

---

# Les fonds logement, pourquoi et comment drainer l'épargne des Français vers le résidentiel intermédié ?

Propositions de l'ASPIM



---

# Table des matières

<b>Executive summary</b>	<b>4</b>
<b>1. Introduction</b>	<b>6</b>
<b>2. La France a besoin de logements abordables sur son marché locatif</b>	<b>8</b>
Le manque de logements en France	9
Le mirage du tout-accession	9
Le besoin de logements locatifs abordables dans le parc résidentiel	11
Des logements exemplaires en matière de consommation énergétique et d’habitabilité	12

<b>3. Une épargne abondante prête à se déverser dans le résidentiel</b>	<b>14</b>
De l'épargne et un attachement fort à la pierre	15
Un fort appétit pour le logement	15
Une quête de sens dans les investissements	16
<b>4. Les vertus de l'intermédiation dans le résidentiel</b>	<b>18</b>
Le sous-investissement des bailleurs particuliers	19
Les institutionnels seuls capables de relever le défi du logement abordable	20
Le cadre fiscal actuel rend difficile l'équation	22
<b>5. Le fonds logement</b>	<b>24</b>
Un fonds dédié au logement abordable	25
Une collecte auprès du grand public	26
<b>6. Une fiscalité plus incitative qui permet de crédibiliser les fonds logement abordable</b>	<b>28</b>
Les avantages demandés	29
Au niveau du fonds : faire rentrer le résidentiel dans le régime de droit commun de la TVA et compenser la taxe foncière	29
Au niveau du souscripteur	31
Impact des avantages demandés sur le rendement brut des fonds logement et sur le rendement final pour l'investisseur particulier	32
Les engagements des fonds logement en matière d'investissement	34
Objectifs de développement et coût global des mesures demandées	35
500 000 logements abordables d'ici 2040 sur le marché locatif français	35
Coût budgétaire des mesures demandées	36
<b>Conclusion</b>	<b>38</b>

---

# Executive Summary

## L'impérieux besoin d'une offre locative abordable en France

Et si la thématique du logement s'invitait enfin dans une **élection présidentielle** ? Absent des débats en 2017, il semblerait que les ingrédients soient cette fois réunis pour que les grandes questions soient posées : Comment augmenter l'offre de logements dans les zones tendues ? Quels moyens mettre en œuvre pour que ces nouvelles habitations ne soient pas réservées aux plus aisés mais profitent aussi aux travailleurs modestes ? Sommes-nous condamnés à produire des unités de plus en plus compactes qui dégradent les conditions d'habitabilité ?

**Les sociétés de gestion de portefeuilles immobiliers, rassemblées au sein de l'ASPIM, sont convaincues de pouvoir apporter une partie de la solution.** Elles font le constat que la France manque avant tout d'une offre locative abordable dans les zones tendues (métropoles, villes moyennes dynamiques et territoires touristiques). Le tout accession est un mirage alors même que les taux d'intérêt ont certainement atteint leur point bas et que de nombreux

français sont exclus de ce marché (augmentation du nombre d'indépendants, précarité économique pour de nombreux travailleurs de la première ligne, etc.). La France compterait aujourd'hui seulement 140 000 logements à loyers abordables accessibles aux personnes considérées comme trop aisés pour prétendre au logement social mais pas assez riche pour accéder au marché libre. Nous proposons de viser un objectif de 500 000 logements à loyers abordables à horizon 2040.

## Les vertus de l'intermédiation

Qui doit être propriétaire de ce parc condamné à croître pour répondre aux besoins des Français ? Nous pensons que le recours exclusif à des investisseurs locatifs particuliers qui investissent en direct est une impasse. Il doit s'accompagner **d'un appel aux investisseurs professionnels, seuls capables de garantir le maintien dans le temps des loyers abordables** tout en assurant les dépenses nécessaires à la bonne maintenance des bâtiments.

Contrairement aux personnes physiques, ces acteurs de l'immobilier ne sont pas soumis à des aléas moraux et peuvent supporter des investissements dont les retours économiques se feront à long-terme. Le tout-Pinel a aussi montré ses limites en matière de qualité des logements conçus. Le rapport Laurent Girometti et François Leclercq en fait le triste constat et préconise le retour des institutionnels dans le résidentiel aussi pour cette raison.

## Des fonds « logement abordable » ouverts au grand public

Si nous défendons les vertus de l'intermédiation, nous avons aussi à cœur d'associer les Français à ce grand défi du logement pour tous. Les sociétés de gestion de portefeuille sont prêtes à lancer des fonds « résidentiel abordable » ouverts au grand public. L'épargne accumulée pendant la crise devant atteindre 180 milliards d'euros fin 2021, soit 7% du PIB, nous pensons que le moment est propice pour lancer des nouveaux produits d'investissement qui ont un sens sociétal.

Ces fonds auraient vocation à se porter acquéreurs de programmes neufs en LLI (logement intermédiaire, avec une décote de loyer de 20%) comme de programmes en LAC (logement contractualisé, avec une décote de loyer de 10%). Ils devraient aussi mener des opérations de réhabilitation dans le parc ancien dans l'ensemble des zones tendues où il y a des besoins. En matière de volume, nous pensons que ces véhicules pourraient concourir à hauteur de 30% à 50% de l'objectif de 20 000 unités par an, avec une hypothèse de collecte d'environ 1 milliard d'euros par an. Ils viendraient donc en soutien des acteurs publics spécialistes du LLI et du LAC comme CDC Habitat et In'li pour permettre de disposer d'un parc de 500 000 logements abordables sur le marché locatif en 2040.

## Améliorer la fiscalité au niveau du fonds et des souscripteurs pour rendre le produit attractif et pérenne

Un soutien de l'Etat est indispensable pour attirer de l'épargne vers des fonds dédiés au logement abordable. En effet, les rendements dans le résidentiel sont souvent inférieurs à 3,5%. Dès lors, en s'imposant une décote de loyers de 10% à 20%, ce qui nous semble indispensable étant donné le contexte de marché, le rendement brut diminue encore pour atteindre environ 3%. C'est moins que l'immobilier tertiaire et moins que l'investissement résidentiel en direct qui bénéficie de nombreux avantages fiscaux. Il faut trouver des mécanismes pour améliorer la performance de ces véhicules. Il en va de leur capacité à collecter de l'épargne et à la rendre sans déstructurer les portefeuilles. Moins de performance se traduit par moins de liquidité et donc une obligation pour les fonds de vendre des actifs. Nous pensons au contraire qu'il faut favoriser l'émergence de fonds evergreen dont les performances assurent une liquidité permettant la détention longue d'actifs.

Le principal avantage demandé consiste à appliquer le régime TVA de droit commun au logement. Autrement dit, faire en sorte que la TVA soit récupérable sur les achats de biens neufs comme sur toutes les dépenses de travaux et de gestion liés aux actifs résidentiels. C'est le cas pour les actifs tertiaires et commerciaux et nous pensons qu'il est temps d'aligner les pratiques. De même, nous proposons quelques ajustements sur la fiscalité propre du souscripteur (assiette réduite pour l'IFI, amortissement notionnel pour les parts qui distribuent et qui capitalisent, etc.). Nous disons à l'Etat : investissez à nos côtés pour nous aider à drainer de l'épargne française en faveur du logement abordable.

---

1

# Introduction

**Le secteur du logement doit se réinventer** pour faire face aux nombreux défis qui se présentent à lui. Il faut produire plus de logements et réhabiliter davantage d'habitations obsolètes afin d'augmenter l'offre disponible. Il convient également d'améliorer rapidement la performance énergétique du parc et de proposer des nouvelles voies d'accès au logement, notamment via le recours massif à des loyers abordables dans les zones tendues.

Ces défis quantitatifs et qualitatifs peuvent être en partie relevés **en s'appuyant sur l'épargne des Français** qui manifestent de plus en plus leur attachement à la pierre comme produit d'investissement. Dans ce contexte, l'incitation à l'achat en direct de biens résidentiels par des particuliers ne peut pas être le seul horizon des politiques publiques. Cette stratégie, qui est incarnée aujourd'hui par les dispositifs Pinel et Denormandie, a montré ses limites. Les investisseurs locatifs vivent souvent loin des logements qu'ils possèdent et ne disposent pas nécessairement des compétences permettant une gestion optimisée. Plus encore, certains d'entre eux se sont fortement endettés pour réaliser des opérations et sont ainsi dépourvus des ressources financières nécessaires à l'amélioration de la performance énergétique du logement ou plus largement de son bon entretien. **Les modèles d'intermédiation, aujourd'hui largement répandus dans l'immobilier tertiaire notamment via les SCPI et les OPCI, sont également très pertinents dans le monde du résidentiel.** En effet, seuls des acteurs institutionnels peuvent s'engager durablement dans le développement d'une offre locative abordable tout en assurant une politique volontariste en matière de rénovation.

De plus, le volume rend possible une mutualisation du risque et une baisse des coûts de gestion, avec des gains à la clé pour toutes les parties prenantes.

Plusieurs raisons peuvent expliquer pourquoi le poids de l'intermédiation a reculé dans le résidentiel alors qu'il augmentait considérablement dans l'immobilier commercial. Parmi celles-ci, nous montrerons dans cette note que **les règles fiscales qui s'appliquent aux différents produits immobiliers ont fortement divergé au cours des deux dernières décennies.** L'Etat incite les Français à investir en direct dans le résidentiel mais ne soutient pas les sociétés de gestion désireuses de se positionner sur ce sous-jacent, alors qu'une telle distinction de traitement n'existe pas dans le tertiaire.

---

2



**La France  
a besoin de  
logements  
abordables  
sur son  
marché  
locatif**



## Le manque de logements en France

Comme expliqué en introduction, le premier enjeu est d'ordre quantitatif. Il y a environ 4 millions de mal-logés en France en 2020<sup>1</sup>, soit un manque actuel d'au moins 1,8 million de logements (en prenant une moyenne de 2,2 personnes par ménage<sup>2</sup>). De plus, le nombre de ménages va augmenter de 2,1 millions entre 2020 et 2030 selon les chiffres de France Stratégie (conséquence de la démographie et du phénomène de décohabitation). En ajoutant les flux à venir au déficit du stock actuel, **le pays doit construire ou réhabiliter près de 4 millions de nouveaux logements** au cours de la prochaine décennie pour faire correspondre l'offre et la demande.

**Pendant, un marché résidentiel doit être légèrement sur-offreur pour faciliter la mobilité des propriétaires comme des locataires.**

Les experts estiment ainsi que le nombre de résidences principales doit être 5% supérieur au nombre de ménages. La France compte une trentaine de millions de ménages ce qui permet d'évaluer la sur-offre nécessaire à environ 1,5 million de logements. Aussi, le besoin de nouvelles résidences principales dans la prochaine décennie s'élève à 5,4 millions, soit 540 000 par an. Ce chiffre est proche de l'objectif souvent mis en avant de 500 000 logements par an, même si ce dernier provient d'une étude publiée il y a maintenant 15 ans par le Crédit Foncier (2006).

Malheureusement, les chiffres de la construction sont décevants depuis 2017. En 2018 et 2019, la moyenne de mises en chantier était d'environ 400 000 logements par an, soit un chiffre comparable aux cinq années précédentes. **Le choc d'offre annoncé en septembre 2017 par le président Macron n'a clairement pas eu lieu.** Pire encore, l'année 2020, impactée par les élections municipales et la crise de la Covid-19, a été catastrophique avec seulement 375 000 logements mis en chantier. Les professionnels de l'immobilier s'attendent à une année 2021 difficile, notamment en raison des politiques restrictives menées par les nouveaux élus municipaux. La pénurie est particulièrement prononcée dans les métropoles, les villes à fort attrait touristique et les villes moyennes en développement.

## Le mirage du tout-accession

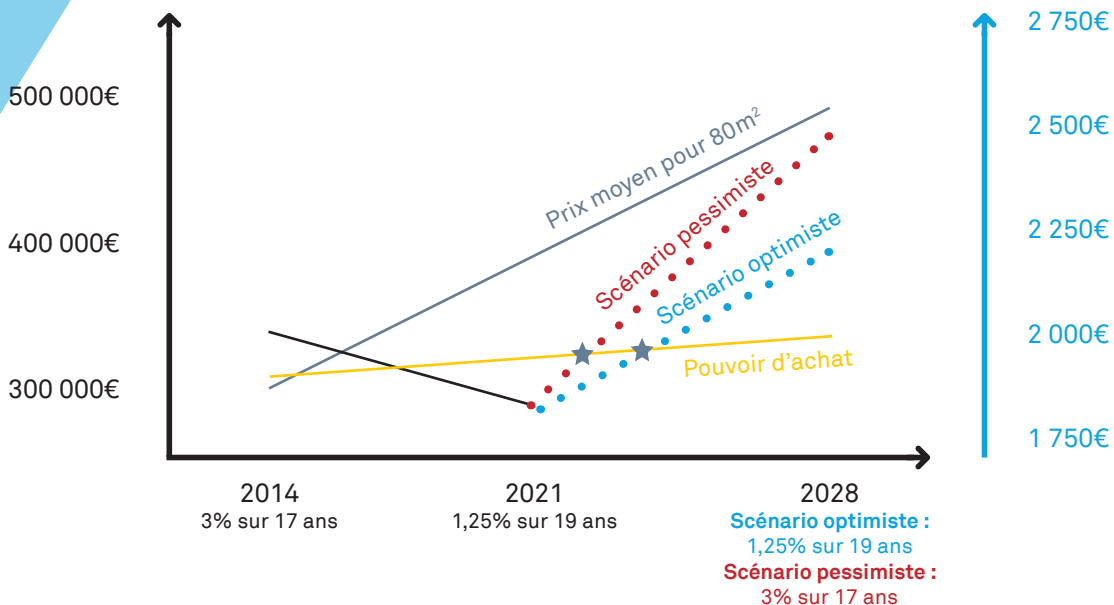
La France ne parviendra à atteindre ces objectifs de construction que **si les opérateurs peuvent compter sur une demande solvable en contrepartie.** La vente au détail, qui représente aujourd'hui plus de 90% des ventes de logements libres, est un modèle qui pourrait être fragilisé dans les mois et les années à venir. Qu'il s'agisse de propriétaires occupants ou d'investisseurs locatifs, on constate que la demande s'est maintenue à un haut niveau grâce à une forte amélioration des conditions de crédit (taux d'intérêt, durée des emprunts et taux d'endettement). Le graphique ci-dessous montre bien que le montant des mensualités a même légèrement diminué sur la période 2014-2021, alors que le prix moyen dans les 17 principales métropoles françaises passait de 300,000€ à 400,000€ pour un appartement de 80m<sup>2</sup>.

Nous avons souhaité représenter le pouvoir d'achat (en très légère augmentation) dans le graphique ci-dessous, pour illustrer le fait que le marché du logement neuf était atone entre 2014 et 2015 (les mensualités étaient supérieures au pouvoir d'achat) alors qu'il est très florissant sur la période 2015-2021 (les mensualités sont inférieures au pouvoir d'achat). Et après ? Pour anticiper l'évolution du marché nous avons simulé deux scénarios concernant les conditions de financement. Dans le scénario optimiste, les conditions restent stables mais ne s'améliorent plus d'ici 2025.

On voit alors, si la hausse des prix se poursuit au même rythme sur la période 2021-2028 que sur la période 2014-2021, que le niveau des mensualités repassera au-dessus du pouvoir d'achat en 2023. Dans le scénario pessimiste, où les conditions de financement reviennent au niveau de 2013, le « crash » entre mensualités et pouvoir d'achat arrive plus vite (dès 2022) et l'écart entre les 2 courbes à horizon 2028 est très inquiétant. Les récentes prises de position du HCSF (Haut conseil de stabilité financière), qui vont dans le sens d'un durcissement des conditions de crédit, doivent être analysées à l'aune de ce graphique.

### Prix moyen d'un logement neuf de 80m<sup>2</sup> dans les 17 métropoles de l'échantillon

### Mensualités emprunteur



Que l'on retienne le scénario optimiste ou pessimiste, on observe que **le tout-accession n'est donc pas une solution durable pour répondre aux besoins de logement des Français**. Bien entendu, les pouvoirs publics peuvent aussi

essayer de jouer sur l'évolution des prix (courbe grise) mais nous savons que l'offre est par nature rigide et que les corrections sont lentes, surtout avec les conséquences inflationnistes de la RE2020 sur les coûts de construction.

## Le besoin de logements locatifs abordables dans le parc résidentiel

**Le locatif doit donc être considéré comme une solution à part entière et non pas comme une alternative de second choix.** Pour rappel, la répartition propriétaires/locataires s'est stabilisée depuis une décennie : sur 10 personnes en France, environ 6 sont propriétaires et 4 sont locataires. Il ne s'agit pas de remettre en cause cet équilibre mais de considérer que le flux de nouveaux logements qui va arriver dans les 10 prochaines années pourrait se répartir de façon différente, avec peut-être davantage de locataires. On rappellera ici que le taux de propriétaires en France se situe en dessous de ce que l'on observe dans les pays latins du sud de l'Europe (76% en Espagne, 72% en Italie, etc.) mais au-dessus du chiffre affiché par nos amis autrichiens (55%), allemands (51%) ou Suisse (42%).

Il faut cependant s'assurer que **les loyers restent abordables** pour ne pas connaître les mêmes difficultés que dans l'accession, c'est-à-dire un marché immobilier à deux vitesses. Sur ce point, nous pouvons constater que les loyers ont évolué beaucoup plus lentement que les prix lors des 15 dernières années. Cette situation s'explique par des politiques publiques restrictives comme le blocage des loyers ou les plafonds liés à des dispositifs fiscaux, mais également par l'expertise en matière de logements abordables qui a été développée par les bailleurs professionnels publics et privés. Le fort dynamisme du logement intermédiaire (PLI puis LLI) illustre bien ce phénomène alors même que les solutions qui permettent de réduire les prix à l'accession ne sont pas encore éprouvées (BRS, aide à la constitution de l'apport, etc.).

Alors que le logement intermédiaire est considéré administrativement comme un logement conventionné, la notion **de logements libres abordables** a récemment émergé dans le secteur immobilier. Côté public, CDC Habitat en a même fait une catégorie à part entière lors de son programme d'achat de 40 000 logements annoncé en avril 2020. 15 000 LAC (logements abordables contractualisés) ont ainsi été acquis dans le cadre de ce programme. Les loyers attachés à ces habitations sont plus faibles que les loyers de marché sans pour autant que les unités soient considérées comme du logement social ou intermédiaire. La décote peut varier dans une fourchette de 5% à 20%. Dans le privé, les initiatives de grands bailleurs internationaux en faveur du logement abordable se multiplient également. Cette thématique est alignée avec leurs objectifs RSE et elle plait aux souscripteurs, particuliers et professionnels, des fonds.

## Des logements exemplaires en matière de consommation énergétique et d'habitabilité

En parallèle du combat pour plus de logements abordables, les professionnels du secteur doivent diminuer l'empreinte carbone des immeubles résidentiels. Dans le neuf, **la RE 2020 entrera bientôt en vigueur** et les grands acheteurs institutionnels s'y sont préparés. Pour certains, ils avaient déjà des attentes supérieures à la RT 2012 lorsqu'ils se portaient acquéreurs de logements, ce qui n'était pas le cas des particuliers qui achètent en direct.

Dans l'ancien, nombreux sont les immeubles nécessitant des réhabilitations lourdes seules capables d'améliorer significativement leurs performances énergétiques. Ces travaux sont indispensables pour remettre du stock adapté sur le marché locatif, à la fois dans les métropoles, les villes touristiques et les villes moyennes en développement. Là encore, les investisseurs institutionnels ont développé des fortes expertises en matière de rénovation, à la différence des particuliers qui ne disposent pas forcément des capacités financières pour assumer ces dépenses supplémentaires. Les gestionnaires de SCPI et d'OPCI ont tous mené d'importantes opérations de restructuration sur les actifs tertiaires qu'ils gèrent. Ils savent s'entourer des meilleurs entrepreneurs du bâtiment et valoriser des retours sur investissement à moyen et long terme.

La France a donc besoin de plus de logements abordables sur son marché locatif, sans que les baisses de prix **ne se traduisent par une diminution de la qualité de la construction et une régression en matière d'habitabilité des logements**. Le rapport Leclerc- Girometti

publié récemment<sup>3</sup> montre bien que la taille moyenne des logements neufs a tendance à diminuer depuis plusieurs années, tout comme les performances en matière de lumière naturelle. Certains aménagements, telles que les cuisines ouvertes, sont aussi accusés par les auteurs de réduire l'habitabilité des logements. Qui pourrait leur donner tort sur ce constat ? L'offre locative abordable que nous appelons à développer doit être à la hauteur de cet impératif de qualité, notamment après la crise de la covid-19 durant laquelle beaucoup de Français ont mesuré l'inadéquation entre leurs attentes et les caractéristiques de leur habitation. Nous remarquons que Laurent Girometti et François Leclercq voient dans les investisseurs institutionnels des acteurs capables de relever ce défi. Ils écrivent : « Par ailleurs, bien qu'il soit reconnu que la tendance actuelle, portée par le dispositif Pinel, soit à une réduction des surfaces, il semblerait que cela puisse être limité par le potentiel retour des investisseurs institutionnels, plus regardants sur les prestations intérieures et les mètres carrés. Contrairement aux particuliers, ils se projetteraient sur un temps plus long, prenant ainsi un risque plus marqué mais exigeant en contrepartie de leurs produits d'investissement qu'ils soient mieux conçus, avec une exigence accrue en termes de qualité et de conception ».

<sup>1</sup> 26<sup>e</sup> rapport sur l'état du mal-logement en France 2021, Fondation Abbé Pierre, mars 2021.

<sup>2</sup> Une baisse continue du nombre de personnes par logement depuis 20 ans, Insee, novembre 2015.

<sup>3</sup> Rapport de la mission sur la qualité du logement, Laurent Girometti – François Leclercq, Septembre 2021.



---

3



**Une épargne  
abondante  
prête à se  
déverser  
dans le  
résidentiel**

## De l'épargne et un attachement fort à la pierre

Selon les derniers chiffres de la Banque de France, **l'épargne accumulée pendant la crise devrait atteindre 180 milliards d'euros fin 2021**, soit 7% du PIB. Autre chiffre intéressant, le taux d'épargne, pour l'ensemble de l'année 2020, a ainsi atteint 21,3 % du revenu disponible brut contre 14,4 % en 2019.

Que vont faire les Français de cette manne substantielle ? D'après une enquête Ifop-Altaprofits qui se penche sur cette question, 43% des interrogés souhaitent faire des investissements financiers (Bourse, livret A, etc.) et 20% déclarent vouloir acheter de l'immobilier. 40 milliards d'euros supplémentaires pourraient donc se déverser sur le secteur immobilier dans les prochaines années, ce qui est une bonne chose ! L'immobilier comme produit d'investissement a donc bien résisté à la crise de la covid-19 durant laquelle la bourse a montré sa forte volatilité.

## Un fort appétit pour le logement

**Les Français constatent que l'immobilier tertiaire et commercial font face à de nombreux défis.** Ils savent que les centres commerciaux sont de plus en plus concurrencés par le e-commerce et que la demande de bureaux pourrait diminuer en raison d'une hausse durable du télétravail. Les médias relaient largement ces craintes, comme en témoigne la une du Point en date du 21 mai 2020 qui titrait « Le boulot sans métro, enquête sur une révolution » et qui mettait en scène une dame travaillant sur son ordinateur depuis une maison de campagne. Bien que la plupart de ces craintes nous semblent exagérées, force est de constater qu'elles ne sont pas sans conséquence sur les choix d'investissements des Français. Les SCPI et OPCI, très majoritairement investis en immobilier de bureaux et de commerce, ont collecté 29% moins de capitaux en 2020 qu'en 2019, selon les chiffres de l'Aspim. Le premier trimestre 2021 est un peu meilleur mais il reste bien inférieur aux niveaux de collecte observés en 2019.

Dans le même temps, **la thématique du résidentiel semble attirer les épargnants plus encore que par le passé.** La meilleure illustration de cette bascule se trouve dans l'évolution des cours boursiers des foncières cotées. Alors même que les valorisations des foncières de bureaux et de commerce restent à des niveaux bien inférieurs à ceux de février 2020, les foncières logements valent davantage aujourd'hui qu'il y a 18 mois. Vonovia, foncière qui détient plus de 400 000 logements en Allemagne, Suède et Autriche, a vu son cours de bourse augmenter d'environ 20% depuis le début de la crise. Dans le même temps, des grands acteurs anglo-saxons annoncent leur volonté d'acheter du logement en Europe après avoir convaincu leurs propres investisseurs, des particuliers ou des fonds de pensions, de les suivre sur cette thématique. Le fonds américain Invesco a par exemple annoncé en novembre 2020 son intention de déployer 500 millions d'euros sur du résidentiel en Europe, une stratégie inédite pour cet acteur. Plus récemment, c'est l'entreprise Greystar, basée à Charleston en Caroline du Nord, qui a annoncé le lancement d'un fonds de 700 millions de dollars dédié au logement en Europe avec un focus particulier sur le Royaume-Uni.

## Une quête de sens dans les investissements

Par ailleurs, la thématique du logement abordable est porteuse de sens pour les investisseurs particuliers et institutionnels. Au plus fort de la crise de la covid-19, **les Français ont pu constater que les travailleurs de la première ligne (soignants, caissières, policiers, etc.) avaient les plus grandes difficultés à se loger près de leur lieu de travail** dès lors que celui-ci était situé en zone tendue. Ces profils, parfois qualifiés de travailleurs modestes, ne sont pas assez aisés pour se loger confortablement sur le marché libre mais dépassent les plafonds de revenus pour espérer trouver un logement social. Le développement d'une offre locative, intermédiaire ou libre abordable, est donc plus que nécessaire pour répondre à leurs besoins.

La plupart des sociétés de gestion prennent désormais en compte les enjeux RSE dans leur stratégie d'investissement. Or, le logement pour tous est une thématique « d'impact investing » qui se suffit à elle-même. Les Français constatent, à titre personnel ou via leur entourage, que le pays manque de logements, et qu'il fait sens d'investir dans des produits d'épargne dont l'un des objectifs est de combler ce déficit.





---

4

# Les vertus de l'inter- médiation dans le résidentiel

## Le sous-investissement des bailleurs particuliers

Dès lors qu'il existe un besoin d'investissement et une épargne prête à s'investir, encore faut-il définir le meilleur moyen de faire correspondre l'offre et la demande. **Un arbitrage doit être fait entre le maintien de dispositifs d'incitation uniquement accessibles aux particuliers et un rééquilibrage en faveur des investisseurs institutionnels** et donc de l'intermédiation.

Que ce soit dans le neuf ou dans l'ancien, la part des investisseurs locatifs particuliers dans l'ensemble des transactions immobilières a fortement augmenté au cours des dernières années. Dans l'ancien, 18% des acheteurs étaient des investisseurs en 2015, contre 30% aujourd'hui. Ainsi, 300 000 investissements locatifs ont lieu chaque année sur des logements anciens, contre seulement 120 000 auparavant (le nombre de transactions total étant passé de 700 000 à 1 000 000 sur la période considérée). Dans le neuf, les chiffres ont évolué dans les mêmes proportions depuis le lancement du dispositif Pinel en 2015. Nous nous réjouissons de voir les Français investir dans le logement mais nous craignons que l'acquisition en direct par des particuliers de biens destinés au marché locatif ne permette pas de relever les défis évoqués en première partie de la note. **Au contraire, nous voyons chaque jour les limites de ce modèle.**

Le premier enjeu réside dans le sous-investissement dont souffrent ces unités locatives détenues par des particuliers. Ces derniers alignent généralement à l'euro près les mensualités de leur emprunt bancaire et les loyers facturés au locataire, ce qui peut **entraîner parfois du surendettement mais surtout une faible capacité à investir dans la rénovation dudit logement**. C'est en partie cette inquiétude qui a poussé le HCSF à agir dès février 2020. Pour rappel, il était alors proposé un durcissement des conditions de crédit qui consistait à limiter à 33% le montant des mensualités rapporté aux revenus (versus 35% auparavant). 15% des prêts pouvaient être accordés sans respecter cette contrainte, mais cette marge de manœuvre ne devait bénéficier presque qu'aux propriétaires-accédants. Autrement dit, la Banque de France ne souhaite plus que des investisseurs locatifs particuliers puissent s'endetter au-delà de 33% de leurs revenus, sauf cas exceptionnel. Selon les données publiées à l'époque, plus d'un investisseur immobilier sur trois dépassait 35% d'endettement, alors qu'ils sont moins d'un sur cinq pour les primo-accédants.

Le sous-investissement, qui est en partie lié à l'arrivée de populations moins aisées sur le marché locatif, peut être constaté dès aujourd'hui. Par exemple, **le dispositif MaPrimRenov a peu de succès dans les copropriétés** (où se concentrent les investissements locatifs) alors même qu'il se développe à grande vitesse dans les maisons individuelles où les propriétaires-occupants sont souverains. Si la crise sanitaire et la difficulté à tenir des assemblées générales peuvent expliquer une partie de ce retard, le mode de gouvernance des copropriétés ralentit inévitablement les prises de décisions. **Des phénomènes de « passager clandestin » sont observés** dans la mesure où des copropriétaires (bailleurs ou occupants) se disent qu'ils vont vendre leur bien prochainement et qu'ils préfèrent que le coût de la rénovation des parties communes soit supporté par le futur copropriétaire.

**A l'inverse, les investisseurs institutionnels, surtout pour des fonds evergreen (fonds sans durée de vie prédéterminée) tels que nous le proposons plus bas dans cette note, ne sont pas soumis à ce type d'aléas moraux.** Leur horizon d'investissement est de très long terme et ils peuvent se contenter d'un retour sur investissement qui s'étale sur de nombreuses années. Les gestionnaires de SCPI et d'OPCI ont la culture des capex (dépenses d'investissement) grâce à leur activité dans l'immobilier tertiaire et commercial. Nous savons enfin qu'une rénovation d'ensemble produit beaucoup moins de nuisances que plusieurs rénovations d'unités étalées dans le temps. Il s'agit là encore d'un avantage de la monopropriété vis-à-vis de la copropriété, et donc d'une prime à l'intermédiation par des professionnels.

## Les institutionnels seuls capables de relever le défi du logement abordable

**La plupart des investisseurs particuliers gèrent eux même leur logement, sans passer par un professionnel.** La part de marché des gestionnaires locatifs est d'environ 35%, ce qui signifie que seulement 2,2 millions de logements sont administrés par des agences immobilières sur un total de plus de 6 millions de biens dédiés au locatif dans le parc privé. Cette prédominance de la gestion « en direct » n'est pas sans conséquence. D'une part, le morcellement ne permet pas de réaliser des économies d'échelle qui permettraient de redistribuer un surplus entre le propriétaire et le locataire.

Par exemple, nous savons que seuls les gestionnaires professionnels peuvent se doter d'outils informatiques onéreux qui rendent possible un pilotage à distance des bâtiments, ce que ne peut pas faire un bailleur particulier. D'autre part, il est préférable pour un bailleur de disposer de plusieurs unités plutôt que d'une seule afin de mutualiser les risques notamment liés aux impayés. Or, moins de 20% des investisseurs locatifs sont des multi-propriétaires et les 80% restant sont donc à la merci du moindre problème de solvabilité de leur locataire unique. La gestion des conflits est elle aussi facilitée dès lors que le gestionnaire et le bailleur sont des acteurs institutionnels et non des particuliers.

Par ailleurs, un rapport récent produit par l'IGF et le CGEDD<sup>4</sup> montre que **les dispositifs incitant les investisseurs locatifs particuliers à proposer des logements abordables n'ont pas atteint leurs objectifs.** Selon ces travaux, il y a en France 3 sources de logements « intermédiaires », c'est-à-dire qui proposent théoriquement des loyers inférieurs aux loyers de marché mais supérieurs aux loyers du monde social : les logements PLI (prêts locatifs intermédiaires) chez les bailleurs sociaux, les logements LLI (logement locatif intermédiaire) chez les bailleurs sociaux mais également chez des investisseurs institutionnels et enfin les logements détenus par des bailleurs particuliers qui ont bénéficié d'un avantage fiscal et qui doivent donc maintenir des loyers décotés. Les avantages fiscaux étant soumis à des contraintes en matière de loyers, les logements concernés sont en effet considérés comme des logements intermédiaires durant toute la durée de l'avantage (généralement 6, 9 ou 12 ans). Aussi, les seuls dispositifs fiscaux attachés à des logements encore soumis à des plafonds sont les dispositifs Duflot et Pinel. Les biens liés aux anciens avantages fiscaux sont tous repassés dans le marché libre traditionnel. Il y aurait actuellement 450 000 logements détenus par des particuliers qui répondent encore à des critères de plafonds de loyers (dispositifs Duflot ou Pinel).

Cependant, le rapport insiste sur le fait que **l'écrasante majorité des logements détenus par des particuliers ne correspondent pas aux objectifs du logement intermédiaire**, c'est-à-dire de loger les ménages habitant des zones tendues et ne pouvant supporter les loyers du marché ni accéder au parc social. En plus de la non-durabilité déjà évoquée, le parc est très largement réparti dans le territoire au-delà des agglomérations les plus tendues. De plus, comme l'a mis en évidence la mission IGF/CGEDD de 2019, les loyers pratiqués sont en général au niveau du marché ou très proches de celui-ci. On constate même que le loyer plafond est lui-même supérieur au loyer de marché dans 43% des cas. La diversité des conditions de marché au sein des grandes zones nationales soumises à un même plafond de loyer permet en effet aux particuliers investisseurs de choisir les localisations pour lesquelles le plafond réglementaire ne contraint pas le niveau de loyer, d'autant que ces localisations sont souvent les moins chères à l'achat. À partir des données contenues dans le rapport IGF/CGEDD de 2019, **on estime que seulement 31 000 logements (versus les 450 000 détenus!) ayant bénéficié d'une réduction d'impôt pour investissement locatif peuvent être considérés comme répondant pleinement aux besoins des ménages** ne pouvant supporter les loyers du marché ni accéder au parc social. Ces 31 000 logements sont situés en zone A bis (2 000 unités), en zone A (22 000 unités) et en zone B1 (7 000 unités).

**Le rapport de l'IGF/CGEDD fait en revanche une évaluation très positive du dispositif LLI (logement locatif intermédiaire)**, créé en 2014. En 7 ans, le nombre de logements issus du dispositif LLI a déjà dépassé le total des PLI, soit près de 55 000 LLI contre 53 000 PLI. Cette montée en puissance repose en premier lieu sur le dynamisme des deux principaux acteurs parapublics : le groupe CDC Habitat et les filiales IN'LI d'Action Logement. Ensemble, CDC Habitat et les filiales IN'LI d'Action Logement, opérations réalisées en propre et structures gérées confondues, représentent 64 % des logements intermédiaires agréés entre 2014 et 2020.

Cela dit, les besoins en matière de locatif abordable sont encore gigantesques, et c'est bien pourquoi nous proposons de flécher une partie de l'épargne vers cette thématique. Selon les travaux de l'IGF et du CEGDD, le besoin net de nouveaux logements intermédiaires est compris **entre 180 000 et 420 000**. Il faut rappeler que ce niveau de production permettrait d'absorber la demande actuelle mais pas la demande future qui émergerait, notamment en raison de la poursuite de l'augmentation des prix dans les métropoles. Les objectifs de construction de CDC Habitat et Action Logement s'élèvent à 15 000 à 18 000 logements intermédiaires par an, ce qui revient à dire que la demande sera satisfaite d'ici 10 à 23 ans. **L'effort de construction de logements intermédiaires doit donc clairement s'intensifier.**

Et comme il n'est pas possible, pour des raisons détaillées dans la partie 5.1, de construire du logement intermédiaire dans toutes les villes tendues, il faudra aussi miser sur le développement du libre abordable.

## Besoin net en logements intermédiaires par zone A/B/C

Zones	Demande des ménages estimée (A)		Offre utile estimée (B)	Besoin net de logements intermédiaires (A) - (B)	
	Borne basse	Borne haute		Borne basse	Borne haute
A bis	147 000	176 000	24 000	123 000	152 000
A	104 000	230 000	72 000	32 000	158 000
B1	69 000	154 000	44 000	25 000	110 000
<b>Total</b>	<b>320 000</b>	<b>560 000</b>	<b>140 000</b>	<b>180 000</b>	<b>420 000</b>

## Le cadre fiscal actuel rend difficile l'équation

L'intérêt social d'un retour des investisseurs institutionnels dans le monde du logement nous semble difficilement contestable, notamment pour les sujets de la rénovation énergétique et du logement abordable déjà évoqués. Si ce retour est encore poussif, et si les épargnants ne se ruent pas sur les véhicules SCPI/OPCI dédiés au résidentiels, c'est que le cadre légal et fiscal ne les y incite pas.

Le principal frein que nous avons observé réside dans l'écart de rendement qui subsiste entre les actifs tertiaires et le résidentiel. Alors qu'une SCPI détenant des bureaux peut atteindre un rendement souvent supérieur à 4,5%, les véhicules qui achètent des logements abordables peinent aujourd'hui à dépasser les 3%. Les souscripteurs de SCPI et d'OPCI sont très sensibles à un effet affichage sur la performance, et il n'est pas facile pour eux de faire une analyse risque/rendement qui prendrait en compte tous les avantages du sous-jacent résidentiel. Il faut donc réfléchir à un moyen de réduire cet écart afin de donner envie à plus de Français d'investir dans la thématique du logement abordable en passant par des gestionnaires professionnels.

Autre enjeu, les épargnants comparent aussi l'investissement résidentiel en direct à l'investissement résidentiel via un véhicule professionnel. Le premier bénéficiant d'avantages fiscaux importants alors que le second en est dépourvu, il ne faut pas s'étonner que les épargnants fassent du direct alors même que nous avons démontré ci-dessus que ce type d'investissement génère des externalités négatives importantes. Plus que jamais, le législateur doit retrouver une forme de neutralité vis-à-vis des choix d'investissements des particuliers. Les règles devraient être les mêmes pour un investisseur qui choisit d'acheter du logement en direct ou qui passe par un véhicule géré par des professionnels.

<sup>4</sup>Développement de l'offre de logement locatif intermédiaire par les investisseurs institutionnels, IGF et CGEDD, avril 2021.



---

5

**Le fonds  
logement**





## Un fonds dédié au logement abordable

Les fonds logement que nous avons imaginés sont des fonds evergreen (sans durée limite de temps) qui achètent uniquement des actifs résidentiels. **En matière d'usage**, les actifs résidentiels regroupent les logements, les résidences étudiantes et séniors, les immeubles de coliving ou de colocation, les hébergements d'urgence ainsi que tout actif mixte à majorité résidentielle. Ces actifs devront être situés dans les zones tendues, c'est-à-dire les métropoles, les villes moyennes dynamiques et les villes touristiques.

En matière de statut administratif des logements, ces fonds auraient vocation à agir sur trois catégories d'actifs :

- **Des logements intermédiaires (LLI) neufs :** Le logement intermédiaire, aussi appelé logement à loyers maîtrisés, est un logement locatif principalement destiné **aux classes moyennes**. Il a été créé pour incarner le maillon manquant entre le HLM et le logement privé. Le logement intermédiaire s'adresse en priorité aux foyers dont le revenu est légèrement trop élevé pour accéder à un logement social. La définition du logement intermédiaire se fait selon quatre conditions : il doit être destiné aux classes moyennes, être situé dans une zone tendue, faire l'objet d'une aide de l'État ou d'une collectivité locale et son prix doit être plafonné à un niveau intermédiaire (**décote sur le loyer de 20%**). Il s'agit d'un logement conventionné, ce qui a notamment pour conséquence pour le bailleur de devoir respecter un niveau de ressources maximum pour ses locataires.

- **Des Logements Abordables Contractualisés (LAC) neufs :** concept imaginé par CDC Habitat mais qui ne répond pas à une catégorie juridique définie à ce jour, le LAC est un logement locatif libre, distinct du logement social et du logement intermédiaire, et réservé aux investisseurs institutionnels. Ces logements sont achetés en bloc et donc à un prix décoté par rapport au marché de la découpe. Ils sont ensuite mis en location à un loyer compris entre le LLI et le libre, **soit une décote de 10%**. C'est un logement qui n'est pas conventionné, ce qui permet une plus grande liberté dans l'exploitation. Par ailleurs, il nous semble indispensable de pouvoir utiliser simultanément les dispositifs du LLI et du LAC pour les raisons suivantes :

- **Certaines opérations ne peuvent sortir sous le statut LLI** car l'obligation de construire 25% de logements sociaux s'applique même lorsque le quota SRU a été atteint (ce qui n'est pas le cas pour le logement libre)
- **Les populations visées ne sont pas les mêmes** et certains maires peuvent souhaiter offrir des loyers modérés à des populations de la classe moyenne supérieure, dans un objectif de mixité sociale
- **Certains territoires un peu moins tendus ne sont pas accessibles aux logements intermédiaires** alors que le besoin de logements abordables existe. C'est par exemple le cas des territoires concernés par le programme Action Cœur de Ville.
- **Le LAC n'engendre pas d'exonération de taxe foncière pendant 20 ans** à la différence du LLI, même si cette différence a vocation à disparaître à partir de 2022.
- **Certains maires, par idéologie et par habitude, restent très hostiles au logement intermédiaire.** Proposer du LAC est parfois la seule solution pour produire du locatif abordable.

• **Des Logements Abordables Contractualisés (LAC) réhabilités** : les fonds logement ont également vocation à participer à des **opérations de réhabilitation**. Pour ces cas de figure, et dans une optique de cohérence d'ensemble, nous proposons de garder **les mêmes principes que le LAC neufs en ce qui concerne la décote de loyer par rapport au loyer libre (-10%)**. Pour le neuf comme pour l'ancien, la décote cible pourrait être définie par l'investisseur et le maire, via un contrat d'engagement sur une durée très longue. L'idée étant de reprendre le principe des « chartes promoteur » et les appliquer au marché locatif grâce à l'appui des investisseurs institutionnels.

En parallèle, nous pensons **judicieux d'encourager les institutionnels à se porter acquéreurs des logements Pinel, et dans une moindre mesure des logements Duflot, qui arrivent à la fin de la période où les loyers sont plafonnés**. Il faudrait imaginer un système fiscal incitatif pour les acheteurs (les fonds logement) et les vendeurs (les investisseurs particuliers qui arrivent à la fin de leur Pinel) qui mèneraient des opérations de ce type. En contrepartie de ce coup de pouce, les investisseurs professionnels s'engageraient naturellement à maintenir les plafonds de loyer pour une durée indéterminée. Les 31 000 logements abordables détenus par les bailleurs individuels ne ressortiraient donc jamais de cette catégorie. **Il faut plus de locatifs abordables qui entrent dans le périmètre et moins qui en sortent.**

## Une collecte auprès du grand public

Enfin, ces fonds logements seraient **collectés auprès du grand public**, répondant ainsi à l'appétit des épargnants évoqué plus haut. La pierre papier séduit plusieurs dizaines de milliers d'épargnants chaque année pour des

montants annuels totaux qui dépassaient les 10 milliards d'euros avant la crise. Les fonds logement doivent s'inscrire dans cette dynamique et drainer l'épargne des particuliers. La collecte pourrait se faire en direct, via des produits vendus par les conseillers en gestion de patrimoine ou directement sur Internet, ou de manière indirecte par le truchement de l'assurance vie et de l'épargne retraite ou salariale.

**L'outil de l'OPCI grand public semble être le plus approprié pour ce type de véhicule ouvert aux investisseurs non professionnels.** Il existe une petite vingtaine d'OPCI grand public à ce jour, pour un actif net total supérieur à 20 milliards d'euros. Ils sont tous gérés par des sociétés de gestion de portefeuilles agréées par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). L'OPCI grand public va plutôt renvoyer aux investisseurs non professionnels alors que l'OPPCI (Organisme de Placement Professionnel Collectif Immobilier) se rapproche des investisseurs privés tels que les investisseurs institutionnels.

Pour que la collecte des capitaux soit à la hauteur de l'ambition du projet, la commercialisation de ces fonds se fera :

- soit **directement auprès des porteurs finaux institutionnels ou particuliers;**
- soit **par l'intermédiaire de l'assurance vie (UC) et de l'épargne retraite et salariale** pour lesquels le résidentiel constitue une classe d'actif adaptée à l'horizon de placement et au besoin de rendement à terme.

On rappellera que les loyers des logements sont indexés sur l'inflation et que le résidentiel est donc la classe d'actif idéale pour préparer sa retraite. Le retour d'une inflation soutenue est en effet un scénario qui gagne du terrain chez les macro-économistes.



---

6



**Une fiscalité  
plus  
incitative  
qui  
permet de  
crédibiliser  
les fonds  
logement  
abordable**

## Les avantages demandés

### Au niveau du fonds : faire rentrer le résidentiel dans le régime de droit commun de la TVA et compenser la taxe foncière

Le logement libre avec des loyers de marché n'est déjà pas une classe d'actif qui attire des foules d'épargnants. En effet, dans les zones tendues où il y a des besoins, les rendements sont souvent inférieurs à 3,5%. Dès lors, en s'imposant une décote de loyers de 10% à 20%, ce qui nous semble indispensable étant donné le contexte de marché, et nécessaire pour positionner les fonds sur la thématique du logement abordable, le rendement brut dégringole encore pour atteindre environ 3%.

La réussite d'une collecte plus importante permettant ensuite des acquisitions sur des projets qui n'auraient pas forcément vu le jour sans cette nouvelle solution **nécessite donc un soutien de la puissance publique**. De nombreuses externalités positives sont attendues qui légitiment ainsi l'intervention de l'Etat. Après les propositions ci-dessous, nous proposons bien entendu un chiffrage du coût budgétaire. Cependant, il ne faut pas raisonner en absolu mais en relatif par rapport à ce que l'Etat va devoir de toutes façons dépenser pour subvenir aux besoins de logement d'une grande partie de la population. Nous disons à l'Etat : investissez à nos côtés pour nous aider à drainer de l'épargne française en faveur du logement abordable.

Nous proposons **d'appliquer aux actifs résidentiels le même régime TVA que celui qui régit l'immobilier commercial**. Ainsi, les taux de TVA liés aux acquisitions n'auraient plus d'importance dans la mesure où cette taxe serait récupérable pour l'investisseur. En contrepartie, une TVA très réduite serait appliquée aux loyers facturés par les fonds logement, comme c'est le cas dans les immeubles de bureaux ou pour les centres commerciaux.

Les avantages d'une telle réforme sont multiples. D'une part, le rendement des investissements serait plus attractif pour les épargnants car le gain pour le fonds est immédiat (pas de TVA pour les acquisitions) alors que les coûts sont étalés dans le temps (loyer un peu plus faible car une TVA s'applique). En réduisant l'écart entre la valeur du neuf et celle de l'ancien, nous évitons aussi à l'épargnant des mauvaises surprises en matière de valorisation future du prix de sa part. Comme chacun le sait, les fonds logement, comme l'investissement en direct, ont vu leur performance se réduire quand les biens sont remis sur le marché et entrent en concurrence avec des biens anciens qui n'ont pas supporté la TVA.

D'autre part, ce modèle réduit mécaniquement les coûts de gestion divers (pour lesquels la TVA deviendrait récupérable) et surtout ceux des travaux tout au long de la vie du bâtiment. **C'est une incitation forte à gérer mieux et à rénover plus fréquemment**. Enfin, il s'agit d'une mesure de simplification pour les gestionnaires d'actifs et pour l'Etat car l'ensemble des produits immobiliers (tertiaire, commerce, industriel et résidentiel) seront logés à la même enseigne. Voici donc les mesures que nous proposons pour les 3 types d'actifs résidentiel du fonds :

- **Pour les logements intermédiaires (LLI) neufs :**

- **Maintien d'une TVA à 10%** qui devient récupérable.

- **Assujettissement des loyers à une TVA de 5,5% (taux réduit)** entièrement pris en charge par l'investisseur car le loyer payé par le locataire doit rester inférieur (20%) au loyer de marché même après prise en compte de la TVA.

→ **Transformation de l'exonération de vingt ans de la TFPB en crédit d'impôt sur une même période.** En effet, la décorrélation entre l'effort de construction et les recettes fiscales des mairies doit prendre fin. Cette proposition fait partie des 13 recommandations du rapport Rebsamen et devrait être reprise dans le PLF 2022.

• **Pour les Logements Abordables Contractualisés neufs :**

→ **Maintien d'une TVA à 20%** qui devient récupérable.

→ **Assujettissement des loyers à une TVA de 5,5% (taux réduit)** entièrement pris en charge par l'investisseur car le loyer payé par le locataire doit rester inférieur (10%) au loyer de marché même après prise en compte de la TVA.

→ **Mise en place d'un crédit impôt lors des 20 premières années,** couvrant peu ou prou la taxe foncière à payer à la mairie.

• **Pour les Logements Abordables Contractualisés réhabilités :**

→ **Réduction des droits d'enregistrement de 7% à 3,5%,** avec compensation par l'Etat de cette perte pour les collectivités locales.

→ **Assujettissement des loyers à une TVA de 5,5% (taux réduit)** entièrement pris en charge par l'investisseur car le loyer payé le locataire doit rester inférieur (10%) au loyer de marché même après prise en compte de la TVA.

→ **Mise en place d'un crédit impôt lors des 20 premières années,** couvrant peu ou prou la taxe foncière à payer à la mairie.

La proposition sur le LAC réhabilité s'inspire de la proposition de l'IGF et du CGEDD concernant le LLI. Il est en effet proposé de reprendre la rédaction de l'article 1384-0 A du code général des impôts (CGI) pour élargir les avantages fiscaux dont bénéficient les investisseurs institutionnels dans le cas de la construction de logements intermédiaires neufs à la rénovation de logements soumis aux mêmes conditions de mise sur le marché

• **Pour les logements Duflot et Pinel existants que les fonds logement achèteraient à des particuliers qui arrivent à la fin de la période d'avantage fiscal ou à des fonds souhaitant les vendre avant liquidation :**

→ **Réduction des droits d'enregistrement de 7% à 3,5%,** avec compensation par l'Etat de cette perte pour les collectivités locales.

→ **Assujettissement des loyers à une TVA de 5,5% (taux réduit)** entièrement pris en charge par l'investisseur car le loyer doit rester inférieur (10%) au loyer de marché même après prise en compte de la TVA.

→ **Mise en place d'un crédit impôt lors des 20 premières années,** couvrant peu ou prou la TFPB.

\* Les fonds résidentiels déjà constitués pourraient bien entendu bénéficier des avantages que nous imaginons pour les nouveaux fonds logement. Si un changement de structure juridique est nécessaire pour ces fonds précurseurs, il devra se faire sans aucun frottement fiscal.

## Au niveau du souscripteur

Pour parfaire le dispositif, **nous souhaitons également diminuer l'écart entre le rendement net du fonds et le rendement final pour l'épargnant**. En effet, de nombreux éléments de fiscalité s'appliquent sur le stock investi (principalement IFI) et sur le flux des dividendes versés. Nos propositions reposent principalement sur deux axes d'amélioration au niveau de la fiscalité du souscripteur :

### • Réduction de l'assiette de l'IFI :

Compte tenu de la fonction sociétale du fonds, un abattement de 50% sur la valeur des parts est demandée pour le calcul de l'assiette de l'IFI. Une autre solution serait de diminuer le taux pour atteindre la même économie d'impôt. De manière générale, il ne paraît pas judicieux d'appliquer le même taux, ou la même assiette, à des actifs résidentiels qui rapportent peu, même après prise en compte de nos propositions. Cette réduction d'assiette s'appliquerait à la fois pour les détenteurs de parts en direct comme pour ceux qui passent par l'épargne retraite ou salariale et les unités de compte rattachées à l'assurance vie.

### • Un amortissement notionnel pour pour les parts qui distribuent et une diminution de l'assiette imposable pour les parts qui capitalisent :

#### Souscription en direct :

→ Amortissement notionnel de 1,5% par an pour **les parts qui distribuent**. Avec un rendement de  $x$ , la fiscalité sur le flux s'appliquera donc sur une assiette équivalente à  $x - 1,5\%$ .

Nous prévoyons que l'Etat puisse récupérer une partie de la fiscalité au moment de la cession des parts en majorant la plus-value constatée de 1,5% fois le nombre d'année de détention. Concrètement, si la part a fait 30% de plus-value et qu'elle est revendue au bout de 10 ans alors la plus-value fiscalisable sera de 45% [ $30\% + (10 \times 1,5\%)$ ]. En résumé, l'Etat renonce à une fiscalité à court-terme, qui permet ainsi de maximiser la performance, mais récupère in fine la fiscalité non-perçue au moment de la cession des parts. Ici encore l'Etat joue donc un rôle de prêteur mezzanine pour aider le produit à se lancer.

→ **Pour les parts qui capitalisent**, nous proposons de réduire l'assiette de la plus-value de 1,5% fois le nombre d'années de détention. Autrement dit, une part qui donnerait lieu à plus-value de 30% au bout de 10 ans ne serait fiscalisée que sur la base d'une plus-value de 15% [ $30\% - (10 \times 1,5\%)$ ]. Les parts qui capitalisent sont donc in fine plus favorables aux souscripteurs que les parts qui distribuent, ce qui est un des objectifs de la réforme fiscale que nous proposons.

#### Souscription en indirect (via épargne retraite ou salariale) :

Dans ce cas il n'y a que **des parts qui capitalisent** auxquelles nous proposons d'appliquer le même système que pour les souscription en direct, à savoir une réduction de l'assiette de la plus-value de 1,5% fois le nombre d'années de détention.

## Impact des avantages demandés sur le rendement brut des fonds logement et sur le rendement final pour l'investisseur particulier

Au niveau du fonds, les avantages demandés (TVA récupérable, compensation de la taxe foncière et réduction des droits de mutation) ont des effets positifs sur le rendement qui sont supérieurs aux effets négatifs induits par les plafonds de loyers et l'application d'une TVA sur les revenus.

Le tableau ci-dessous permet de comparer le surplus de rendement généré, avec l'hypothèse d'un effet de levier de 40% et d'un taux d'intérêt à 1,5%. Nous ne prenons pas en compte ici les unités Duflot/Pinel rachetées à des particuliers ou des fonds car ce flux-là restera marginal.

Type de logement	Décote sur le loyer de marché	Rendement net actuel (après effet de levier)	Rendement net avec prise en compte de nos propositions	Ecart de rendement
LLI neuf	-20%	4,18%	4,50%	+0,32%
LAC neuf	-10%	3,66%	5,00%	+1,34%
LAC réhabilitation	-10%	3,21%	3,90%	+0,69%

Pour le LLI neuf et le LAC neuf, l'écart de rendement s'explique pour 2/3 par le principe de la TVA récupérable à l'acquisition et pour 1/3 par la compensation de la taxe foncière. Pour le LAC réhabilitation, les 3 éléments principaux (TVA sur les travaux récupérable, baisse des droits d'enregistrement et compensation de la taxe foncière) contribuent de façon presque équivalente à l'amélioration du rendement.

**Nos propositions ont pour conséquence de supprimer l'avantage relatif du LLI vis-à-vis du LAC neuf.** En effet, le taux réduit de TVA (10% pour le LLI versus 20% pour le LAC neuf) n'a plus d'incidence dès lors que cette TVA devient récupérable. Les deux produits ayant vocation à recevoir une compensation de la

TFPB, la différence de rendement provient de la décote de loyers qu'ils s'imposent : 20% pour le LLI et seulement 10% pour le LAC. Il appartiendra donc au législateur de définir si le LLI doit bénéficier d'un avantage supplémentaire afin de rapprocher son rendement avec celui du LAC abordable. Un taux de TVA réduit sur la collecte des loyers (2,1% versus 5,5%) pourrait être envisagé, de même qu'une compensation de la TFPB sur une plus longue période.

Pour définir le rendement moyen d'un portefeuille, nous avons modélisé plusieurs scénarii avec une allocation différente entre les 3 types d'actifs. **Le rendement brut moyen est compris entre 4% et 4,5% en fonction de la distribution.**



Nous retenons l'hypothèse basse d'un rendement de portefeuille à 4% pour poursuivre le raisonnement. Ce rendement va devoir subir plusieurs frottements avant de se matérialiser par un rendement net pour le souscripteur de l'OPCI. D'une part, les gestionnaires de ces véhicules facturent des frais qui permettent notamment de rémunérer les réseaux de distribution. Nous estimons ces frais à environ 1% par an durant toute la durée de l'investissement. Le rendement tombe donc à 3%. D'autre part, viennent ensuite les éléments de fiscalité qui sont de deux natures :

- **Une fiscalité sur le stock avec l'IFI** : dans le cas où le souscripteur dispose déjà d'un patrimoine immobilier net d'une valeur supérieure à 800 000€, le taux qui s'applique est de 0,50%. Ce taux peut monter plus haut jusqu'à atteindre 1,5%.
- **Une fiscalité sur les flux ou sur les plus-values** : les cas de figures sont multiples mais on peut estimer que la fiscalité des personnes physiques diminue le rendement d'environ 1% à 1,5%.

En conséquence, sans prise en compte de nos propositions sur la fiscalité des souscripteurs, le rendement net d'un fonds logement pourrait tomber en dessous de 2%, voire même en dessous des 1,5% pour ceux qui se voient appliquer un taux d'IFI élevé.

En prenant en compte notre recommandation sur l'assiette de l'IFI (abattement de 50% sur la valeur d'actif), nous pourrions déjà réduire fortement le spread entre rendement brut du fonds et rendement net pour l'investisseur (environ +0,3% de rendement net). En y ajoutant des éléments de fiscalité incitatifs sur les flux et les plus-values, nous pouvons espérer récupérer encore 0,3% de rendement. Le rendement net final serait donc plutôt compris entre 2% et 2,5% contre 1,5% à 2% sans la mise en place de ces solutions.

**Gardons à l'esprit qu'un fonds qui ne réalise pas de performances durables finit par avoir des difficultés de liquidité.** En effet, les souscripteurs sortants ne sont pas remplacés par des entrants et les sociétés de gestion sont obligées de vendre des actifs et donc de déstructurer leur patrimoine. Nous pensons que le sous-jacent résidentiel a besoin d'acteurs long-terme et c'est pourquoi nous proposons des fonds evergreen. Les avantages demandés permettent d'améliorer la performance véhicules et donc d'assurer la liquidité nécessaire à la conservation des actifs.

## Les engagements des fonds logement en matière d'investissement

Au-delà des engagements en matière de logements abordables, qui impactent déjà fortement le rendement, les fonds logements que nous avons imaginés pourraient s'engager sur d'autres thématiques :

- Dans le neuf, engagement à n'acquérir que des biens respectant la RE 2020 et respectant les principes du futur référentiel logement (rapport Leclerc- Girometti).
  - Dans l'ancien, engagement à franchir 2 niveaux de DPE sur les immeubles cibles, et engagement minimum de coûts de travaux par rapport aux prix d'acquisition.
  - **Renonciation à l'exercice des congés pour vente.**
  - Réinvestissement d'au moins 10% des loyers dans l'amélioration du parc.
  - Engagement d'investir au moins 10% du fonds hors des métropoles (au sens administratif du terme).
- Engagement d'investir au moins 5% dans des projets RSE liés aux grands défis du monde du logement :
  - Investissement dans des véhicules qui permettent **d'aider les primo-accédants à constituer leur apport.**
  - **Financement d'infrastructures municipales rendues nécessaires par le développement d'une nouvelle offre de logements**, avec des conditions de crédit préférentielles.
  - **Financement du développement de services** au sein des quartiers résidentiels (ville du ¼ d'heure) : commerces, services de santé, coworking, crèche, etc.
  - **Financement de formations pour les équipes municipales** qui souhaitent retravailler leurs problématiques d'habitat.

## Objectifs de développement et coût global des mesures demandées

### 500 000 logements abordables d'ici 2040 sur le marché locatif français

Comme indiqué plus haut dans la note, le nombre de logements locatifs abordables serait d'environ 140 000 en France. **C'est environ 1% du parc des habitations actuellement louées comme résidences principales** (12 millions d'unités locatives en France, 40% des 30 millions de résidences principales hors logement social). Le rapport de l'IGF précédemment cité affiche un manque de logements abordables compris entre 180 000 et 420 000 unités en 2021. Nous retenons la fourchette haute de cette estimation en prenant notamment en compte les besoins futurs qui ne manqueront pas d'émerger dans les deux prochaines décennies. En effet, contrairement aux espoirs nourris par quelques observateurs au moment des premiers confinements, **nous n'avons pas assisté jusqu'ici à une remise en cause du phénomène de métropolisation**. Au-delà de quelques mouvements marginaux, et en réalité le plus souvent intra-métropoles, la concentration d'un nombre croissant de personnes dans seulement quelques grandes agglomérations se poursuit. La hausse des prix aussi. Par ailleurs, le logement des travailleurs modestes va devenir une question sociale de plus en plus prégnante dans le débat public. Il en va de notre capacité collective à vivre ensemble à l'heure où les inégalités d'accès au logement augmentent, mais également de notre prospérité économique. Sans solution, qui viendra offrir des services comme la restauration ou la garde d'enfants dans les métropoles dynamiques ? Qui participera à la création de richesse au sein du Grand Paris si deux tiers de la population en est exclue ? Les inégalités, et singulièrement les inégalités d'accès au logement, ont un coût économique évident<sup>5</sup>.

En conséquence, nous proposons un objectif ambitieux de 500 000 logements locatifs abordables d'ici 2040. Pour cela, il faut maintenir le stock existant (140 000 unités) **et produire environ 20 000 unités en construction/réhabilitation par an. A horizon 2040, l'offre locative abordable représentera donc près de 4% du parc**. Ce chiffre sera bien entendu plus élevé dans les zones cibles : métropoles, villes moyennes dynamiques et territoires touristiques. Aucune étude approfondie ne permet de savoir quel est le taux minimum de logements abordables qu'il faut avoir dans un territoire donné pour que l'effet déflationniste fonctionne. Autrement dit, peut-on imaginer que les prix de marché diminuent dès lors que 10% à 15% des logements dans une ville sont loués avec des prix décotés ? C'est un pari que nous pouvons faire. **Cette stratégie nous semble plus efficace pour obtenir une réduction générale des prix que le blocage des loyers tel qu'il est pratiqué dans plusieurs métropoles aujourd'hui**. En effet, en réduisant l'offre, ces politiques entraînent généralement un transfert d'argent depuis les locataires futurs (qui feront face à un marché encore plus difficile car le manque d'offre augmentera les prix) vers les locataires actuels (qui bénéficient de prix bloqués pour un temps).

**Nous pensons que les fonds logement que nous appelons de nos vœux peuvent absorber entre 30% et 50% de cet objectif de 20 000 unités annuelles**, avec une hypothèse de collecte d'environ 1 milliard d'euros par an. Les institutionnels privés viendraient donc en soutien des acteurs publics spécialistes du LLI (CDC Habitat et In'li en tête) pour permettre la constitution d'un parc de 500 000 unités locatives abordables en deux décennies.

## Coût budgétaire des mesures demandées

Comme indiqué plus haut, nos propositions au niveau du fonds reposent principalement sur 3 éléments de fiscalité :

### • TVA récupérable :

→ Modalités de calcul du coût budgétaire : nous partons du principe qu'environ 150 000 logements bénéficieront de cette aide dans les 20 prochaines années (50 000 LLI neufs et 100 000 LAC neufs), avec des taux de TVA récupérables de 10% et 20%.

→ Coût budgétaire par an : entre 400 et 500 millions d'euros par an.

Nous avons aussi modélisé la TVA récupérée sur les loyers, qui s'élèvent à environ 3 millions d'euros la première année pour augmenter chaque année et atteindre plus de 70 millions d'euros en 2040. **Le rendement fiscal de cette aide pour l'Etat serait donc d'environ 0,75% par an, ce qui permet de comprendre qu'il agirait ainsi comme un prêteur mezzanine offrant des conditions favorables aux fonds logement ainsi créés.**

### • Droits d'enregistrement :

→ Modalités de calcul du coût budgétaire : nous partons du principe qu'environ 50 000 logements bénéficieront de cette aide dans les 20 prochaines années, avec un taux à compenser de 3,5%.

→ Coût budgétaire par an : 15 millions d'euros.

### • Crédit d'impôt pour la TFPB :

→ Modalités de calcul du coût budgétaire : nous partons du principe qu'environ 10 000 nouveaux logements bénéficieront de l'aide chaque année, avec une taxe foncière moyenne de 1 200€ par logement.

→ Coût budgétaire par an : 15 millions d'euros la première année, 250 millions d'euros en année pleine au bout de 20 ans.

Il est difficile de mesurer finement le coût budgétaire des avantages accordés **directement** aux souscripteurs (IFI et incitations pour la capitalisation). En effet, une **part importante** du milliard d'euros que nous **espérons collecter** sur la thématique du logement abordable est aujourd'hui thésaurisée sur les comptes en banque des épargnants. Ces montants ne génèrent pas de revenus et ne sont donc pas fiscalisés au niveau du flux. En ce qui concerne l'IFI, on peut estimer que le coût budgétaire restera faible si la collecte se situe autour du milliard d'euros annuel et si la part des souscripteurs assujettis à l'IFI correspond à ce que nous observons dans les fonds tertiaires.

<sup>5</sup> Lire à ce propos un ancien livre de Thomas Piketty publié en 2008 : *L'économie des inégalités*, La Découverte.



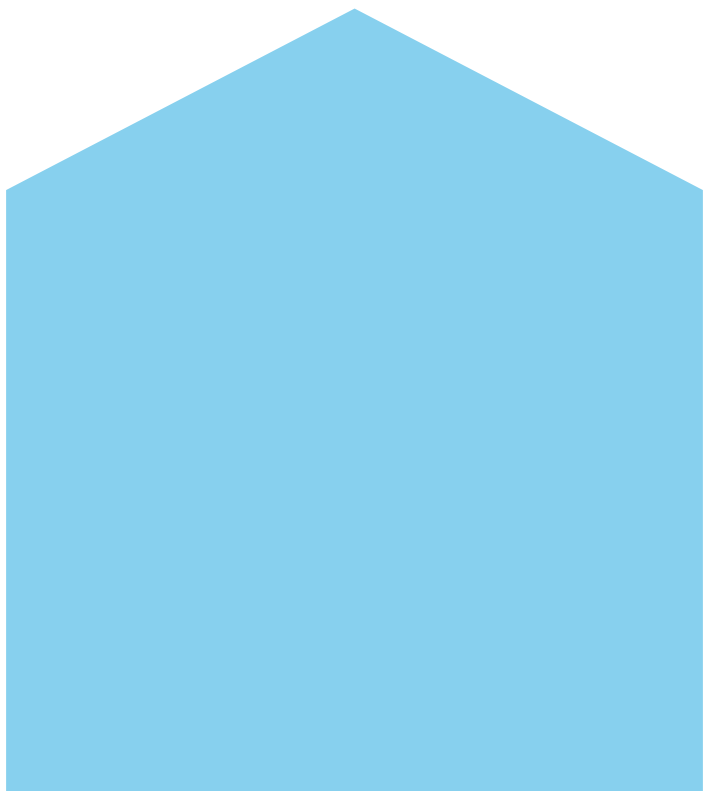
---

# Conclusion

Le défi du logement pour tous est peut-être le plus grand défi de l'ère moderne. La métropolisation tourne à plein régime et on ne sait plus loger dans le même quartier des cadres prospères et des travailleurs modestes de la première ligne. Pourtant, tous sont indispensables à la vie de la cité comme nous avons pu le constater une nouvelle fois pendant la crise de la covid-19.

Pour relever ce défi de taille, nous pensons qu'il faut créer une offre locative abordable beaucoup plus dense qu'elle ne l'est aujourd'hui. Pour cela, les acteurs privés sont prêts à mobiliser l'épargne des Français et obtenir des résultats dès les prochaines années. Cette mission comporte d'innombrables externalités positives, et c'est pourquoi nous demandons à l'Etat d'investir à nos côtés.

Plantons  
aujourd'hui  
les graines  
de la France  
de 2030 et  
2040, une  
France de  
bien-logés.



---

## Contact

10 rue la Boétie  
75008 Paris  
01 44 90 60 00  
[contact@aspim.fr](mailto:contact@aspim.fr)