faire face notamment à la pénurie de logement. Or ce foncier existe, mais souvent sous forme de friches assez lourdement contaminées. A titre illustratif, la base de données Basol du Ministère de l'Ecologie, du Développement Durable, des Transports et du Logement (MEEDDTL) relative aux sites et sols pollués ou potentiellement pollués recense à ce jour de l'ordre de 4.500 sites pollués en France.

Un site est traditionnellement pollué du fait d'anciens dépôts de déchets ou d'infiltration de substances polluantes et susceptibles de provoquer une nuisance ou un risque pérenne pour les personnes ou l'environne-

ment. La pollution, souvent d'origine industrielle, est due à des fuites ou à des épandages de produits chimiques ou à d'anciennes pratiques sommaires d'élimination des déchets.

La réhabilitation d'un foncier contaminé suppose sa dépollution et son aménagement, deux éléments étroitement liés. En effet, l'approche française est de fixer les objectifs de dépollution selon l'usage envisagé du site, c'est-à-dire celui auquel le détenteur le destine. L'objectif poursuivi étant très souvent la mutation d'un site à un usage non industriel, le traitement de la pollution en fonction de l'usage futur d'un site - par exemple résidentiel - suppose que son détenteur ait, dès l'amont du projet de réhabilitation, une idée assez précise du programme immobilier qui pourra être mis en œuvre. Dans ce cadre, un dialogue approfondi avec les collectivités s'agissant de l'aménagement et du changement d'usage envisagé – via par exemple un changement du programme local d'urbanisme (PLU) – doit être initié par les porteurs de projets très tôt dans le processus de réhabilitation.

Sachant que la dépollution des sols consiste principalement à rendre le sol et le sous-sol d'une zone apte à un nouvel usage, le porteur d'un projet de réhabilitation doit identifier un programme immobilier susceptible d'absorber les coûts de dépollution et de dégager une rentabilité économique. Une fois cette étape franchie, il devra financer les coûts d'acquisition, de dépollution et d'aménagement du site et supporter les risques financiers inhérents à ces étapes de la réhabilitation.

Traditionnellement, ce travail de dépollution est pris en charge par les promoteurs directement. Or ce travail de dépollution suppose des savoir-faire spécifiques, que ne maîtrisent pas forcément les promoteurs. La conséquence est que le marché en l'état ne peut traiter certaines opérations rentables, tant économiquement, que du point de vue de l'intérêt général, en raison de la faible présence d'acteurs spécifiques sur ce segment de la création de valeur immobilière. Certains acteurs se sont positionnés récemment sur la réhabilitation de fonciers pollués en zone urbaine. C'est le cas par exemple du fonds Ginkgo, un véhicule dédié à la réhabilitation durable de friches significativement contaminées, qui bénéficie notamment de l'appui de la Caisse des Dépôts et de la Banque Européenne d'Investissement.

À ce jour, aucun mécanisme de financement bancaire n'existe pour les projets de réhabilitation de fonciers pollués en amont de la phase de développement immobilier. Ceci signifie que les opérations d'acquisition, de dépollution et d'aménagement d'un foncier urbain pollué doivent être entièrement financées en fonds propre par les porteurs de projets. Les collectivités publiques ayant de plus en plus de difficultés à financer la phase acquisition-dépollution-aménagement associée au recyclage d'un foncier et les promoteurs immobiliers traditionnels ne se positionnant qu'au stade du développement proprement dit, il ne reste que peu d'intervenants pour financer les projets de recyclage de fonciers pollués. Il devient tout à fait nécessaire, pour accompagner ces nouveaux acteurs du marché, que les financiers, et notamment les établissements de crédits, développent de nouvelles aptitudes à évaluer le risque de ce type de projet.

303 Aider la demande sociale

L'immobilier durable et son financement implique également un volet social. Le niveau de prix sur le logement aujourd'hui exclut une part de la demande potentielle, insolvable dans les conditions actuelles de marché.

Parallèlement, la charge foncière peut représenter sur certains développements une part considérable de la valeur vénale de l'immeuble construit. Le démembrement de propriété, pas le biais de bail emphytéotique, de concession immobilière ou de bail à construction, est un moyen de financer des ménages qui ne pourraient accéder au marché sans de telles aides. Le terrain est mis à disposition du ménage par une formule de bail de longue durée. Le loyer foncier, très minoré, constitue la forme prise par l'aide de la collectivité ou de l'Etat. Ainsi cette formule permet d'éviter que l'efficacité de l'aide de la collectivité ne soit réduite par la hausse du prix du foncier qu'elle a induite.

Le démembrement est une approche courante dans d'autres pays européens, comme la Grande-Bretagne, la Suède ou les Pays-Bas. Généralisé à plus grande échelle, le démembrement peut devenir une source de revenu complémentaire pour les collectivités et l'Etat. Cette disposition a été utilisée en France sur quelques opérations (par exemple les Hospices Civils de Lyon, certains développements du Front de Seine à Paris), mais demeure rare en France.

Enfin, la solution du démembrement est à mettre en perspective avec l'importance des zones réservées en France, parfois situées dans des zones tendues, et adaptées à de nouveaux développements. Le démembrement offre la possibilité de résoudre à brève échéance un problème de disponibilité foncière, tout en offrant aux acteurs publics l'opportunité de recouvrer la pleine propriété du bien à l'issue de la période d'usage.

31 Contribution 2 : mesures de la performance énergétique

Nous avons souligné précédemment l'importance des problématiques de mesure dans l'amélioration du parc immobilier. Des méthodes de mesure, non seulement rigoureuses, mais partagées entre les différents acteurs du marché, constituent un préalable nécessaire à une amélioration au moindre coût et plus rapide des performances énergétiques.

310 Analyse multicritère : l'importance du label

Comme nous l'avons vu en introduction, les labels existants, tant au plan national qu'international, sont divers, et souvent complexes à appréhender. Le premier objectif d'une norme est d'être pertinent, simple, et reconnue dans son marché.

Selon le groupe de travail, la démarche d'harmonisation devrait être centrée sur le projet HQE Performance que mènent ensemble l'association HQE, la DHUP, l'ADEME et les organismes certificateurs, Cerqual, Cequami et Certivéa. Ces parties prenantes, en accord avec d'autres organisations internationales et notamment l'association SB Alliance, centrent leur analyse sur les sept critères suivants : énergie (consommations énergétiques réglementaires, consommations énergétiques non réglementaires, consommations énergétiques liées à l'usage du bâtiment, consommations énergétiques liées aux matériaux de construction), gaz à effet de serre, eau, déchets et rejets liquides, qualité de l'air intérieur, confort thermique et confort acoustique.

Ces critères écartent selon nous la question essentielle de la densification urbaine, et la limitation de l'étalement urbain. Ces questions, comme nous l'avons vu précédemment, constitue une dimension centrale de l'immobilier durable et il est difficile de l'écarter de l'analyse normative. Ceci dit, le label HQE Performance inclut également la prise en compte du transport des usagers, qui permet d'approcher cette notion. Un bâtiment performant doit ainsi être desservi par les transports en commun, facilement accessible et inséré dans un réseau existant. Il est aussi un critère de confort pour l'usager, essentiel pour respecter l'aspect sociétal du développement durable. Un bâtiment tertiaire doit s'insérer dans un réseau social et être au confluent des différentes populations qui contribuent à son activité.

En ce qui concerne les matériaux de construction, ceux-ci font l'objet de Fiches de Déclaration Environnementale et Sanitaire (FDES) qui deviennent ainsi une base de travail incontournable pour alimenter les outils de qualification environnementale des bâtiments. Cette pratique incite à une plus faible utilisation avec le temps des matériaux dépourvus de FDES, et rendant donc plus difficile la certification d'un nouveau bâtiment qui utiliserait des matériaux peu performants. Pourtant, on doit encore regretter qu'un nombre important de matériaux, pourtant essentiels, soient dépourvus de FDES.

Des labels concurrents, élaborés à l'initiative d'acteurs privés ou publics comme Effinergie ou SNI-Environnement, ont permis de mener de travaux préparatoires importants à ce sujet. La vocation de HQE Performance est toutefois de supplanter ces initiatives isolées, en vue de favoriser l'émergence d'un standard national, voire

international. La question de la rapidité d'élaboration du label HQE Performance est essentielle pour assurer cet objectif.

Le logiciel Elodie développé par le Centre Technique et Scientifique du Bâtiment permet d'accéder rapidement aux FDES, et d'en calculer l'impact sur le bâtiment.

311 Analyse monocritère : l'importance de l'aspect énergétique

Les besoins de mesures des particuliers et des investisseurs institutionnels sont différents à bien des égards. Il s'agit certes toujours de permettre une comparaison pertinente de la performance énergétique de biens immobiliers, au moindre coût, le plus rapidement possible, et de façon simple. Ceci dit, les labels existants, le label HQE Performance compris, s'ils conviennent aux besoins des investisseurs, pour les bâtiments neufs notamment, demeurent inadaptés pour les bâtiments existants (en particulier les logements). Ces labels restent trop complexes pour une généralisation à un usage non professionnel.

En ce qui concerne les bâtiments tertiaires existants, une première piste de réflexion serait de considérer un label HQE Performance réduit à sa dimension énergétique, qui serait ainsi plus adapté que le label HQE Rénovation à l'amélioration énergétique des bâtiments tertiaires existants.

La seconde piste de réflexion implique de considérer les dispositifs déjà existants en vue d'envisager de possibles améliorations. Par son utilisation dans la plupart des transactions immobilières, le Diagnostic de Performance Energétique (DPE) est certainement un des indicateurs de performance du bâtiment les plus connus, et largement utilisés. Il a contribué à diffuser auprès du public l'échelle de performances qui est celle de l'Etiquette Energie.

Le DPE a donc sa place parmi les signes de qualité. Ceci dit, depuis sa création et ses extensions successives, l'usage du DPE a toujours été en avance sur sa fiabilité. Il suscite aussi un certain nombre d'incompréhensions du fait de l'écart de ses résultats par rapport à ceux de la réglementation du neuf et des labels énergétiques.

L'amélioration du dispositif du DPE constitue donc un objectif d'intérêt général que le groupe de travail Signes de Qualité a pris en compte dans ses travaux. Des différences d'approches entre le DPE et la réglementation thermique subsistent aujourd'hui. Le DPE prend en compte trois postes de consommation (chauffage, ECS et refroidissement) alors que la RT en adopte cinq (l'éclairage, la consommation des auxiliaires de chauffage, d'ECS et de ventilation étant aussi considérée). De même, la consommation est rapportée à la surface habitable (SHAB) pour le DPE alors qu'elle est rapportée à la SHON (RT 2005) ou à une SHONRT (RT 2012) pour le cadre réglementaire. Compte tenu du caractère global de l'enjeu énergétique, il est proposé de converger vers les mêmes paramètres que ceux utilisés pour la réglementation (les mêmes postes de consommation notamment), et de définir une surface de référence. Cette convergence entre les critères du DPE et de la RT 2012 permettrait, en outre, que le DPE puisse se substituer à l'attestation finale de conformité à la RT 2012, ou tout au moins en devenir un composant, afin de limiter le nombre d'intervenants à l'issue des travaux, et donc les coûts.

Il est également nécessaire de créer une échelle énergétique représentative des futurs logements basse consommation et à énergie positive en développant un maillage plus fin sur les échelles énergétiques supérieures (exemple : niveau A+, changement de couleurs). Plus encore, il semble opportun de faire apparaître l'énergie produite localement (photovoltaïque et cogénération).

Enfin, un traitement différencié entre le neuf et l'ancien doit être envisagé pour favoriser une plus grande lisibilité des DPE. Concernant le neuf tout d'abord, la rubrique Recommandations d'Amélioration Energétique est moins pertinente, les acquéreurs de logement n'envisageant pas de travaux immédiats dans la très grande majorité des cas. Pour les bâtiments existants, l'enjeu serait de ne pas modifier les règles de calcul afin de favoriser la comparabilité des DPE sur tout le parc (avec toutes les difficultés que cette approche suppose dans le cas des équipements collectifs de chauffage, en particulier concernant le sujet difficile de la répartition des consommations énergétiques).

312 La preuve, un préalable à la garantie ou l'assurance

L'objectif premier est de soumettre le maître d'ouvrage à des obligations de résultats en matière de performance énergétique. Pour que ces objectifs deviennent pertinents, la détermination d'éléments probants est essentielle. La performance énergétique peut être appréhendée :

- lors de la conception des travaux, en menant des simulations sur le comportement anticipé du bâtiment
- lors de la livraison des travaux, par des mesures simulées (test à l'étanchéité à l'air, test d'isolation thermique à la caméra infrarouge...), ou par des mesures de la consommation du bâtiment en « marche à blanc »
- durant une période donnée à la suite de la livraison, en considérant les consommations effectives du bâtiment.

Dès lors qu'un protocole de preuve est ainsi établi, le maître d'ouvrage peut engager sa responsabilité, et donc se couvrir par des assurances en conséquence. La détermination d'un protocole de mesure ouvre donc la voie au développement de polices d'assurances énergétiques spécifiques.

Une limite au recours aux consommations effectives doit toutefois être apportée. L'étude des consommations sur plusieurs années reste évidemment la mesure la plus pertinente. Ceci dit, cette solution laisse entier le problème de l'aléa moral tel que considéré précédemment en introduction, et donc du comportement de l'utilisateur final. Plus encore, le délai qu'il suppose pourrait limiter la possibilité pour le propriétaire de se retourner contre le maître d'ouvrage, par exemple si celui-ci venait à cesser son activité.

Enfin, le coût de l'établissement de tels certificats de performance doit rester abordable pour des travaux limités, notamment dans le cas du parc résidentiel. La standardisation des protocoles devient particulièrement importante au regard de cette contrainte.

La priorité réglementaire concerne donc l'uniformisation des protocoles techniques de mesure de la performance aux trois stades précisés précédemment, en vue de permettre la généralisation de mécanismes assurantiels. Cet effort d'uniformisation, pour les bâtiments neufs, est déjà grandement réalisé par la question des labels et des certifications qui s'appliquent aux nouvelles constructions. En ce qui concerne l'amélioration énergétique des bâtiments existants, ce besoin réglementaire est plus présent que jamais, et des améliorations sont nécessaires.

32 Contribution 3 : le plan épargne énergie

Une priorité doit être accordée aux travaux d'amélioration de la performance énergétique. Les projets de travaux peuvent se heurter à des niveaux de taux d'intérêt prohibitifs. Une piste de réflexion serait de chercher à garantir, voire à bonifier, les conditions d'emprunt qu'un particulier peut rechercher.

Le Plan Epargne Logement (PEL) offre une architecture d'un tel dispositif. Rappelons brièvement le fonctionnement du PEL. Le dispositif est mis en place en 1969, et a connu un fort succès jusque dans les dernières années. L'objectif est de faire fructifier l'épargne des ménages sans risque tout en bénéficiant d'un accès privilégié au crédit immobilier.

Le PEL distingue donc en deux phases : Une phase d'épargne, pendant laquelle le souscripteur alimente son PEL sous forme de dépôts réguliers, et une phase de prêt, au cours de laquelle le souscripteur peut effectuer un prêt dont la durée et le montant dépendent des droits acquis (basés sur les intérêts) au cours de la phase d'épargne.

Présentée en Conseil des Ministres le 17 novembre 2010, la réforme du PEL, qui concerne tous les PEL ouverts à compter du 1er mars 2011, prévoit un taux de rémunération réévalué tous les ans, en fonction des taux des prêts immobiliers du moment, avec un minimum de 2,5%. À l'issue de cette réforme, la prime étatique est limitée à 1.000€ pour les logements non verts, augmentée de 500 € pour l'acquisition d'un logement économe en

énergie, et ne s'applique que si la somme empruntée est supérieure à 5.000 €. La durée du PEL est limitée à 15 ans, et les contributions sociales sont désormais prélevées chaque année (et non plus à l'issue de la dixième année tel que précédemment).

Le Plan d'Epargne Energie (PEE) peut être conçu selon le même modèle que le Plan Epargne Logement, avec affectation des fonds épargnés et empruntés à la réalisation de travaux énergétiques. La logique serait de permettre aux titulaires de bénéficier d'un prêt à taux réduit.

Il ne s'agit pas évidemment d'opposer le possible PEE aux autres dispositifs tels que l'éco-PTZ ou les aides fiscales pour l'économie d'énergie. Il est envisageable en effet que les travaux qui seraient éligibles à l'un des dispositifs puissent l'être également aux autres.

Le point central pour favoriser l'émergence d'un PEE est évidemment que le taux préférentiel auquel le PEE permet d'accéder soit véritablement attractif. Le taux actuel bonifié du PEL est de 4,2% ; un taux donc supérieur aux conditions de marché pratiquées sur le marché bancaire hors de toute bonification. Sans un ajustement plus favorable du taux d'intérêt garanti, l'attractivité du PEE pourrait être plus limitée par rapport à d'autres placements.

33 Contribution 4 : le Tiers-Investissement

L'objectif emblématique de division par quatre des émissions de gaz à effet de serre des bâtiments en 2050, comme celle de l'objectif intermédiaire de -38% en 2020 semble, en tendance, difficile à atteindre. Il apparaît donc nécessaire de renforcer l'ampleur ou l'efficacité des outils existants de rénovation énergétique du bâti, et de réfléchir à la mise en place de nouveaux mécanismes permettant de réussir des opérations de rénovation lourde « en une seule fois », plus performantes sur le plan énergétique. Ce besoin d'innovation a été clairement affirmé dans le cadre du Grenelle de l'Environnement.

Le mécanisme de Tiers Investissement (TI) pourrait y contribuer. Il consiste à faire financer une rénovation énergétique immobilière par un tiers, lequel se rembourse en partie sur les économies d'énergies obtenues grâce à cette rénovation et garantit contractuellement l'amélioration de performance énergétique du bâtiment. L'apport du Tiers Investisseur, avec sa capacité à mobiliser et sécuriser les économies d'énergie, doit aider à convaincre les propriétaires immobiliers d'engager une rénovation « facteur 4 », les économies futures pouvant couvrir une partie des investissements, mais pas leur totalité. Cette rénovation doit être globale, pour que les actions à rentabilité rapide puissent compenser les actions à rentabilité plus lointaine.

Pour réussir à engager des opérations de rénovation énergétiques ambitieuses, et développer le principe du tiers investissement, l'émergence de plusieurs types d'acteurs semble nécessaire :

- des Sociétés de Tiers Investissement facteur 4 ;
- un fonds de garantie de performance énergétique ;
- des mécanismes de (re)financement des opérations de tiers investissement matures.

330 Intervenir en tant qu'ensemblier de compétences immobilières

Une STI doit disposer de compétences stratégiques, financières, techniques et énergétiques, ainsi que juridiques et organisationnelles significatives afin de réussir les projets de tiers investissement. Ces compétences sont essentielles à la conception d'offres attractives et maîtrisées et donc à la STI pour se positionner comme un professionnel de la rénovation énergétique globale à performance énergétique garantie sur des opérations de rénovation lourde. Elle doit maîtriser le dialogue avec ses partenaires industriels qui réaliseront les parties techniques de la prestation et maîtriser l'ingénierie juridique et financière du montage pour proposer une offre complète à ses clients. Les expériences réussies les plus intéressantes sur des opérations de faible ambition énergétique (Fedesco en Belgique, Sinerg en France à la fin des années 1980) ont éprouvé ces modèles d'intégration de compétences.

331 Développer l'ingénierie financière de l'opération

La compétence financière est le cœur du principe même du Tiers Investissement. Ce besoin est inhérent au rôle

de Tiers Investisseur, et reste le fondement des montages contractuels proposés ci-après. Le rôle du Tiers Investisseur est de mobiliser les capacités financières nécessaires au financement de l'opération pour le compte de ses clients, au meilleur coût possible. Le Tiers Investisseur doit donc pouvoir intégrer les autres apports dont peut bénéficier son client final (Eco prêts, subventions, TVA à taux réduit, CEE, etc. ce qui n'est généralement pas possible actuellement)

332 Apporter à ses clients la garantie de performance énergétique

L'apport de la garantie de performance énergétique constitue une valeur ajoutée pouvant être décisive sur des opérations intégrant une forte composante de rénovation du bâti. Cette garantie est ensuite majoritairement transférée aux partenaires / sous-traitants industriels et techniques de la STI ou du maître d'ouvrage selon le schéma contractuel retenu. La fourniture de cette garantie suppose une véritable compétence immobilière et énergétique pour maîtriser les risques opérationnels et financiers. Cette capacité « technique » de s'engager sur la performance thermique est particulièrement nécessaire car le marché français ne connaît pas véritablement d'acteurs pérennes proposant des offres techniques intégrées visant des rénovations facteur 4, même si toutes les « briques » de compétences nécessaires existent bien auprès des acteurs du BTP, du génie climatique, des études thermiques etc.

Exemple de Sociétés Opératrices de Tiers Investissement

Le marché français ne connaît pas ou peu d'acteurs naturellement ensemble de compétences immobilières et énergétiques. Une Société de Tiers Investissement positionnée du côté de la structuration de l'offre pourrait avoir un effet d'entraînement et accompagnerait la dynamique de professionnalisation du secteur, notamment pour les PME.

Ici, la Société de Tiers Investissement (STI) contractualise elle-même avec un groupement d'entreprises - ou un acteur lui-même ensemble de compétences immobilières et énergétiques - qui s'engage sur la performance globale des travaux à conduire.

Son rôle vis-à-vis du maître d'ouvrage est clairement d'être un acteur de l'offre. Le contrat liant le client final à la STI est un contrat incluant une garantie de performance énergétique (CPE). La STI est donc en pleine responsabilité vis-à-vis du maître d'ouvrage.

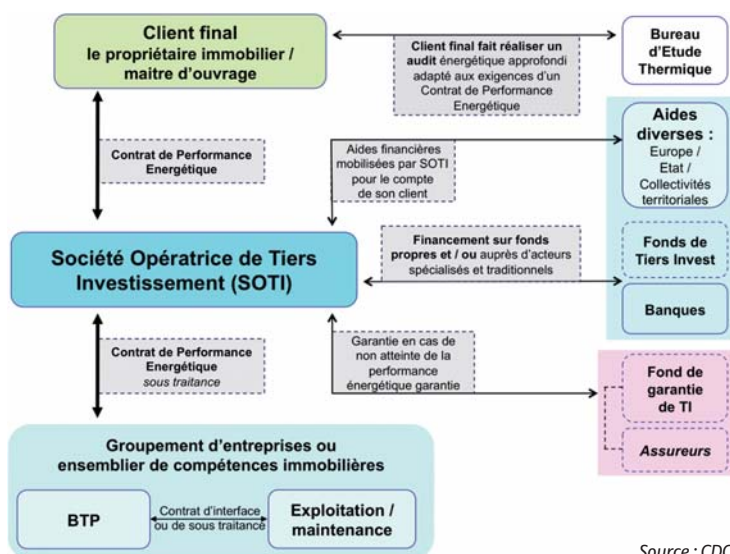


Figure 1 : Société Opératrice de Tiers Investissement avec partenaire ensemble immobilier et énergétique

Source : CDC

Structurer l'offre et la demande : les deux sont nécessaires

Pour connaître un développement des opérations facteur 4 grâce au Tiers Investissement, le marché français a besoin d'acteurs pour structurer le marché, de permettre l'accès des PME à ce marché et de préserver les intérêts des maîtres d'ouvrages, publics et privés, dans une phase d'innovation porteuse de risques.

Les difficultés intrinsèques de ces opérations avec garantie de performance énergétique se situent plutôt du côté de l'offre. Le marché a besoin de voir émerger des acteurs capables d'endosser un rôle d'ensemblier complet et de raisonner à moyen / long terme, afin de proposer une interface simple et unique aux clients / maîtres d'ouvrages.

En complément, la structuration de la demande, aussi bien des personnes publiques que privées, est essentielle pour assurer le développement du marché. En Europe, les pays les plus avancés ont tous développé des structures d'accompagnement des maîtres d'ouvrages publics et privés ayant vocation à structurer leurs démarches et à capitaliser les expériences.

Un fonds de garantie pour soutenir le développement des opérations « facteur 4 » et l'accès des PME au marché

La garantie de performance énergétique dans un montage Tiers Investisseur est une idée nouvelle sur des opérations visant -75% de consommation énergétique. La mise en œuvre de cette garantie est confrontée à plusieurs difficultés, de natures techniques et sociologiques : comment garantir une performance dépendante de la qualité des travaux de plusieurs corps de métiers ? Comment garantir une performance dépendante du comportement des occupants et des conditions d'usage d'un bâtiment ?

Une des valeurs ajoutées d'une Société de Tiers Investissement (STI) est précisément l'apport de cette garantie de performance énergétique ou la négociation de cette garantie.

Pour faciliter cette tâche, il convient d'imaginer un outil pouvant suppléer ou relayer l'intervention des acteurs traditionnels de l'assurance. Les assureurs, confrontés à un marché encore très jeune ou inexistant, indiquent ne pas savoir encore couvrir ce type risque. La création d'un fonds de garantie, qui serait abondée par exemple par l'ensemble des structures de TI intéressées et d'autres acteurs (pouvoirs publics, ...), pourrait sécuriser les montages et intervenir en cas de sinistre important sur une opération.

Ce fonds aurait vocation à disparaître à terme, une fois le marché mature. Le modèle pourrait être celui du fonds de garantie mis en place pour développer le marché de la géothermie dans les années 80.

Un tel fond est particulièrement nécessaire :

- pour les PME / PMI dont les seuls capitaux propres ne seront pas suffisants pour rassurer leurs clients sur l'effectivité de la garantie apportée ;
- pour les opérations de rénovation d'immeubles de logement collectifs.

Ce fonds de garantie devrait être réservé aux opérations d'ambition facteur 3 ou 4 et intervenir en complément ou à la place des acteurs du marché de l'assurance.

**L'INNOVATION
DANS L'IMMOBILIER :**

ANNEXES

- I LABELLISER UN PROJET**
- II FONDS UNIQUE INTERMINISTÉRIEL**
- III REMERCIEMENTS**

I Labelliser les projets

Les projets industriels ou de recherche sollicitant la labellisation de FINANCE INNOVATION sont examinés par un Comité de sélection, sur délégation du Comité de direction, selon les 3 critères suivants :

- Caractère innovant, notamment en termes de techniques employées, de modèles mis en œuvre, de besoins de financement traités, de segments de clientèle visés, de technologies développées ou encore de risques couverts ;
- Caractère stratégique pour l'industrie financière française : nouveaux produits ou nouveaux clients, compétitivité internationale, satisfaction des besoins de l'économie, développement de l'emploi, et plus généralement contribution aux 5 axes stratégiques du Pôle ;
- Caractère crédible : adéquation des compétences des partenaires du projet, faisabilité technique et viabilité financière.

La procédure de demande de labellisation est décrite dans les "conditions générales de labellisation", disponibles auprès du secrétariat du Pôle (secretariat@finance-innovation.org).

Principales étapes de la procédure de labellisation :

1. Prise de contact pour recevoir les informations.
2. Dépôt formel de la demande de labellisation.
3. Instruction du projet et présentation devant le Comité de sélection.
4. Décision du Comité de direction.

Sauf circonstances particulières, le Comité de direction se prononce dans un délai de 2 mois après le dépôt de la demande de labellisation. La réalisation d'une expertise externe peut, le cas échéant, être demandée. Les projets sélectionnés reçoivent une attestation de labellisation par FINANCE INNOVATION.

II Le Fonds Unique Interministériel (FUI)

Le Fonds Unique Interministériel est un dispositif de financement public de la recherche collaborative (Etat et collectivités territoriales). Le FUI dispose d'une procédure unique d'instruction pour l'ensemble des projets R&D collaboratifs de tous les pôles de compétitivité avec deux appels à projets par an (avril et novembre). Sa dotation sur la période 2009-2012 est de 490M €.

Afin d'être éligible un projet doit notamment :

- être collaboratif (rassembler au moins 2 entreprises et un laboratoire de recherche)
- être piloté par une entreprise, réalisant une partie des travaux de R&D
- développer de nouveaux produits ou services innovants
- avoir été labellisé par au moins un pôle de compétitivité
- ne pas avoir fait l'objet d'un autre financement public
- assurer des retombées économiques, notamment en termes de création d'emplois

Le Pôle FINANCE INNOVATION permet la mise en relation avec des partenaires industriels ou de recherche ainsi que des financeurs, et propose un apport méthodologique dans le montage du projet.

TAUX DE FINANCEMENT

1. Entreprises (% des dépenses R&D retenues) :

45% PME en Ile-de-France

30% Entreprises intermédiaires (entre 250 et 2000 salariés) en Ile-de-France

25% Grandes entreprises ou Entreprises intermédiaires hors Ile-de-France

2. Laboratoires publics : 100% des « coûts marginaux »

3. Autres établissements de recherche (EPIC, GIP ou association) : 40% des coûts complets

III Remerciements

Pilotage du projet

Gilbert EMONT
Directeur de Recherche Associé
Institut de l'Épargne Immobilière & Foncière
Vice-Président et Pilote du Projet

Benjamin GALMICHE
Chargé de mission
FINANCE INNOVATION
Coordinateur du Projet

Parrainage des Groupes de Travail

Olivier WIGNOLLES
Allianz Europe
Groupe 1 : Transparence & couverture des risques

Dorian KELBERG
FSIF
Groupe 2 : Epargne & véhicules d'investissement

Guy BERNFELD
Crédit Agricole Immobilier
Groupe 3 : Solvabilisation résidentielle

Christian DELAIRE
AEW Europe
Groupe 4 : Actif financier & outil performanciel

Dominique DUBAND
Crédit Agricole Immobilier
Groupe 5 : Financement de l'immobilier durable

Animation des Groupes de Travail

Denis MOSCOVICI
Foncière des régions
Groupe 1 : Transparence & couverture des risques

Bernard COLOOS
FFB
Groupe 2 : Epargne & véhicules d'investissement

Jean-Claude SZALENIEC
Bowfound's Marignan Immo
Groupe 3 : Solvabilisation résidentielle

Dominique JACQUET
Université Paris Ouest Nanterre
Groupe 4 : Actif financier & outil performanciel

Méka BRUNEL
Ivanhoé Cambridge
Groupe 5 : Financement de l'immobilier durable

Contributeurs

Romain ALLOITEAU – UFG / Jean-Baptiste FAYET – Crédit Agricole CIB / Guillaume FIASTRE – Taliance
Alain LAURIER – PERL / Christophe MONTCERISIER – RBS / Grégoire SIMON-BARBOUX – Société Générale
Pierre SCHOEFFLER – IEIF / Bernard BARET – ASPIM / Yasmine BENHAMIDA – UFG REM / Laurence FHIMA
Société Générale / Alix GUERIN – AFG / Eric GOURDON – AVIVA INVESTORS / François JOUVEN – AKERYS
Patrice ROSSARD – ASPIM / Christophe SCHEIDAUER – PIDFCE / Gérard TISSIER – SENIOR STRATÉGIC
Eric BEAUCE – INNOVATION GESTION / Stéphane BRESSOLLES – IMMOVALOR GESTION / Damien CALMEL
UFG LFP / Didier CORNE DEMAJAUX – BOUYGUES IMMOBILIER / Nathalie DROULEZ – IEIF / Gilles DUTHIL
INSTITUT SILVERLIFE / Silvio ESTIENNE – ING REM / Antoine FAYET – ICADE / Leyla FERHAT – POLE
FINANCE INNOVATION / Jean- François GABILLA – JFG CONSEIL ET DEVELOPPEMENT / Marie-Christine
JOUANNET-ARNAUD – UFG / François JOUVEN – AKERYS / Anass PATEL – 570 AM / Eric QUINTON – FFB
Jean-Pierre SCHAEFER – CAISSE DES DEPOTS / Marc-Olivier PENIN – UFG LFP / Franck PETEL – LINDNER
GROUP / Denis ROGER-MACHART – CAISSE DES DEPOTS / Camille de VERDELHAN – GROUPE CASINO
Hammou ALLALI – Caisse des dépôts / Denis BURCKEL – ICADE / Isabelle DAHAN – MON IMMEUBLE.COM
Elodie DESROCHES – Groupe 3F / Anne LARPIN – TARAMAK / Philippe RICHARD – Fondation Palladio
Bernard ROTH – PERICLES / Bernard THERY – SNI / Lucille THOMAS – Groupe 3F / Michel VIVINIS – BIPE

TABLE DES MATIÈRES

PRÉFACE : « Préparer l'avenir »	p.5
COMITÉ STRATÉGIQUE :	
composition	p.6
COMITÉ STRATÉGIQUE :	
contexte et objectifs	p.7
SOMMAIRE	p.9
SYNTHÈSE	p.11

LE LIVRE BLANC	p.15
INTRODUCTION	p.16
1 Le diagnostic	p.18
10 La crise de la dette souveraine	
11 La finance immobilière dans l'ère du soupçon	
12 La rémunération de l'épargne à l'heure des retraites	p.19
13 Démographie et émergence de la Société des urbains	
14 Le vieillissement	p.20
15 Logement social et appauvrissement	p.21
16 Développement durable et budget global	p.22
2 Propositions	p.23
20 Assurer la transparence du marché et la couverture des risques.	
200 Un indispensable effort de formation	
201 Pour une meilleure qualité de l'information	
202 Une meilleure régulation des investissements	p.24
203 La proposition de produits nouveaux	
21 Épargne et investissement intermédiaire	p.25
210 La professionnalisation dynamise le marché	
211 Des besoins d'investissement importants	p.26
212 La question du logement : quel retour possible ?	p.27
22 Solvabilisation résidentielle	p.28
220 Un contexte de crise	
221 Les zones tendues et la question foncière	p.30
222 Dynamiser la primo accession à la propriété au cœur des agglomérations	p.31
223 Le locatif intermédiaire : une nouvelle approche pour l'investissement intermédiaire	
224 l'émergence de nouvelles demandes	p.33
23 L'immobilier actif financier et outil performant	p.34
230 Quelle valeur de l'immobilier ?	
231 Stratégie des entreprises et immobilier : les prérequis	p.35
232 Externalisation de l'immobilier : moteur ou frein ?	p.36
233 Réflexions sur quelques secteurs spécifiques	
24 Innovation financière et Immobilier Durable	p.37
240 Réflexions sur quelques secteurs spécifiques	
241 Financer l'amélioration de la performance énergétique des immeubles	p.38
242 Développer le tiers investissement en présence de propriétaires trop fragiles pour investir	p.39

243 Faire la ville durable en évitant l'étalement urbain	
244 Un Financement de Projet ciblé sur les éco-quartiers	p.40
245 Un Plan Epargne Energie pour les particuliers	p.41
3 Conclusion	

LES CHANTIERS DES APPELS À PROJETS	p.44
---	------

L'INNOVATION DANS L'IMMOBILIER : RAPPORTS CONTRIBUTIFS	p.47
---	------

RAPPORT N°1 : TRANSPARENCE & COUVERTURE DES RISQUES EXECUTIVE SUMMARY	p.50
--	------

1 Les déterminants de la réflexion	p.52
10 La psychose de la financiarisation de l'immobilier	
11 La recherche de la transparence du marché immobilier	p.53
12 La nécessaire disponibilité du financement immobilier	
13 L'intérêt des contrats dérivés immobiliers	p.55
130 Grandes classes d'actifs et dérivés	
131 Evolution du marché des dérivés immobiliers européens	p.56
132 Utilisation des produits dérivés immobiliers	p.58
133 L'appropriation des dérivés par les acteurs de l'immobilier et les blocages actuels	
2 Les chantiers à développer	p.60
20 L'information	
200 Qualité de l'information	p.61
201 Normalisation des données	
202 Collecte et traitement de l'information	p.62
21 Les indices	
210 Les différentes méthodes de construction des indices de prix immobiliers	p.63
211 Les signaux perturbateurs : bruits et lissages	p.64
212 Indices existants et producteurs d'indices	
22 La gestion des risques	p.68
220 Organisation du marché dérivé	
221 Formation des acteurs	
222 Réglementation et comptabilité	p.69

RAPPORT N°2 : ÉPARGNE & VÉHICULES D'INVESTISSEMENT EXECUTIVE SUMMARY	p.72
---	------

00 Grands enjeux de la problématique	
01 Synthèse des propositions	p.73
010 Propositions sur les fonds non cotés	
011 Propositions pour le développement de nouveaux produits logement	
012 Propositions sur le portage financier	
1 Le rôle dévolu aux investisseurs institutionnels dans le logement : un vrai faux sujet ?	p.77
10 La fonction des investisseurs institutionnels est d'investir	p.80
11 Les difficultés rencontrées par les ménages	p.81

2	Un ou deux véhicules non cotés ?	p.82
20	La question de la liquidité semble résolue	p.84
21	La réforme des OPCI	
3	D' autres axes majeurs de réflexion méritent d'être soulignés	p.86
30	Le marché du financement de l'immobilier d'entreprise	
31	La publication de nouvelles règles prudentielles	p.87
32	Le succès des SIIC	
33	Sorties anticipées : comment concilier absence de cotation et sortie en plus-values en SCPI hors cas de cession de l'immeuble ?	
4	Du nécessaire développement de nouveaux produits	p.88
40	Pour une incitation fiscale pérenne	
41	Sortir de la marginalité le logement privé social	p.90
42	Développer l'usufruit locatif social	
420	L'ULS : une solution adaptée aux classes intermédiaires	p.92
43	Le portage dans le médico-social	p.93
430	L'approche des investisseurs institutionnels : le médico-social	
431	Les atouts de l'immobilier médico-social pour un investisseur institutionnel	
432	L'intérêt pour un opérateur du secteur de céder ses murs	p.94
433	Des résultats très mitigés	p.95
44	Développer le Viager	p.96
45	Le portage foncier	p.97
450	Avantage du leasing foncier pour l'acquéreur	

RAPPORT N°3 : SOLVABILISATION RÉSIDENTIELLE

EXECUTIVE SUMMARY	p.102	
00	Grands enjeux de la problématique	
01	Synthèse des propositions et appels à projet	
1	Introduction	p.104
2	Un pays en profonde mutation face à un système peu fluide	p.105
20	Quels besoins satisfaire ?	
21	Inélasticité de l'offre et problème foncier	p.106
22	La qualité : une victoire en attendant Grenelle	p.107
23	L'accession à la propriété et l'étalement urbain	
24	Rationalité économique de l'investissement locatif	p.108
25	La dérive des solvabilités	p.109
26	De quelques évolutions structurantes	p.110
3	Des propositions pour mieux anticiper les évolutions ou aider à sortir des impasses	p.111
30	Le foncier et les zones tendues	
31	Dynamiser l'accession à la propriété au cœur des agglomérations	p.112
310	Dynamiser la primo accession par le parc social	
311	Redynamiser les formules d'accession progressive à la propriété, en introduisant la notion de nue-propriété	p.113

312	Différer l'achat du foncier	p.114
313	Mettre en place des financements à partage de plus-value	
314	Réactiver les formules de financement intergénérationnel	
4	Le locatif à la croisée des chemins	p.116
40	De l'improbable retour des investisseurs professionnels	p.117
41	Sécuriser l'investissement fiscal des particuliers	p.119
42	Dynamiser la gestion du parc social en faisant émerger un véritable logement intermédiaire	p.120
43	Les organismes de logement social au cœur des dispositifs du logement locatif intermédiaire	p.121
44	Le démembrement du droit de propriété pour développer une offre nouvelle de locatif conventionné	p.122
5	Du vieillissement et de l'émergence de demandes nouvelles	p.123
50	Seniors valides et niveau des retraites	p.124
500	Faciliter la constitution d'un patrimoine (épargne retraite logement)	
501	Aider à l'investissement dans le locatif intermédiaire	
502	Dynamiser le viager résidentiel	p.125
51	Handicap et dépendance : les nouvelles demandes	p.126
510	Développer l'investissement pour la location intermédiaire	
511	Favoriser l'émergence de « l'habitat adapté »	

RAPPORT N°4 : ACTIF FINANCIER & OUTIL PERFORMANCIEL

EXECUTIVE SUMMARY	p.131	
1	La problématique de la valeur	p.133
2	Stratégie des entreprises et immobilier : moteur ou frein ?	p.134
20	L'internalisation de l'actif immobilier, pilier stratégique du développement	p.135
21	Quand l'externalisation immobilière constitue un moteur de développement	
210	Estimation de la valeur des biens immobiliers	
211	Pertinence de l'externalisation pour l'entreprise	p.136
212	Cas des cessions contraintes	
213	Choix du montage financier et fiscal	
214	Termes et modalités de location	
3	Réflexions sur des secteurs spécifiques	p.137
30	Le médical et le médico-social	
300	Un rendement en adéquation avec un risque nouveau	p.138
301	Une dispersion du risque	
302	Un locataire de premier ordre	
303	Une source de financement de la croissance	
304	Un contexte fiscal favorable	p.139
31	Le point de vue des PME	
310	Constats préalables	

311	Esquisse de solution pour les PME	p.140
312	Esquisse de solution pour les start-ups	
313	Prendre en main l'éternel préalable foncier	
32	Les nouvelles données du commerce	p.141
320	Internalisation	
321	Externalisation	p.142
322	Schémas hybrides	
33	La logistique	p.143
4	Enjeux comptables, fiscaux et réglementaires	
40	Enjeux comptables et fiscaux	
400	Situation actuelle	p.144
401	Point sur les évolutions comptables et fiscales	
402	Les conséquences prévisibles de ces évolutions	
403	Quelques pistes de réflexion	p.145
41	Enjeux réglementaires	p.146
410	Bâle III et fonds propres des banques	
411	Solvency II et stratégie immobilière des assureurs	p.147
52	Un problème technique : une appréciation faussée du risque et de la corrélation	
5	Conclusion générale	p.150

RAPPORT N°5 : FINANCEMENT DE L'IMMOBILIER DURABLE

EXECUTIVE SUMMARY p.153

00	Problématique	
01	Résumé du développement	p.154
02	Résumé des contributions	
1	Financer l'amélioration de la performance environnementale des immeubles	p.156
10	Complexité normative : la nécessité d'harmoniser les normes pour faciliter le financement	
100	Historiquement, l'approche française se focalise sur la performance énergétique d'un immeuble...	
101	... au détriment d'autres dimensions d'analyse de la performance environnementale, mieux prises en compte dans d'autres pays...	p.158
102	Plaçant les acteurs dans un environnement normatif difficile à appréhender dans le cadre de leur décision d'investissement	p.160
11	Le financement classique : Une piste de réflexion intéressante, mais qui ne semble pas à la hauteur des enjeux	
110	L'économie de charges que permet la démarche environnementale pourrait ne pas être efficace sur l'intégralité des actifs	
111	Création de valeur verte ? une situation contrastée...	p.161
12	Les solutions d'aide à l'investissement ou de tiers-investissement sont une piste de financement féconde, mais qui nécessite le développement de garantie de performance environnementale	p.162
120	L'internalisation des externalités positives	
121	Le tiers-investissement, et notamment la technique du démembrement, pourrait offrir une nouvelle voie de financement	p.163

122	La question principale est dès lors de garantir le rendement des travaux réalisés, notamment par des dispositifs de type assurantiel	
2	Financer la ville durable : un enjeu politique de géographie urbaine . p.164	
20	Renouveler la ville ? Un enjeu urbanistique majeur	
200	Les dynamiques urbaines actuelles sont peu propices à la réhabilitation du parc existant...	
201	Ce qui pose avec d'autant plus d'acuité le problème des coûts de réhabilitation estimés au niveau macroéconomique	
202	Et rend nécessaire l'apparition de nouveaux acteurs dédiés au renouvellement urbain	p.165
21	Ville et dynamique publique : le rôle moteur de l'Etat et des collectivités pour repenser l'espace urbain	p.166
210	La problématique de l'étalement urbain	
211	Les temps de retour des investissements d'immobilier durable impliquent de nouvelles dynamiques dans les partenariats publics-privés	p.168
22	Le financement de projet : une solution financière encore peu développée en matière environnementale	p.170
220	Un modèle pour le financement de projet	
221	La priorité du financement de l'immobilier réside avant tout dans l'émergence d'une prise de conscience sociétale	p.171
3	Contributions ...	
30	Contribution 1 : la question foncière	p.172
300	La rétention foncière : un investissement rentable	
301	Favoriser la transparence du marché	p.173
302	Elargir l'offre : le cas des terrains pollués	
303	Aider la demande sociale	p.174
31	Contribution 2 : mesures de la performance énergétique	p.175
310	Analyse multicritère : l'importance du label	
311	Analyse monocritère : l'importance de l'aspect énergétique	p.176
312	La preuve, un préalable à la garantie ou l'assurance	p.177
32	Contribution 3 : le plan épargne énergie	
33	Contribution 4 : le Tiers-Investissement	p.178
330	Intervenir en tant qu'ensemblier de compétences immobilières	
331	Développer l'ingénierie financière de l'opération	
332	Apporter à ses clients la garantie de performance énergétique	p.179

ANNEXES	p.181	
I	Labelliser les projets	p.182
II	Le Fonds Unique Interministériel (FUI)	
III	Remerciements	p.183
Pilotage du projet		
Parrainage des Groupes de Travail		
Contributeurs		

TABLE DES MATIÈRES	p.184
-------------------------------------	-------



Palais Brongniart
28, place de la Bourse - 75002 PARIS
Tél. : 00 33 (0)1 73 01 93 86
Fax : 00 33 (0)1 73 01 93 28
contact@finance-innovation.org

LIVRE BLANC DE L'INNOVATION DANS L'IMMOBILIER

Propriété exclusive du Pôle FINANCE INNOVATION
Palais Brongniart – 28, place de la Bourse – 75002 PARIS

Directrice de la publication :
Joëlle DURIEUX

Directeur de projet :
Gilbert EMONT

Responsable édition et de la coordination :
Kristell LE NADAN

Responsable du contenu :
Benjamin Galmiche

Création et Mise en page
AZIMUT Agence de communication
28, rue Notre Dame des Victoires 75002 PARIS
Tél. : 00 33 (0)1 42 96 32 23
ph.vermeulen@azimut-md.com
www.azimut-md.com

Impression
PUBLISERVICES
14, rue Saint Lazare 75009 PARIS
Tél. : 00 33 (0)1 53 20 32 80
Fax : 00 33 (0) 1 53 20 32 88

Conformément à la Loi n° 78-17 relative à l'informatique et la liberté, toutes personnes mentionnées bénéficient d'un droit d'accès et de rectification aux données les concernant pour les éditions futures auprès de FINANCE INNOVATION. Tous droits réservés. Toute reproduction même partielle du présent Livre Blanc par quelque procédé que ce soit est interdite sauf autorisation expresse de l'éditeur. Le droit d'utiliser les informations contenues dans cet ouvrage est strictement réservé à son acquéreur pour ses besoins personnels conformément à la loi du 11 mars 1957 sur les droits d'auteur.

Copyright 2012 - Pôle FINANCE INNOVATION Paris - Prix de vente public : 50 €



Palais Brongniart
28, place de la Bourse - 75002 PARIS
Tél. : 00 33 (0)1 73 01 93 86
Fax : 00 33 (0)1 73 01 93 28
contact@finance-innovation.org