

# LIVRE BLANC

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



## PRÉPARER L'AVENIR

PAR GUY MARTY

Directeur Général, Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière

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

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

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

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

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

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

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

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



# Composition du **COMITÉ STRATÉGIQUE**



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



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



**Arnaud de BRESSON**  
Directeur Général  
Pôle FINANCE INNOVATION



**Joëlle DURIEUX**  
Secrétaire Générale  
Pôle FINANCE INNOVATION

## Membres



**Alain BECHADE**  
Directeur  
CNAM ICH



**Méka BRUNEL**  
Secrétaire Générale  
Ivanhoe Cambridge



**Joëlle CHAUVIN**  
Directeur Immobilier  
Aviva Investors Real Estate France



**Bernard COLOOS**  
Directeur des Affaires économiques  
FFB



**Jean-Paul DUMORTIER**  
Président  
FSIF



**Bertrand de FEYDEAU**  
Président  
Fondation Palladio



**Dominique JACQUET**  
Doyen  
Université Paris Ouest



**Yves LAFFOUCRIERE**  
Directeur Général  
Immobilière 3F



**Patrick de LATAILLADE**  
Président  
ASPIM



**Xavier LEPINE**  
Président  
La Française AM



**Olivier MAREUSE**  
Directeur Financier  
Groupe Caisse des Dépôts



**Frédéric NOUEL**  
Cabinet Gide Loyrette Nouel



**Olivier PIANI**  
CEO  
Allianz Real Estate



**Jacques PROST**  
Structured finance  
Crédit Agricole CIB



**Vincent RENARD**  
Directeur de recherche  
CNRS

# Comité stratégique

## « L'INNOVATION DANS L'IMMOBILIER »

### contexte et objectifs

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

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

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

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

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

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



et le parrainage de :



# SOMMAIRE

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

# SYNTHÈSE

PAR GILBERT EMONT

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

**L'INNOVATION  
DANS L'IMMOBILIER**

**LIVRE  
BLANC**

# INTRODUCTION

## **Le sens de l'exercice...**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **... et ses limites...**

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

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

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

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

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

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

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



# 1 Le diagnostic

## 10 La crise de la dette souveraine

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

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

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

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

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

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

## 11 La finance immobilière dans l'ère du soupçon

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **13 Démographie et émergence de la Société des urbains**

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

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

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

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

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

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

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

## **14 Le vieillissement**

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

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

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

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

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

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

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

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

## **15 Logement social et appauvrissement**

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

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

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

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

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

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

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

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

## 16 Développement durable et budget global

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **2 Propositions**

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

#### **200 Un indispensable effort de formation**

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

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

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

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

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

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

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

#### **201 Pour une meilleure qualité de l'information**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **202 Une meilleure régulation des investissements.**

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

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

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

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

## **203 La proposition de produits nouveaux**

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

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

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

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

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

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

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

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

## **21 Épargne et investissement intermédié**

### **210 La professionnalisation dynamise le marché**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

et aussi :

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

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

## **211 Des besoins d'investissement importants**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **212 La question du logement : quel retour possible ?**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **22 Solvabilisation résidentielle**

### **220 Un contexte de crise**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 221 Les zones tendues et la question foncière

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 224 l'émergence de nouvelles demandes

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

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

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

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

- Développer l'investissement pour la location intermédiée

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

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

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

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

## **23 L'immobilier actif financier et outil performanciel**

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

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

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

### **230 Quelle valeur de l'immobilier ?**

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

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

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

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

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

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

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

## 231 Stratégie des entreprises et immobilier : les prérequis

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

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

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

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

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

- les enjeux réglementaires

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

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

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

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

Ces dispositifs devraient :

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

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

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

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

### **232 Externalisation de l'immobilier : moteur ou frein ?**

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

La pertinence de l'externalisation renvoie donc à :

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

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

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

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

### **233 Réflexions sur quelques secteurs spécifiques**

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

- **Le médical et le médicosocial**

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

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

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

- Les PME et TPE

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

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

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

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

- Les nouvelles données du commerce

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

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

- La logistique

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

## **24 Innovation financière et Immobilier Durable**

### **240 Réflexions sur quelques secteurs spécifiques**

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

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

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

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

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

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

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

#### **241 Financer l'amélioration de la performance énergétique des immeubles**

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

Un raisonnement simple consiste à dire que l'économie d'énergie liée aux investissements techniques permet d'amortir les financements qui leur sont liés. Toutefois, la mise en œuvre des normes, de plus en plus contraignantes se heurte à une diversité de situation dans le patrimoine existant (de l'ordre de 400 €/m<sup>2</sup> – 600 €/m<sup>2</sup> pour les bâtiments classiques). C'est le cas d'une situation moyenne, relativement favorable, mais pour certains bâtiments, le coût peut être bien plus élevé (de 1000 à 1300 €/m<sup>2</sup>) et le temps de retour sur financement classique peut dès lors s'avérer très long.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **243 Faire la ville durable en évitant l'étalement urbain**

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

Notre approche particulière nous amène à développer deux thèmes principaux :

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

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

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

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

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

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

#### **244 Un Financement de Projet ciblé sur les éco-quartiers**

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

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

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

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

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

## 245 Un Plan Epargne Energie pour les particuliers

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

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

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

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

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

## 3 Conclusion

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FINANCE INNOVATION s'y emploiera.

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

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

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

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

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

# LES CHANTIERS DES APPELS À PROJETS

## tableau récapitulatif

### **I Assurer la transparence des marchés et la couverture des risques**

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

### **II Intermédiation de l'épargne vers l'immobilier**

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

### **III Solvabilité résidentielle**

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

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

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

#### **V Financer l'immobilier durable**

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



Palais Brongniart  
28, place de la Bourse - 75002 PARIS  
Tél. : 00 33 (0)1 73 01 93 86  
Fax : 00 33 (0)1 73 01 93 28  
[contact@finance-innovation.org](mailto:contact@finance-innovation.org)