

N° 180

# SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2017-2018

---

---

Enregistré à la Présidence du Sénat le 19 décembre 2017

## RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

*au nom de la commission des affaires économiques (1) sur la **place des investisseurs institutionnels dans le marché locatif résidentiel,***

Par Mme Dominique ESTROSI SASSONE,

Sénateur

---

(1) Cette commission est composée de : Mme Sophie Primas, *président* ; Mme Élisabeth Lamure, MM. Daniel Gremillet, Alain Chatillon, Martial Bourquin, Franck Montaugé, Mmes Anne-Catherine Loisier, Noëlle Rauscent, M. Alain Bertrand, Mme Cécile Cukierman, M. Jean-Pierre Decool, *vice-présidents* ; MM. François Calvet, Daniel Laurent, Mmes Catherine Procaccia, Viviane Artigalas, Valérie Létard, *secrétaires* ; MM. Serge Babary, Jean-Pierre Bansard, Mme Anne-Marie Bertrand, M. Henri Cabanel, Mmes Anne Chain-Larché, Marie-Christine Chauvin, Catherine Conconne, MM. Roland Courteau, Pierre Cuypers, Marc Daunis, Daniel Dubois, Laurent Duplomb, Alain Duran, Mmes Dominique Estrosi Sassone, Françoise Férat, M. Fabien Gay, Mmes Michelle Gréaume, Annie Guillemot, MM. Xavier Iacovelli, Jean-Marie Janssens, Joël Labbé, Pierre Louault, Michel Magras, Jean-François Mayet, Franck Menonville, Jean-Pierre Moga, Mme Patricia Morhet-Richaud, MM. Robert Navarro, Jackie Pierre, Michel Raison, Mmes Évelyne Renaud-Garabedian, Denise Saint-Pé, MM. Dominique Théophile, Jean-Claude Tissot.



## SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
<b>AVANT-PROPOS</b> .....	5
<b>I. LE CONSTAT INITIAL : UN DÉSENGAGEMENT DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DU MARCHÉ LOCATIF RÉSIDENTIEL</b> .....	7
A. UN PATRIMOINE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS QUI ACCORDE UNE FAIBLE PLACE À L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL .....	7
B. UN PARC RÉSIDENTIEL DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS QUI REPRÉSENTE DÉSORMAIS UNE PART MARGINALE DU PARC RÉSIDENTIEL FRANÇAIS .....	8
<b>II. SI UN RETOUR MASSIF DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EST IMPROBABLE, DES AVANCÉES SONT NÉANMOINS POSSIBLES</b> .....	11
A. UN RETOUR SOUHAITÉ .....	11
B. UN NIVEAU DE RENTABILITÉ COURANTE TROP FAIBLE POUR RENDRE ATTRACTIF LE LOGEMENT LOCATIF .....	11
1. <i>Une rentabilité globale élevée...</i> .....	12
2. <i>...Mais une rentabilité courante qui s'est effondrée dans les années 2000</i> .....	14
3. <i>Un redressement de la rentabilité courante de l'immobilier résidentiel improbable à court             terme</i> .....	16
C. SI LE CONTEXTE FINANCIER EST GLOBALEMENT DÉFAVORABLE À UN RETOUR MASSIF DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, QUELQUES FREINS PEUVENT NÉANMOINS ÊTRE LEVÉS.....	17
1. <i>Poursuivre l'action en faveur du développement du logement intermédiaire</i> .....	17
2. <i>Faire évoluer la directive Solvency 2 pour qu'elle ne pénalise pas indument             l'investissement dans le logement</i> .....	18
a) <i>La directive Solvency 2 pose des contraintes prudentielles nouvelles</i> .....	18
b) <i>Des ratios de capital requis construits avec pertinence ?</i> .....	18
3. <i>Réfléchir à un cadre réglementaire conciliant de façon plus satisfaisante protection des             locataires et attractivité pour les investisseurs</i> .....	20
a) <i>Si la rigidité des relations bailleurs/locataires ne saurait suffire à expliquer                 l'atonie du marché locatif résidentiel en France...</i> .....	20
b) <i>...Il ne faut pas s'interdire de réfléchir aux effets positifs qu'une relation                 bailleurs-locataires plus équilibrée pourrait avoir sur l'investissement                 résidentiel</i> .....	20
4. <i>Développer l'incitation à transformer les bureaux en logements</i> .....	22
<b>EXAMEN EN COMMISSION</b> .....	25
<b>LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES</b> .....	27



Mesdames, Messieurs,

La France est d'abord un pays de propriétaires, puisque près de six ménages sur dix possèdent leur logement. Pour autant, le parc locatif privé et social n'est pas négligeable et représente 40 % des logements. Au niveau européen, la France se situe dans la proportion des pays ayant un nombre élevé de locataires.

Le parc locatif privé est composé de logements appartenant majoritairement à des propriétaires personnes physiques. Ces derniers ont en effet été encouragés à investir dans le logement locatif par des politiques publiques incitatives mises en œuvre depuis 1984 (*Cf le dispositif dit Pinel*). Les investisseurs institutionnels, qui se sont désengagés à partir des années 1990 du marché locatif résidentiel, conservent quant à eux la gestion de quelque 200 000 logements, soit moins de 2 % du parc locatif français.

Régulièrement, le retour des investisseurs institutionnels est invoqué car leur capacité financière permettrait, comparée à celle d'un propriétaire bailleur personne physique, de construire et de rénover plus facilement des logements mais aussi de réduire les coûts de gestion du parc locatif.

Votre rapporteur a souhaité comprendre les raisons de leur désengagement et examiner les freins possibles à leur retour sur le marché du logement.

À l'issue de ses auditions, elle est parvenue à la conclusion que si un retour massif des investisseurs institutionnels sur le marché du logement n'est pas envisageable à court terme, aussi longtemps que les prix de l'immobilier resteront à des niveaux aussi élevés et la rentabilité courante à des niveaux aussi bas, néanmoins une évolution de la directive Solvency 2, de la réglementation relative aux relations bailleurs-locataires ou encore du dispositif fiscal prévu pour faciliter la transformation des bureaux en logements pourrait contribuer à lever certains freins au retour des bailleurs institutionnels. Votre rapporteur a émis en conséquence les recommandations suivantes, dont certaines devront être affinées dans le cadre des travaux préparatoires au futur projet de loi relatif au logement.

### Liste des recommandations

***Recommandation n° 1 :*** pour l'application du taux de TVA à taux réduit prévu par l'article 279-0 bis A du code général des impôts, modifier le seuil d'exemption actuellement applicable aux communes comptant déjà plus de 50 % de logements locatifs sociaux pour l'appliquer aux communes ayant 35 % de logements sociaux.

***Recommandation n° 2 :*** Profiter de la période de rediscussion au niveau européen de la directive Solvency 2 pour imposer un capital de solvabilité pertinent au regard des variations de valeur effectivement observées sur le logement.

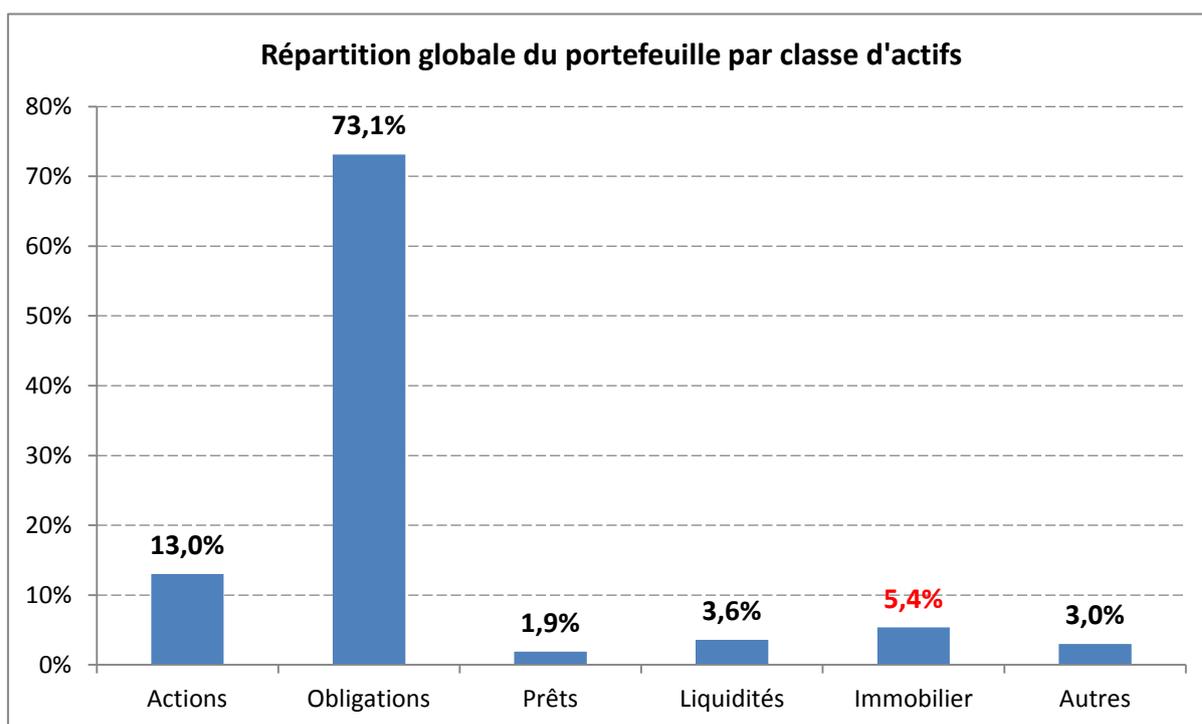
***Recommandation n° 3 :*** Réexaminer la réglementation relative aux relations entre les bailleurs et les locataires en recherchant les voies d'une meilleure conciliation entre protection des locataires et stimulation de l'investissement locatif résidentiel.

***Recommandation n° 4 :*** Assouplir le dispositif de l'article 210 F du code général des impôts favorisant la transformation de bureaux en logements en portant à 6 ans le délai dans lequel les travaux de transformation doivent être réalisés.

## I. LE CONSTAT INITIAL : UN DÉSENGAGEMENT DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DU MARCHÉ LOCATIF RÉSIDENTIEL

### A. UN PATRIMOINE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS QUI ACCORDE UNE FAIBLE PLACE À L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

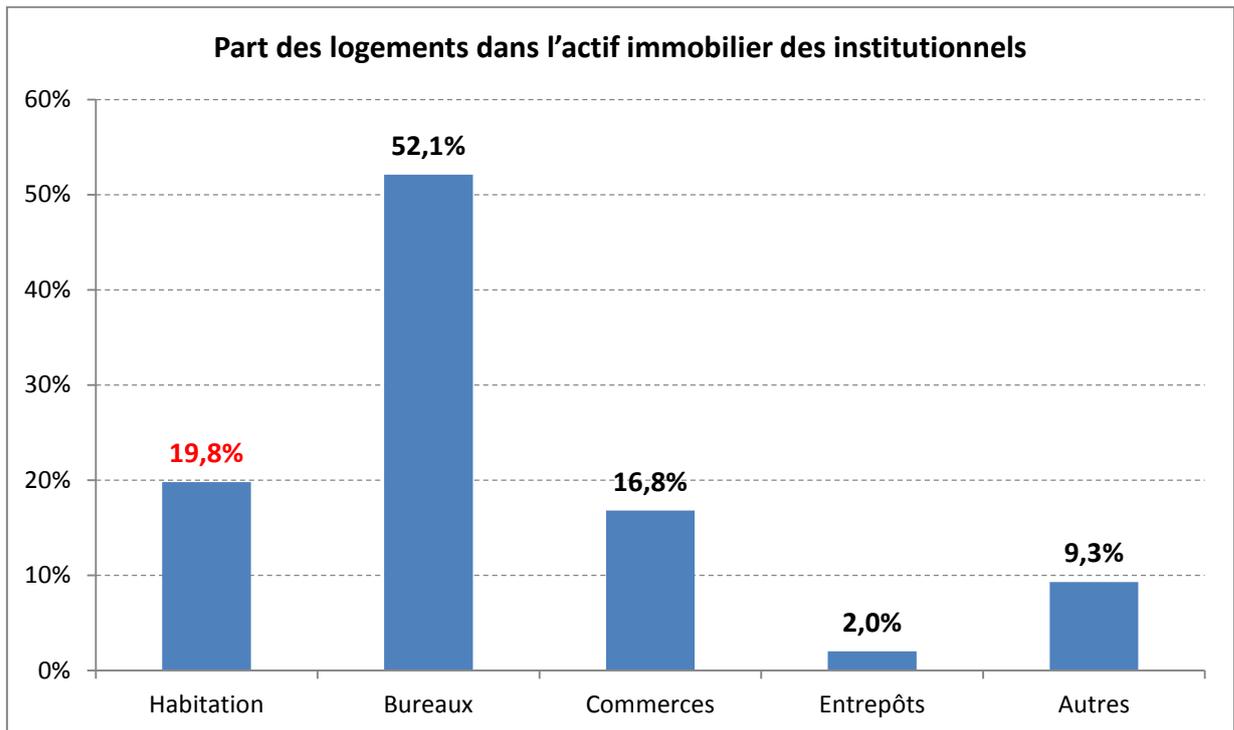
D'après les données fournies par l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I) pour l'année 2016<sup>1</sup>, **les actifs immobiliers représentent une faible part du total de l'actif des investisseurs institutionnels français** : à peine 5,4 %, soit 108 milliards d'euros sur un portefeuille total de 2 028 milliards, contre 13 % pour les actions, 73 % pour les obligations et 3,6 % pour les liquidités.



Source : enquête Af2i 2017.

**Au sein même des actifs immobiliers détenus par les investisseurs institutionnels, la part du logement apparaît elle-même assez faible.** Toujours selon les données de l'AF2I pour 2016, les immeubles d'habitation représentent **un peu moins d'un cinquième du total des actifs immobiliers** détenus par les investisseurs institutionnels (19,8 %, soit 21,5 milliards d'euros), presque à parité avec l'immobilier commercial (16,8 %, soit 18,4 milliards d'euros), mais loin derrière les bureaux (52,1 % du total, soit 56,3 milliards d'euros).

<sup>1</sup> Enquête Af2i 2017.



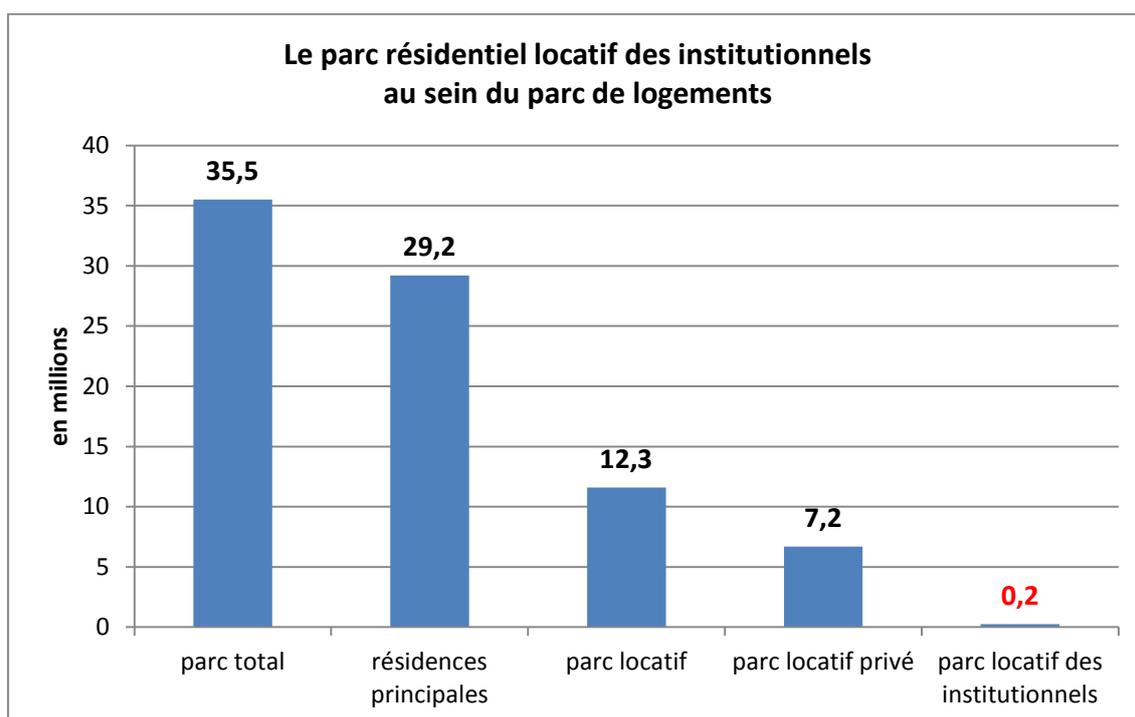
Source : enquête Af2i 2017.

Rapportée au portefeuille total des investisseurs institutionnels, toutes classes d'actifs confondues, la part des logements est de l'ordre de 1 %, ce qui montre le faible degré d'engagement actuel des investisseurs institutionnels sur le marché du logement.

#### ***B. UN PARC RÉSIDENTIEL DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS QUI REPRÉSENTE DÉSORMAIS UNE PART MARGINALE DU PARC RÉSIDENTIEL FRANÇAIS***

Le corollaire de la faible exposition financière des investisseurs institutionnels dans le domaine de l'habitat est le poids faible, sinon marginal, de leur parc de logements rapporté à l'ensemble du parc résidentiel français. **Les quelque 200 000 logements possédés par les investisseurs institutionnels représentent :**

- **moins 3 % du parc locatif libre ;**
- **moins de 2 % du parc locatif total ;**
- **moins de 1 % du parc des résidences principales.**



Source : DHUP, d'après les comptes du logement.

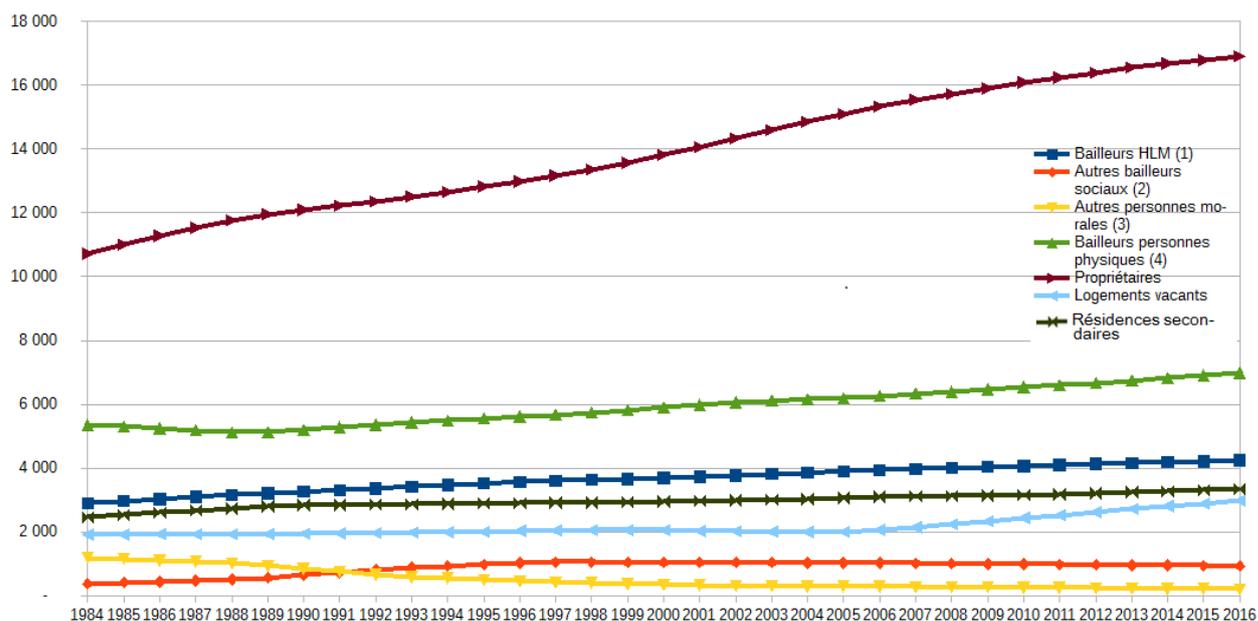
*Lecture : La propriété occupante représente 57,9 % du parc des résidences principales, 16,9 millions de logements sur un total de 29,2 millions. Le parc locatif occupé comprend 5,2 millions de logements sociaux et 7,2 millions de logements du secteur libre. Au sein de ce dernier segment, la location par des bailleurs personnes physiques représente 7 millions de logements, soit 97,2 % du parc locatif libre.*

**Cet étiage très bas du parc locatif des investisseurs institutionnels résulte du désengagement massif intervenu à partir du début des années 1990.** En 1992, les investisseurs institutionnels possédaient encore 13 % du parc locatif privé, soit autant qu'au début des années 1980. Ensuite, cette part a décliné de façon forte et continue pendant dix ans, pour tomber à 6 % en 2002<sup>1</sup>. Ce recul s'est poursuivi à un rythme plus faible jusqu'à la fin des années 2000, jusqu'à se stabiliser au niveau qui est toujours le sien aujourd'hui, de l'ordre de 3 % du parc locatif libre. Exprimé en nombre de logements, ce désengagement correspond à une contraction du parc locatif institutionnel de près de 250 000 logements entre 1992 et 2002, puis de 200 000 autres dans les dix années suivantes.

<sup>1</sup> *Cinquante ans d'évolution des conditions de logement des ménages, Alain Jacquot, in Données sociales : La société française, 2006.*

Aujourd'hui, le parc résidentiel locatif détenu par des personnes morales ne comprend plus qu'un peu plus de 200 000 logements<sup>1</sup>.

### Évolution depuis 1984 de la répartition du parc entre propriétaires occupants et propriétaires bailleurs de logements en France (en milliers de logements)



Source : DHUP d'après *Compte du logement*.

<sup>1</sup> Les chiffres livrés ici concernent la réduction du parc locatif des investisseurs institutionnels, pas du parc total de logements détenus par des personnes morales hors bailleurs sociaux. Le désengagement des investisseurs institutionnels du secteur de l'immobilier résidentiel va en effet bien au-delà de leur retrait observé dans le parc locatif. Parallèlement à la baisse du parc locatif institutionnel dans les années 1990-2000, on observe aussi une baisse extrêmement forte des occupations de logements à titre gratuit, mouvement qui correspond pour une part difficile à évaluer mais sans doute importante à la disparition de logements de fonction mis à disposition de leurs employés par des personnes morales. La part des « logés gratuitement » est passée de 7,2 % en 1996 à 2,4 % aujourd'hui. Exprimée en nombre de logements, le recul de la mise à disposition gratuite de logements à leurs occupants est de l'ordre de 800 000 unités en trente ans : on comptait 1 500 000 logements occupés à titre gratuit en 1986, contre seulement 700 000 en 2016 (cf *Le parc de logements en France au 1<sup>er</sup> janvier 2016*, Céline Arnold, Insee Focus No 73, décembre 2016). Si on ajoute la réduction du parc locatif institutionnel à la baisse du nombre de logements mis à disposition gratuitement par des personnes morales, c'est près de 1 million de logements qui sont en réalité sortis du parc des investisseurs institutionnels.

---

## II. SI UN RETOUR MASSIF DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EST IMPROBABLE, DES AVANCÉES SONT NÉANMOINS POSSIBLES

### A. UN RETOUR SOUHAITÉ

Construire et rénover pour résorber la pénurie de logements supposent de drainer vers le secteur du logement un volume important d'épargne : les investisseurs institutionnels ont bien entendu toute leur place dans cet effort national d'investissement.

Au-delà de leur capacité financière, la présence de bailleurs institutionnels contribuerait sans doute également à professionnaliser la gestion du parc locatif, et donc à en réduire les coûts.

Un autre avantage du retour de bailleurs gérant des parcs de logements de grande taille serait de permettre une mutualisation du risque d'impayés. Les propriétaires bailleurs personnes physiques, majoritaires en France, qui louent seulement un ou deux logements, ne peuvent opérer une telle mutualisation et sont donc incités, malgré la probabilité relativement faible d'occurrence des impayés, à opérer une sélection drastique de leurs locataires en exigeant des garanties très lourdes. La mutualisation des risques entre les locataires d'un parc de grande taille contribuerait à réduire ces phénomènes de « sur-sélection » des locataires.

Enfin, les investisseurs institutionnels disposent de la capacité à **mener à bien les investissements de rénovation des logements existants**, tout particulièrement pour répondre aux objectifs de rénovation thermique. Le retour à l'équilibre du marché du logement passe sans doute autant par un effort massif dans la rénovation dans le bâti ancien que dans la construction de logements. Or, en raison de la complexité de la gouvernance et du manque de profondeur financière des propriétaires personnes physiques, il est beaucoup plus difficile de mener de tels travaux dans les immeubles placés sous le régime de la copropriété que sur ceux appartenant d'un bloc à un même investisseur.

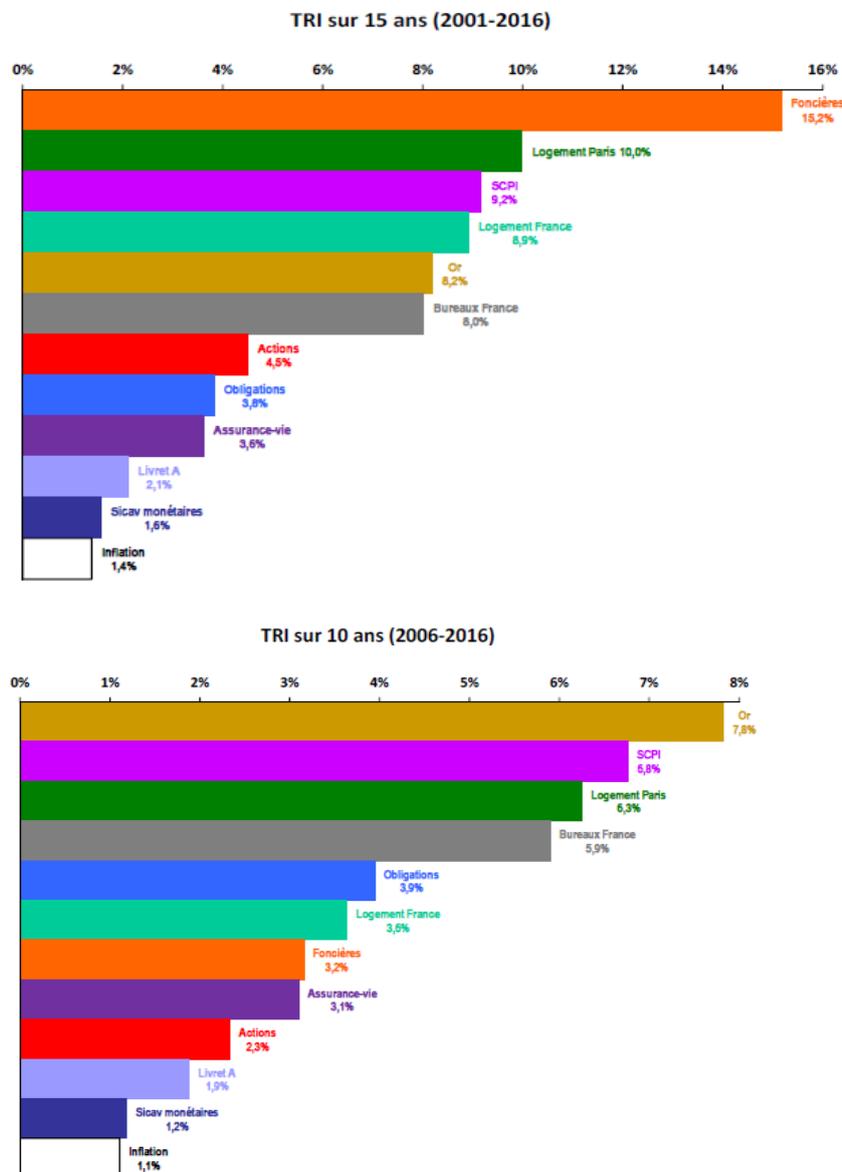
### B. UN NIVEAU DE RENTABILITÉ COURANTE TROP FAIBLE POUR RENDRE ATTRACTIF LE LOGEMENT LOCATIF

L'épargne institutionnelle, dans un monde financier aujourd'hui décloisonné et déréglementé, met en concurrence tous les types d'actifs en fonction de critères qui sont quasi exclusivement financiers : la rentabilité des placements, leur volatilité, leur liquidité, les coûts de gestion, l'impact de l'incertitude fiscale, etc. Ce sont ces logiques financières qu'il importe de saisir pour bien comprendre le désengagement des investisseurs institutionnels du secteur du logement en France et pour évaluer leurs chances de retour.

### 1. Une rentabilité globale élevée...

Mesurée ex-post, la rentabilité globale des investissements immobiliers apparaît très élevée dès lors que ces actifs sont conservés suffisamment longtemps. Selon un rapport récent de la Commission des finances du Sénat, l’immobilier constitue même la classe d’actifs la plus performante au cours des vingt-cinq dernières années<sup>1</sup>, ce que confirment les analyses de l’Institut de l’épargne immobilière et foncière (IEIF).

#### La rentabilité des investissements immobiliers mesurée par le taux de rentabilité interne



Source : « 40 ans de performances comparées 1976 – 2016 Les placements sur longue période : immobilier, placements monétaires, assurance-vie, obligations, actions, or » étude réalisée par Charles Henri de Marignan Analyste senior, IEIF.

<sup>1</sup> Rapport d'information n° 75 (2017-2018) de M. Albéric de Montgolfier, rapporteur général, fait au nom de la commission des finances « La rente immobilière : mythes et réalités ».

---

**Sur 15 ans** (période 2001-2016), le rendement global des logements parisiens (10 %), mais aussi celui des logements sur l'ensemble du territoire national (8,9 %) apparaissent supérieurs à celui des bureaux (8 %), des actions (4,5 %) et des obligations (3,5 %). **Sur 10 ans**, les performances sont moins élevées : 6,3 % pour les logements parisiens et 3,6 % pour les logements sur l'ensemble du territoire national. Toutefois, elles restent supérieures au rendement des actions, des obligations et de l'assurance-vie.

Ce constat peut sembler contradictoire avec le fait que les investisseurs institutionnels ont quitté le marché du logement résidentiel dans les années 1990 pour ne pas y revenir ensuite : **pourquoi se sont-ils détournés d'un actif apparemment si rentable ?**

Plusieurs raisons peuvent expliquer ce paradoxe.

En premier lieu, si on observe plus finement les choses, on s'aperçoit que la rentabilité globale élevée de l'investissement locatif résidentiel trouve principalement son origine dans le niveau élevé de la rentabilité en capital<sup>1</sup>. C'est la hausse vertigineuse des prix de l'immobilier en France dans la période 2000-2015 qui a tiré la rentabilité en capital vers des niveaux élevés. Cependant, **il n'est pas évident que cette importante hausse des prix de l'immobilier ait été correctement anticipée par les investisseurs institutionnels**. En effet, l'évolution des prix de l'immobilier depuis le début des années 2000 est très atypique au regard des évolutions des prix de l'immobilier sur plus longue période, ce que montrent les études réalisées par Jacques Friggit (voir les deux graphiques suivants). La hausse considérable du prix de la pierre entre 2000 et aujourd'hui a été rendue possible par un contexte financier particulier, notamment des taux d'intérêts historiquement bas, et par une intensification de l'effort d'investissement immobilier des ménages qui s'endettent sur des durées sensiblement plus longues qu'autrefois.

Par ailleurs, sur le plan de l'analyse financière, la bonne rentabilité en capital du logement est susceptible d'être contrebalancée par plusieurs facteurs défavorables à l'attractivité de ce type d'actif :

- l'immobilier résidentiel présente des coûts d'entrée importants (notamment fiscaux) et offre des possibilités de plus-values significatives seulement après une longue période d'immobilisation du capital ;

- l'immobilier résidentiel présente une très faible liquidité, en raison notamment de la réglementation protégeant les locataires et encadrant les ventes à la découpe. Il expose donc l'investisseur au risque de ne pas pouvoir réaliser sa plus-value quand l'opportunité se présente ;

---

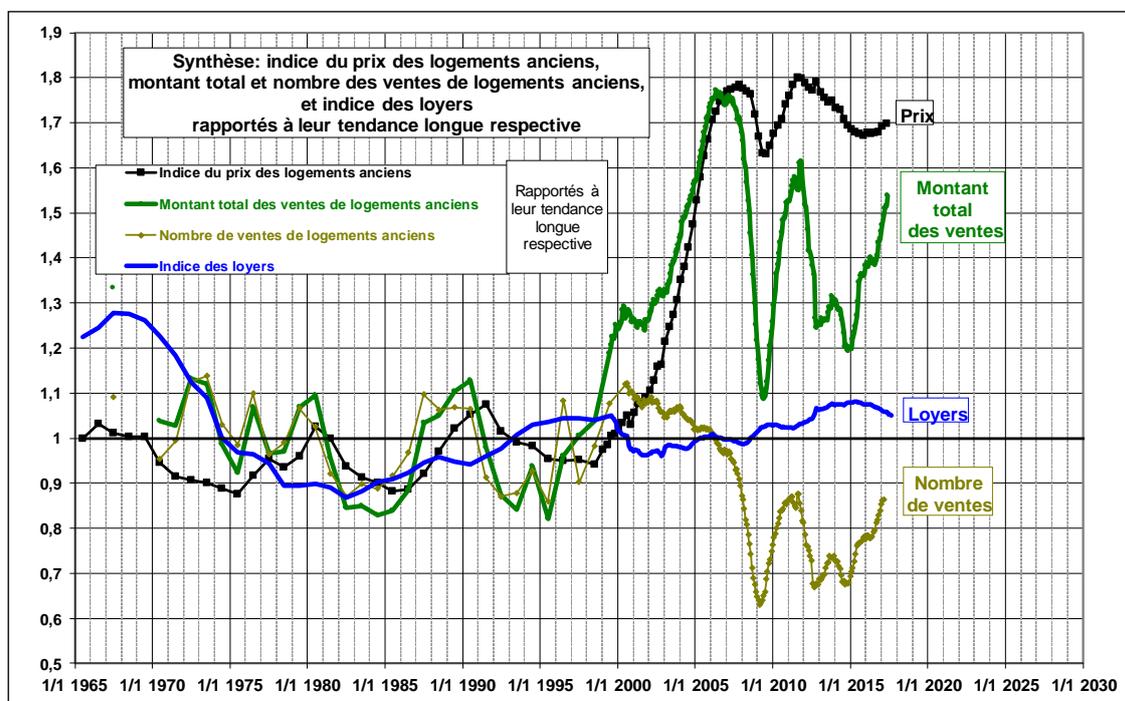
<sup>1</sup> La rentabilité des actifs immobiliers comprend en effet deux composantes : la rentabilité courante, liée aux flux de revenus que génèrent les actifs immobiliers, et la rentabilité en capital, liée aux plus-values de cession.

- enfin, l'immobilier résidentiel présente une rentabilité courante relativement faible –ce qui s'accorde assez mal avec le modèle économique des investisseurs institutionnels. Confrontés à des obligations de décaissements régulières, ces derniers ont en effet besoin de placements qui génèrent régulièrement des loyers élevés. Un actif comme l'immobilier résidentiel, qui présente un niveau de rentabilité en capital élevé dans dix ou quinze ans, ne sera donc pas forcément préféré à un actif globalement moins rentable mais présentant un niveau plus satisfaisant de rentabilité courante – par exemple l'immobilier commercial ou de bureaux.

## 2. ...Mais une rentabilité courante qui s'est effondrée dans les années 2000

La rentabilité courante, déterminante pour les investisseurs institutionnels, a chuté dans le secteur de l'immobilier résidentiel depuis le début des années 2000. Cela résulte de la hausse exceptionnellement forte et rapide du prix des logements en France combinée à une hausse du niveau des loyers qui, elle, est restée maîtrisée. Cette dé-corrélation entre le prix de l'immobilier et les loyers est illustrée dans les graphiques ci-dessous, tirés des travaux de Jacques Friggit.

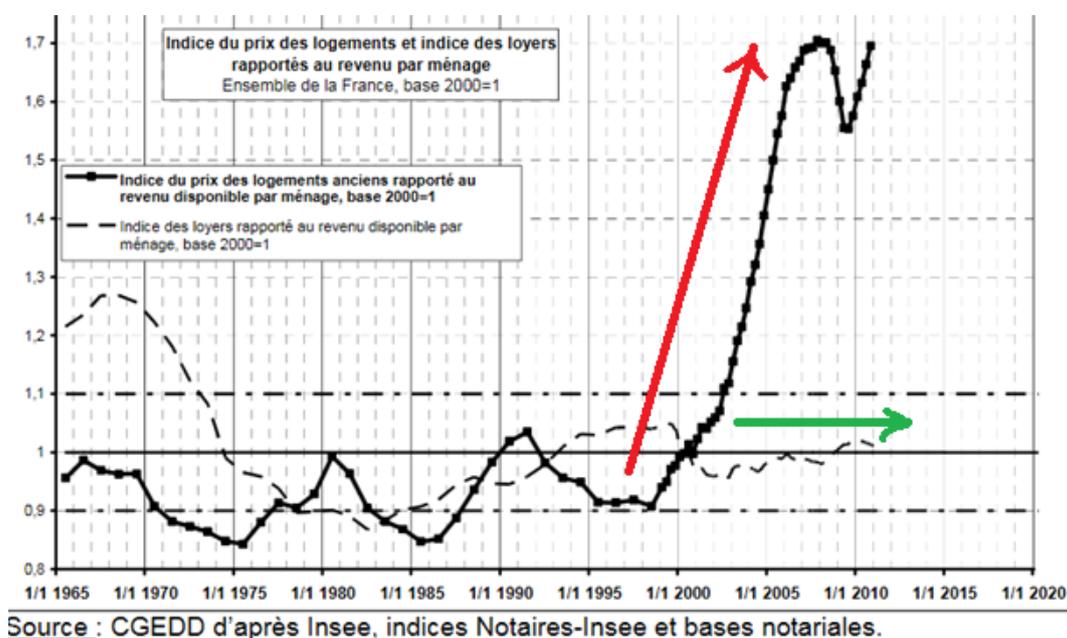
### Évolution du prix des logements et des loyers



Source : Jacques Friggit pour le CGEDD (<http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-1200-a1048.html#a1>).

On voit que l'indice du prix des logements anciens a connu une hausse de près de 80 % depuis la fin des années 1990 tandis que l'indice des loyers augmentait de seulement 10 % sur la même période. Dans ces conditions, le rendement courant brut de chaque euro investi dans l'immobilier a été divisé par deux, ce qui constitue une situation extrêmement défavorable à l'investissement des investisseurs institutionnels.

### Évolution du prix des logements et des loyers rapportés au revenu des ménages



Source : Jacques Friggit pour le CGEDD (<http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-1200-a1048.html#a1>).

On peut analyser ces évolutions en y intégrant une variable supplémentaire, à savoir le revenu des ménages. À partir du début des années 2000, l'indice du prix des logements rapporté au revenu des ménages est sorti du « tunnel » historique dans lequel il avait évolué de 1965 à 2000. Alors qu'il avait crû tendanciellement comme le revenu par ménage pendant les 35 années précédentes, ne s'écartant pas de plus de 10 % de sa tendance longue, cet indice s'est envolé à partir de 2000. Il se situe aujourd'hui à un niveau supérieur d'environ 70 % à la « normalité historique » représentée par le tunnel d'évolution des années 1965-2000. Dans le même temps, le ratio entre l'indice des loyers et le revenu disponible des ménages est resté stable, continuant à osciller autour de son niveau de long terme. On retrouve bien cette évolution divergente des prix de vente et des loyers.

### 3. Un redressement de la rentabilité courante de l'immobilier résidentiel improbable à court terme

**Un redressement du rendement locatif courant pourrait provenir en théorie d'une hausse significative du niveau des loyers.** Toutefois une telle hausse n'est ni souhaitable socialement ni probable économiquement. En effet, si les loyers exprimés en fonction du revenu de l'ensemble des ménages sont restés maîtrisés depuis quinze ans, ces mêmes loyers exprimés en fonction du revenu des ménages locataires ont en revanche connu une hausse importante sur la période. Le ratio entre les loyers moyens et le revenu des seuls locataires (ratio qui est l'indicateur pertinent pour évaluer les possibilités de hausse des loyers) n'a cessé d'augmenter depuis le début des années 2000, poursuivant la hausse entamée dès la fin des années 1970. Le loyer représente désormais en moyenne 24 % du revenu des locataires contre 20 % au début des années 2000.

Compte tenu du poids actuel des dépenses de logement pour les locataires, qui sont des ménages plus jeunes et moins fortunés que les autres, les investisseurs ne croient donc pas que le marché puisse absorber une envolée des loyers. Ils savent que celle-ci aurait pour seul effet de rendre leurs locataires insolvables.

Au final, compte tenu de l'évolution probable des prix et des loyers, les investisseurs institutionnels estiment, très majoritairement, qu'un **retour massif sur le marché du logement n'est pas envisageable à court terme.** Leurs intentions d'investissement exprimées dans l'enquête annuelle que réalise l'Association française des investisseurs institutionnels auprès de ses adhérents confirment leur manque d'appétence pour le logement. D'après l'édition 2017 de cette enquête, 10 % des investisseurs institutionnels envisagent de réduire la part de l'immobilier d'habitation dans leur portefeuille et 77 % comptent maintenir cette part à son niveau actuel. Ces chiffres sont d'autant moins encourageants que les investisseurs qui envisagent de céder des logements sont plutôt des propriétaires ayant un important patrimoine, puisqu'ils possèdent 29 % du parc résidentiel locatif.

**À plus long terme, seule une baisse forte des prix de l'immobilier<sup>1</sup>,** permettant une réduction du coût d'entrée sur le marché du logement, pourrait rétablir des perspectives de rendement courant attractives. Quant à savoir ce qui pourrait provoquer cette baisse des prix, les personnes auditionnées évoquent un hypothétique « choc d'offre » découlant de la levée des freins administratifs, judiciaires et politiques à la construction.

---

<sup>1</sup> Baisse qui peut prendre la forme d'une baisse du prix nominal ou du prix relatif (cette dernière étant obtenue par un rattrapage du niveau des revenus des ménages relativement au coût de l'immobilier).

---

**C. SI LE CONTEXTE FINANCIER EST GLOBALEMENT DÉFAVORABLE À UN RETOUR MASSIF DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, QUELQUES FREINS PEUVENT NÉANMOINS ÊTRE LEVÉS**

**1. Poursuivre l'action en faveur du développement du logement intermédiaire**

Sur le plan fiscal, le logement pâtit d'une situation défavorable relativement aux autres investissements immobiliers, puisqu'il n'est pas possible de déduire la TVA lors de l'acquisition de logements neufs, alors que celle-ci est déductible lors de l'acquisition d'immobilier commercial. C'est pourquoi la politique visant à promouvoir le développement d'une offre de **logement locatif intermédiaire avec une TVA au taux de réduit de 10 % en zones tendues**, est saluée comme une incitation intéressante par les investisseurs institutionnels.

En général, ces derniers n'investissent pas directement dans le logement intermédiaire, mais par la médiation du Fonds Logement Intermédiaire (FLI). Ce fonds, qui présente une capacité d'investissement de 1,8 milliard d'euros, regroupe ainsi de nombreux assureurs (CNP, Prédica, Cardiff, Aviva...). Ses objectifs de production à horizon 2022 sont toutefois de 10 000 logements seulement, ce qui représente un volume encore modeste qui n'est pas de nature à bouleverser la place qu'occupent les investisseurs institutionnels sur le marché immobilier. Nul doute cependant qu'une action plus déterminée dans le sens du développement du logement intermédiaire stimulerait le retour de l'épargne institutionnelle.

Par ailleurs, les investisseurs ont souligné que le montage des projets dans le domaine du logement intermédiaire est compliqué par les dispositions législatives qui imposent un pourcentage minimum de logements locatifs sociaux de 25 % dans les programmes de logements intermédiaires, sauf dans les communes comptant déjà plus de 50 % de logements locatifs sociaux (article 279-0 bis A du code général des impôts). **Un assouplissement de cette dernière contrainte constituerait donc selon les professionnels un moyen de dynamiser le dispositif.**

Votre rapporteur avait lors de précédents projets de loi de finances proposé un tel assouplissement en appliquant l'exemption aux communes ayant plus de 35 % de logements sociaux. Une telle disposition a été introduite dans le projet de loi de finances pour 2018. Votre rapporteur soutient pleinement cette disposition.

**Recommandation n° 1 : pour l'application du taux de TVA à taux réduit prévu par l'article 279-0 bis A du code général des impôts, modifier le seuil d'exemption actuellement applicable aux communes comptant déjà plus de 50 % de logements locatifs sociaux pour l'appliquer aux communes ayant 35 % de logements sociaux.**

## 2. Faire évoluer la directive Solvency 2 pour qu'elle ne pénalise pas indument l'investissement dans le logement

### a) La directive Solvency 2 pose des contraintes prudentielles nouvelles

La directive Solvency 2 impose aux assureurs, pour chaque type de risques et pour chaque classe d'actifs présente dans leur portefeuille, de détenir des fonds propres en quantité suffisante. Plus précisément, pour chaque risque auquel est exposé un assureur, la quantité de fonds propres de précaution est déterminée à partir de la notion de *Value at Risk* (VaR), notion qui indique la perte potentielle maximale que le portefeuille pourra subir à un horizon de temps donné, avec une probabilité donnée.

Pour le cas précis des investissements immobiliers, le régulateur européen de l'assurance, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA), a estimé que la perte maximale de la valeur des actifs immobiliers, à horizon d'un an, avait 99,5 % de chances de ne pas dépasser 25 % de la valeur de ces actifs. En conséquence, la charge en capital de précaution (*Solvency Capital Requirement -SCR*) pour logement a été fixée à 25 %, ce qui est considérable.

La directive Solvency 2 comporte en outre un mécanisme qui détermine le risque global de l'assureur. Les charges en capital de précaution propres (SRC) aux divers modules de risque (immobilier, actions, taux de change, etc.), calculées dans un premier temps de façon indépendante, sont ensuite agrégées au moyen d'une matrice de corrélation des risques<sup>1</sup>.

### b) Des ratios de capital requis construits avec pertinence ?

La pertinence de la calibration du risque immobilier par Solvency 2 a été remise en question par une étude réalisée en mars 2017 par des chercheurs de l'EDHEC Business School en partenariat avec le Ministère du logement et de l'habitat durable<sup>2</sup>. L'étude montre les biais qui affectent les deux éléments clefs de la calibration de Solvency 2 : l'ampleur du choc immobilier (Value-at-Risk ou VaR) et le calcul de la corrélation de l'immobilier avec les autres classes d'actifs.

Pour établir le capital de solvabilité requis en matière d'immobilier pour les sociétés d'assurance, le régulateur européen a utilisé l'indice IPD (*Investment Property Databank*) disponibles pour le Royaume-Uni. Cette même source a permis de déterminer aussi les coefficients de corrélation entre l'immobilier et les autres actifs. Or, l'utilisation de cet indice comporte un double défaut :

- cet indice englobe par construction plusieurs types d'actifs immobiliers (logements, bureaux, commerces, etc.), alors même que le

---

<sup>1</sup> Puisque, dans la réalité, tous ces risques sont parfois interdépendants.

<sup>2</sup> Liliana Arias, Tristan-Pierre Maury, Philippe Foulquier, *L'impact de la réglementation prudentielle Soloabilité 2 sur le financement de l'immobilier par le secteur de l'assurance*, 2017.

---

niveau de risque dans le logement est beaucoup plus faible que dans l'immobilier d'entreprise ;

- il est construit à partir de données empiriques qui reflètent la situation particulière du Royaume-Uni alors que le champ d'application est l'ensemble des pays européens. Votre rapporteur s'étonne que le référentiel européen soit construit à partir du cas du Royaume-Uni sachant que ce dernier est un marché à part, nettement décorrélé des principaux marchés immobiliers de l'Europe continentale. La volatilité des rendements y est en effet plus élevée qu'en France, en Allemagne ou en Italie.

L'étude montre donc que les *VaRs* sont plus élevées pour les bureaux et le Royaume-Uni que pour les logements et la zone euro, de sorte que la calibration immobilière de la directive Solvency 2 en référence au cas britannique conduit à imposer à l'investissement résidentiel des niveaux de capital de précaution inutilement élevés dans la plupart des pays européens et notamment en France.

Par ailleurs, l'étude montre aussi que les coefficients de corrélation immobilier/actifs financiers retenus par l'EIOPA pour construire sa matrice du risque global sont systématiquement surestimés, quels que soient la méthodologie, la zone géographique et le type d'actif immobilier considérés, ce qui contribue là encore à imposer aux investisseurs une charge en capital excessive au regard des risques réels.

**Un paramétrage de la directive évitant ces deux biais méthodologiques importants permettrait par conséquent une réduction significative des besoins en capital**, réduction que les auteurs de l'étude estiment de l'ordre de 10 % à 20 % en fonction de la part de l'immobilier dans le portefeuille.

Votre rapporteur invite le gouvernement à utiliser la période de rediscussion de la directive qui s'ouvre en 2018 afin que la Commission européenne fasse une juste application de la directive, en imposant un **capital de solvabilité pertinent au regard des variations de valeur effectivement observées sur le logement**. Ce traitement plus pertinent du risque immobilier lèverait un frein au retour des assureurs sur le marché immobilier.

<p><b><i>Recommandation n° 2 : Profiter de la période de rediscussion au niveau européen de la directive Solvency 2 pour imposer un capital de solvabilité pertinent au regard des variations de valeur effectivement observées sur le logement.</i></b></p>
--

### 3. Réfléchir à un cadre réglementaire conciliant de façon plus satisfaisante protection des locataires et attractivité pour les investisseurs

a) *Si la rigidité des relations bailleurs/locataires ne saurait suffire à expliquer l'atonie du marché locatif résidentiel en France...*

L'idée selon laquelle il suffirait d'assouplir drastiquement la réglementation qui encadre les relations entre les bailleurs et les locataires pour relancer l'investissement locatif est discutable. L'**Allemagne** est à cet égard un bon contre-exemple. La législation y est extrêmement protectrice des locataires. Un bailleur ne peut ainsi pas déloger son locataire, sauf s'il souhaite occuper le logement à titre personnel ou pour un des membres de sa famille. Par ailleurs, l'encadrement y est possible, comme à Hambourg et à Berlin, où les loyers à la relocation ne peuvent excéder de 10 % le loyer antérieur. Pourtant, ce **cadre très protecteur n'empêche pas l'investissement locatif d'être extrêmement développé dans ce pays.**

En réalité, comme cela a été expliqué précédemment, le déterminant premier du dynamisme d'un marché locatif est financier. En Allemagne, la forte présence d'investisseurs institutionnels s'explique par les bons rendements courants du marché locatif, ce qui est dû au fait que les prix de vente outre-Rhin sont restés contenus, tandis que les loyers connaissent une évolution dynamique. En France, à l'inverse, comme on l'a vu précédemment, des prix de vente trop élevés par rapport aux loyers ont conduit à un effondrement de la rentabilité courante des investissements résidentiels.

b) *...Il ne faut pas s'interdire de réfléchir aux effets positifs qu'une relation bailleurs-locataires plus équilibrée pourrait avoir sur l'investissement résidentiel*

Un rééquilibrage des relations entre les bailleurs et les locataires est un souhait qui a été exprimé par l'ensemble des professionnels auditionnés.

Parmi les points qui suscitent la réticence des investisseurs institutionnels, on trouve en premier lieu la **réglementation relative à la vente à la découpe et en bloc**. *De facto*, et sans nier son rôle protecteur, cette réglementation limite fortement la **liquidité des placements** et introduit une **incertitude sur la réalisation des plus-values de cession**. Le couple rendement-risque des investissements résidentiels en est fortement affecté.

---

Sachant que trois lois<sup>1</sup> régissent les **ventes par lots** d'un ou plusieurs locaux à usage d'habitation, ainsi que les ventes, dans leur totalité et en une seule fois, d'immeubles à usage d'habitation, il est sans doute possible de réfléchir à l'opportunité d'une **réforme visant à simplifier, clarifier et harmoniser les règles en la matière.**

Plusieurs autres points de la réglementation des rapports entre les bailleurs et les locataires ont également été cités comme constituant un frein à l'investissement :

**- la lourdeur et la longueur des procédures en cas d'impayés pour les locataires de mauvaise foi ;**

- les règles qui encadrent l'évolution des loyers et qui conduisent, après une certaine durée d'occupation, à ce que les loyers pratiqués soient inférieurs aux loyers de marché ;

- la réglementation sur la récupération des charges. Dans l'immobilier résidentiel, les charges ne sont pas totalement récupérables<sup>2</sup>, à la différence de ce qui se passe dans l'immobilier d'entreprise. Selon Aviva, seules 70 % des charges seraient récupérables sur le locataire contre 100 % en immobilier commercial.

Enfin, pour réduire les coûts de gestion et donc accroître la rentabilité courante nette, les investisseurs institutionnels ont besoin de pouvoir acheter des ensembles de logements d'un seul bloc. À cet égard, la réalisation d'opérations d'aménagement d'intérêt national dans les années à venir peut constituer une opportunité de faire revenir les investisseurs institutionnels en leur permettant des acquisitions de logements neufs en bloc.

Votre rapporteur propose de réexaminer la réglementation relative aux relations entre les bailleurs et les locataires en recherchant les voies d'une meilleure conciliation entre protection des locataires et stimulation de l'investissement locatif résidentiel. Elle procèdera à ce réexamen à l'occasion des travaux préparatoires au projet de loi sur le logement.

---

<sup>1</sup> La loi n° 75-1351 du 31 décembre 1975 relative à la protection des occupants de locaux à usage d'habitation, la loi n° 2006-685 du 13 juin 2006 relative au droit de préemption et à la protection des locataires en cas de vente d'un immeuble et la loi n° 89-462 du 6 juillet 1989 tendant à améliorer les rapports locatifs et portant modification de la loi n° 86-1290 du 23 décembre 1986. En outre, les accords collectifs de location du 9 juin 1998 et du 16 mars 2006, rendus obligatoire par décrets, s'appliquent également à la vente par lots et renforcent la protection de l'occupant en instaurant notamment une procédure d'information préalable à la vente et une protection particulière à l'égard de locataires fragiles par leur relogement ou la prorogation de leur contrat de location.

<sup>2</sup> La liste des charges récupérables par le propriétaire est fixée par le décret n° 87-713 du 26 août 1987 pris en application de l'article 18 de la loi n° 86-1290 du 23 décembre 1986 tendant à favoriser l'investissement locatif, l'accession à la propriété de logements sociaux et le développement de l'offre foncière et fixant la liste des charges récupérables.

**Recommandation n° 3 : Réexaminer la réglementation relative aux relations entre les bailleurs et les locataires en recherchant les voies d'une meilleure conciliation entre protection des locataires et stimulation de l'investissement locatif résidentiel.**

#### **4. Développer l'incitation à transformer les bureaux en logements**

Dans son rapport d'évaluation de politique publique sur la mobilisation des logements et des bureaux vacants de janvier 2016, l'Inspection générale des finances et le Conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD)<sup>1</sup> soulignaient que la transformation des bureaux en logements était encore un phénomène marginal.

Bien que le coût économique, entre 2 000 et 3 000 euros le m<sup>2</sup> dans Paris selon le rapport précité, soit élevé, plusieurs investisseurs institutionnels entendus par votre rapporteur ont marqué une certaine appétence pour ce dispositif qui concerne essentiellement le marché de l'Ile-de-France, le parc de bureaux « définitivement obsolètes » atteignant 750 000 m<sup>2</sup> et devant s'accroître dans les années à venir.

Plusieurs dispositifs ont été mis en œuvre pour faciliter la transformation des bureaux en logements. Les élus locaux disposent d'outils pour faciliter ces opérations de transformation : changement d'usage de logements soumis à autorisation préalable, mécanisme de compensation, adaptation des règles d'urbanisme sous certaines conditions.

Plus récemment, l'article 93 de la loi de finances pour 2016 a introduit à l'article 1384 F du code général des impôts la possibilité pour les collectivités territoriales et les établissements publics de coopération intercommunale à fiscalité propre d'« exonérer, pour la part de taxe foncière sur les propriétés bâties qui leur revient, pendant une durée de cinq ans, les locaux à usage d'habitation affectés à l'habitation principale et issus de la transformation » de bureaux.

En outre, l'article 210 F du code général des impôts soumet à un taux d'imposition de 19 % les plus-values nettes résultant de la cession d'un local de bureau ou à usage commercial à condition que la transformation des locaux en logements ait été réalisée dans un délai de quatre ans, sauf circonstances exceptionnelles. Les investisseurs institutionnels ont indiqué à votre rapporteur les difficultés de mise en œuvre de ces dispositions. Le délai de quatre ans peut en effet s'avérer trop court en pratique. La possibilité de déroger à ce délai en cas de « circonstances exceptionnelles » semble trop aléatoire pour que les investisseurs institutionnels s'engagent dans ces projets de transformation. Votre rapporteur propose d'assouplir le

---

<sup>1</sup> Rapport de l'IGF et du CGEDD - Évaluation de politique publique Mobilisation des logements et des bureaux vacants - janvier 2016.

dispositif en portant à six ans le délai dans lequel les locaux doivent être transformés en logements.

***Recommandation n° 4 : Assouplir le dispositif de l'article 210 F du code général des impôts favorisant la transformation de bureaux en logements en portant à 6 ans le délai dans lequel les travaux de transformation doivent être réalisés.***



## EXAMEN EN COMMISSION

Le présent rapport a fait l'objet d'une présentation lors de l'examen de l'avis sur les crédits « logements » de la mission « Cohésion des territoires » le mercredi 22 novembre 2017. Le compte rendu de cette réunion est disponible sur le site internet du Sénat <http://www.senat.fr/compte-rendu-commissions/20171120/eco.html#toc6>.

La commission des affaires économiques a autorisé la publication du présent rapport d'information lors de sa réunion du 13 décembre 2017.



---

## LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES

### A. Liste des personnes auditionnées

#### Mardi 13 juin 2017 :

- *Société nationale immobilière (SNI)* : **MM. André Yché**, président du directoire, **Yves Chazelle**, directeur général, et **Vincent Mahé**, secrétaire général.

#### Mercredi 21 juin 2017 :

- *Fédération bancaire française* : **MM. Pierre Bocquet**, directeur du département BD2, et **Damien Brisemontier**, chargé de mission relations institutionnelles France, et **Mme Virginie La Regina**, département BD2.

#### Mardi 27 juin 2017 :

- *Fédération des promoteurs immobiliers (FPI)* : **M. Alexis Rouque**, délégué général, et **Mmes Anne Peyricot**, directrice de cabinet et des relations institutionnelles, et **Bérengère Joly**, directrice juridique ;

- *Union des syndicats de l'immobilier (UNIS)* : **MM. Géraud Delvolve**, délégué général, **Éric Brico**, membre du bureau, et **Jean-Michel Camizon**, membre du bureau ;

- *Union nationale de la propriété immobilière (UNPI)* : **M. Jean Perrin**, président, et **Pierre Hautus**, directeur.

#### Jeudi 13 juillet 2017 :

- *Crédit foncier* : **Mmes Nicole Chavrier**, directrice des relations institutionnelles, et **Christine Passeman**, responsable de projets à la direction des relations institutionnelles ;

- *Institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF)* : **MM. Christian de Kerangal**, directeur général, et **Pierre Schoeffler**, *senior advisor*, et **Mme Béatrice Guedj**, directrice recherche et études.

#### Mardi 12 septembre 2017 :

- *Association française des investisseurs institutionnels (Af2i)* : **M. Philippe Haudeville**, secrétaire général ;

- *Fédération française de l'assurance* : **Mmes Nathalie Robin**, présidente du comité immobilier, **Christine Tarral**, directeur adjoint des

affaires financières, prudentielles et comptables, et **Nathalie Robin**, directeur immobilier et responsable du comité immobilier, et **MM. Jean-Paul Laborde**, directeur des relations parlementaires, et **Antoine Portelli**, conseiller parlementaire ;

- *Foncière des régions* : **MM. Christophe Kullmann**, président, et **Thierry Beaudemoulin**, directeur général ;

- *Direction de l'habitat, de l'urbanisme et des paysages (DHUP)* : **M. Laurent Girometti**, directeur de l'habitat, de l'urbanisme et des paysages, et **Mme Clémentine Pesret**, sous-directrice du financement et de l'économie du logement et de l'aménagement ;

- *Aviva* : **MM. Julien Brami**, directeur général d'Aviva Vie, **François Grandvoinet**, directeur général Aviva investors real estate France, et **Charles-Henri de la Chapelle**, directeur Aviva investors real estate France ;

- *Université Paris Dauphine* : **M. Michel Mouillart**, professeur d'économie.

Mercredi 13 septembre 2017 :

- *Syndicat français de l'immobilier (SNPI)* : **MM. Alain Duffoux**, président, et **Steven Sunz**, délégué général.

B. Contributions écrites

- *GECINA* ;

- *Direction générale des finances publiques (DGFIP)* ;

- *Direction générale du Trésor*.