La diversification des sources de financement du secteur du logement locatif social

JUILLET 2019

Claude **WENDLING**
Hadrien **HADDAK**
Julien **CHARTIER**
Vivien **GUÉRIN**
Catherine **AUBEY-BERTHELOT**
Alain **WEBER**

IGF
INSPECTION GÉNÉRALE DES FINANCES

CGEDD
CONSEIL GÉNÉRAL DE L'ENVIRONNEMENT ET DU DÉVELOPPEMENT DURABLE

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE
ET DES FINANCES

MINISTÈRE DE L'ACTION ET DES
COMPTES PUBLICS

Inspection générale des finances

N° 2019-M-012-03

MINISTÈRE DE LA COHÉSION DES
TERRITOIRES ET DES RELATIONS AVEC
LES COLLECTIVITÉS TERRITORIALES

MINISTÈRE CHARGÉ DE LA VILLE
ET DU LOGEMENT

Conseil général de l'environnement et du
développement durable

N° 012728-01

RAPPORT

LA DIVERSIFICATION DES SOURCES DE FINANCEMENT DU SECTEUR DU LOGEMENT LOCATIF SOCIAL

Établi par

HADRIEN HADDAK
Inspecteur des finances

CATHERINE AUBEY-BERTHELOT
Administratrice générale,
membre permanent du Conseil général de
l'environnement et du développement durable

JULIEN CHARTIER
Inspecteur des finances

ALAIN WEBER
Inspecteur général de l'administration du
développement durable

VIVIEN GUÉRIN
Inspecteur adjoint des finances

Sous la supervision de
CLAUDE WENDLING
Inspecteur général des finances

- JUILLET 2019 -

IGF
INSPECTION GÉNÉRALE DES FINANCES

CGEDD
CONSEIL GÉNÉRAL DE
L'ENVIRONNEMENT ET DU
DÉVELOPPEMENT DURABLE

SYNTHÈSE

Le secteur du logement locatif social en France compte environ 5 millions de logements sociaux répartis selon une gamme allant de plafonds de loyer très bas (logements « très sociaux » ou PLAI) jusqu'à des loyers abordables relativement proches du logement locatif intermédiaire (PLS).

La construction, la rénovation et la gestion du logement social en France sont pris en charge par un secteur dédié. Les bailleurs sociaux sont de nature juridique variable, comprenant des établissements publics industriels et commerciaux (les offices publics de l'habitat OPH), des sociétés anonymes d'HLM (les entreprises sociales de l'habitat ESH), des sociétés d'économie mixte (SEM) et des coopératives. Tous cependant partagent un régime financier identique. Leur modèle économique repose sur le réemploi des rendements locatifs nets qui, couplés à des subventions publiques et à des prêts à taux préférentiels distribués par la Caisse des dépôts et consignations (CDC), permettent de financer de nouveaux développements. Les bailleurs sociaux fonctionnent ainsi en circuit capitalistique fermé.

Ces dernières années, la hausse du coût de revient de ces opérations, la part moins importante des subventions publiques dans les plans de financement et la réduction de loyer de solidarité ont conduit à déformer ce modèle économique. L'équilibre financier des nouvelles opérations s'avère ainsi plus difficile à trouver, y compris dans la longue durée. Dans ces conditions, les bailleurs sociaux recherchent des marges de manœuvre financière supplémentaires.

La CDC est aujourd'hui le prêteur de référence du secteur, disposant d'un quasi-monopole de fait sur le financement en dette des opérations, en particulier de construction. Ces prêts sont consentis sur les ressources de l'épargne réglementée des Français centralisées au Fonds d'épargne, géré pour le compte de l'État par la CDC. Le Fonds d'épargne est un instrument financier singulier à la gestion très contrainte. Les variations du passif sont déterminées annuellement par la collecte d'épargne. L'actif est composé pour l'essentiel de prêts indexés sur le taux du livret A, dont les caractéristiques (taux, maturité, etc.) sont arrêtées par le ministre de l'économie. En cas de hausse des taux, un système de double indexation limite les conséquences pour les organismes en rallongeant la durée du prêt. Dans le même temps, l'offre de financement qu'il présente aux bailleurs sociaux n'a pas d'équivalent sur le marché : un financement non contingenté, à des maturités atteignant jusqu'à 60 à 80 ans, pour des montants de l'ordre de 15 Md€ par an. Plus essentiellement, le Fonds d'épargne opère une double mutualisation : les prêts ne sont pas tarifés selon la signature des bailleurs sociaux ; les prêts aux marges les plus importantes permettent de financer les prêts les plus subventionnels destinés aux logements très sociaux. Enfin, le Fonds d'épargne doit fournir chaque année un résultat suffisant pour dégager les fonds propres destinés à la couverture de ses risques. Au total, la CDC joue un rôle fondamental dans la sécurisation du système de financement. En tant que banquier presque unique des bailleurs, elle est une vigie efficace et, en cas de difficulté, est en capacité de retravailler activement l'encours de dette du secteur qu'elle détient très majoritairement.

Synthèse

Dans un contexte de taux durablement bas, les bailleurs sociaux s'interrogent sur l'opportunité de diversifier leurs emprunts (financements bancaires ; émissions obligataires). Si une telle diversification devait prendre une ampleur massive ou s'opérer de façon désordonnée, elle serait porteuse de grands risques. Le niveau de sinistralité du système serait plus important car ces emprunts auraient une maturité plus courte et aboutiraient à déconnecter la maturité de l'endettement du cycle économique de l'actif immobilisé, qui n'a pas vocation à être cédé pour faire face à des refinancements périodiques. Quant au Fonds d'épargne, un effet d'anti-sélection y concentrerait le « mauvais risque », ce qui aurait pour conséquence de diminuer sa capacité à prêter et, surtout, à assurer une péréquation efficace au service des objectifs de la politique du logement social.

Le soutien public exceptionnel au secteur du logement social favorise paradoxalement la diversification des prêteurs, sans pour autant organiser la juste répartition des risques, portés par les acteurs publics. Cette situation de « passager clandestin » doit être corrigée, afin de protéger les engagements financiers publics, en qualifiant de dette privilégiée, par une disposition législative, les créances sur les bailleurs sociaux détenues par la CDC. Par ailleurs, l'application de la nouvelle formule de calcul du taux du livret A à compter de février 2020 rendrait les ressources du Fonds d'épargne plus compétitives et permettrait de limiter la diversification.

Alors que les ratios de dette des bailleurs ont été tendus par un long cycle de construction financé principalement par l'emprunt, le maintien dans les années à venir d'objectifs de construction ambitieux, notamment en zone « tendue », suppose un renforcement des fonds propres des organismes et pose la question de l'irruption de capitaux privés.

L'intérêt des investisseurs privés pour le logement social est tangible, malgré un système laissant peu circuler le capital et soumis à un principe de *lucrativité limitée* (plafond de dividende, évaluation des bilans des bailleurs à la valeur historique du parc et non à la valeur de marché, mises en réserve obligatoire des plus-values de cessions). Il s'agit d'un intérêt par défaut, lié à la baisse de la rentabilité des autres classes d'actifs dans l'immobilier, dans un contexte d'abondantes liquidités à investir. Cet intérêt pourrait n'être que passager, lié au contexte de taux et alimenté par des opérations immobilières récentes, à forte visibilité, réalisées notamment dans le logement intermédiaire. D'une manière générale, il ne faut pas attendre des investisseurs privés qu'ils se portent vers le logement très social ou les zones « détendues ». Certains choix, au demeurant, s'ils étaient mis en œuvre sans garde-fous, auraient un caractère irréversible en termes d'attrition du parc social. L'exemple de l'Allemagne depuis 25 ans montre en effet que l'application des modèles de rentabilité des investisseurs privés sans protection du parc social a conduit à la vente de logements en quantité très supérieure à celle des constructions. L'Allemagne est passée d'un modèle « généraliste » à un modèle « résiduel » de logement social, et a également connu de fortes hausses de loyers dans les zones attractives.

Différentes options pour une ouverture plus importante du système de financement aux capitaux privés sont envisageables, selon le degré souhaité de variation par rapport à la situation actuelle.

Une première série de formules existent déjà et pourraient être élargies.

Dans le cadre juridique actuel issu de la loi ELAN, seuls les logements PLS de plus de 15 ans peuvent être cédés en bloc à des investisseurs privés. La zone géographique d'intérêt de ces derniers étant limitée aux métropoles, et essentiellement à l'agglomération parisienne, le stock de logements attractifs est faible. Seule une extension de la vente en bloc aux logements PLUS, logements sociaux de droit commun, jointe à une perspective de déconventionnement, serait susceptible d'offrir une profondeur de marché suffisante. Il demeurerait néanmoins une réticence des bailleurs sociaux à se départir de leur parc, réticence également partagée par les collectivités territoriales. Les difficultés opérationnelles sont également nombreuses. L'élargissement de la vente en bloc ne saurait donc constituer une solution systématique, ni définitive.

Les mécanismes de démembrement de propriété, de type nue-propriété/usufruit et foncier/bâti, ne répondent pas à la logique de rendement des investisseurs privés. Dans ces deux cas, l'investisseur ne perçoit pas de coupon pendant près de 15 ans. Ces solutions ne présentent pas d'intérêt pour des investisseurs institutionnels en recherche de rendement courant.

Les bailleurs sociaux peuvent émettre des titres participatifs, qui constituent des quasi-fonds propres. À conditions normales de marché, les investisseurs qui souscrivent ce type de titre subordonné, ne donnant aucun contrôle sur le management ou la stratégie de l'organisme, exigent une rentabilité annuelle de l'ordre de 7 %, inatteignable par des bailleurs sociaux. En revanche, dans le cas des offices publics de l'habitat qui n'ont pas de capital social, la possibilité pour les collectivités territoriales de souscrire des titres participatifs émis par leur OPH pourrait être étudiée.

D'autres options supposent des modifications plus conséquentes. Elles doivent cependant s'inscrire dans le cadre du service d'intérêt économique général (SIEG) au sens de l'Union européenne, qui contraint le bénéfice à une certaine limite, donc à une forme de *lucrativité limitée*. De plus, les logements sociaux ont une valeur économique bien supérieure à celle inscrite au bilan des bailleurs. Il serait inadmissible que des acteurs privés s'approprient indument cette valeur largement constituée par un soutien financier public accumulé au fil des ans.

Une première option serait la création d'un véhicule d'investissement *ad hoc*. Le bailleur social pourrait y apporter la partie de son parc qu'il cherche à valoriser et des investisseurs privés achèteraient des parts du véhicule, en versant du numéraire au bailleur. Le véhicule d'investissement confierait ensuite la gestion du patrimoine qu'il détient au bailleur apporteur. En fin d'opération, après déconventionnement des logements, ceux-ci pourraient être cédés. Ce mécanisme est connu des investisseurs. Il permet de délimiter les opérations dans l'espace et dans le temps, sans modifier les règles applicables au secteur du logement social. Cependant, il est probable que le véhicule ainsi créé, dont l'activité ne pourra pas être considérée comme purement industrielle et commerciale, soit de ce fait soumis aux règles de la commande publique, lesquelles exigent une mise en concurrence pour la gestion des logements. Il se pourrait ainsi que le bailleur ayant apporté les logements sociaux ne puisse en assurer la gestion locative pour le compte du véhicule. Les cas possibles d'exonération des règles de la commande publique ou le recours à des majorations ou compléments de prix d'acquisition seraient des solutions à étudier.

Une deuxième possibilité consisterait à créer un nouveau statut de bailleur social, sous forme de foncière d'habitat social accessible sur option. Cette foncière d'habitat social aurait un objet social large en matière d'immobilier résidentiel (elle pourrait détenir en patrimoine des logements intermédiaires ou libres), ainsi qu'une logique de rotation systématique de l'ensemble des logements sociaux détenus, après déconventionnement au départ des locataires. Le dividende versé serait rehaussé et la foncière aurait plusieurs obligations. Au passage au nouveau statut, son bilan serait évalué à la valeur de marché, tandis que la société initiale s'acquitterait du paiement d'une taxe de sortie (*exit tax*) sur les plus-values latentes de logements détenus, de façon à éviter tout enrichissement indu par la suite. Elle aurait également une obligation de reconstitution du parc social détenu au premier jour de la transformation en foncière. Les droits des locataires seraient préservés. À ces conditions, la foncière d'habitat social pourrait rester exonérée de l'impôt sur les sociétés sur son activité de logement social. Il est à noter toutefois que cette option fait naître une dualité au sein du logement social, avec deux régimes financiers différents, qu'il faudra faire préalablement valider par la Commission européenne au regard du SIEG.

Une troisième option consisterait à assouplir les règles applicables aux ESH et aux SEM pour permettre l'entrée à leur capital de nouveaux investisseurs. Cela implique notamment de rehausser le niveau maximum de dividende et également de permettre des augmentations de capital et des rachats d'actions, de réévaluer le bilan, à la valeur de marché. Vu leurs interférences, potentiellement nombreuses, cette option est exclusive de la première. Elle est également systémique, puisqu'elle suppose de modifier les règles applicables à toutes les ESH, alors que seules quelques-unes pourront bénéficier de l'entrée de nouveaux investisseurs. Elle porte également un risque de multiplication de situations pouvant aboutir à un enrichissement indu qui devraient être prévenues par la création de taxes dédiées (ou de surtaxes spécifiques au niveau des actionnaires historiques).

Enfin, une quatrième option serait de ne plus considérer le logement social à travers le prisme d'un secteur dédié mais de le définir par sa finalité. La puissance publique pourrait dès lors accorder un mandat de gestion locative sociale à durée limitée à tout acteur respectant un cahier des charges (plafonds de loyers et de ressources, conventionnement, commissions d'attribution). Son respect donnerait droit aux compensations publiques légalement prévues. Ces acteurs pourraient être des bailleurs sociaux ou privés, ou encore des particuliers bénéficiant de dispositifs de défiscalisation pour l'investissement locatif social. Pour les bailleurs sociaux existants, la transition nécessaire serait sans doute difficile. Toutefois, comme le montrent les dispositifs de conventionnement des logements existants dont la philosophie se rapproche de cette option, le principal risque identifié est qu'une telle solution rendrait moins praticable le pilotage comme la planification de la politique du logement social par les pouvoirs publics, au niveau national comme au niveau local.

SOMMAIRE

1. LE SECTEUR DU LOGEMENT SOCIAL PRÉSENTE UN MODÈLE ÉCONOMIQUE TRÈS RÉGULÉ DONT LES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES MODIFIENT L'ÉQUILIBRE....1

1.1. Le modèle du logement social, s'appuyant sur une forte implication financière de la puissance publique, se fonde sur le réemploi intégral des revenus locatifs dans la construction et la réhabilitation....1

1.1.1. La construction, la réhabilitation et la gestion du logement social en France sont assurées par un secteur dédié qui bénéficie d'importants financements publics....1

1.1.2. Le modèle économique et financier d'un organisme de logement social se fonde sur le réemploi systématique et total des fonds dégagés par le rendement locatif....2

1.2. Plusieurs mutations se conjuguent actuellement et conduisent à une modification du modèle économique des bailleurs sociaux....3

1.2.1. Le secteur du logement social se trouve dans un contexte de réforme accélérée depuis 2014....3

1.2.2. Sous la pression d'une hausse des prix de revient, d'une baisse des subventions et de la RLS, le retour sur fonds propres des opérations tend progressivement à être plus tardif....4

1.2.3. La déformation du modèle économique du logement social, dans un contexte de restructuration du secteur, suppose de trouver des marges de manœuvre financières pour consolider la transition des OLS vers un nouvel équilibre....4

2. LA DIVERSIFICATION PARTIELLE DES LIGNES DE DETTE DES OLS EST UNE ÉVOLUTION SANS DOUTE INÉVITABLE MAIS QU'IL CONVIENT DE CONSIDÉRER AVEC PRUDENCE....5

2.1. Le financement du logement social repose principalement sur des prêts subventionnels octroyés aux bailleurs sociaux au travers d'un système unique en Europe, adossé à une partie de l'épargne populaire privée....5

2.2. Bien que le Fonds d'épargne apparaisse très contraint dans sa gestion actif/passif, son modèle d'affaires permet de soutenir puissamment la politique du logement locatif social en France....6

2.3. La CDC joue un rôle déterminant dans la sécurisation financière et le haut niveau de solvabilité du secteur du logement locatif social....8

2.4. Le contexte de taux d'intérêt durablement bas et la RLS incitent les OLS à soupeser différentes possibilités de diversification de leurs financements en dette....10

2.5. Si elle devait prendre une ampleur massive ou s'opérer de façon désordonnée, une diversification serait porteuse de grands risques pour le système de financement existant et ses garants....12

2.5.1. Le premier risque se situe au niveau des bailleurs sociaux....12

2.5.2. Une forte diversification des encours de la dette contractée auprès de la CDC par les organismes de logement social aurait un impact majeur sur le modèle d'affaires du Fonds d'épargne....12

2.5.3. Si une part de diversification apparaît inévitable, il appartient aux pouvoirs publics de prévenir d'éventuelles dérives ou déstabilisations....13

2.6. D'autres facteurs de déstabilisation sont également à prévenir 14
2.6.1. La volonté affichée d'Action Logement de développer vigoureusement son activité de prêts aux OLS, en concurrence avec ceux fournis par la CDC, semble inopportune 14
2.6.2. Alors que le système historique de financement du logement social affronte des questionnements, il importe de rappeler l'importance de la garantie apportée par les collectivités territoriales 15
2.7. Avec des ratios de dette déjà tendus par l'effort de construction de ces dernières années, un apport de fonds propres supplémentaires pourrait soutenir l'investissement 16

3. PLUSIEURS OPTIONS, À L'INTÉRÊT ET À LA SOPHISTICATION VARIABLES, SONT ENVISAGEABLES POUR APPORTER DES FONDS PROPRES PRIVÉS AU SECTEUR DU LOGEMENT SOCIAL 19

3.1. Quel intérêt réel des investisseurs privés pour le logement social ? 19
3.2. Les mécanismes de vente, de démembrement et de titres participatifs, prévus par de récentes dispositions législatives pour apporter des fonds propres aux OLS, ne peuvent constituer que des solutions d'ampleur limitée 20
3.2.1. La vente de logements sociaux attractifs, même si elle était élargie par rapport au dispositif de la loi ELAN, ne serait réalisable que pour une partie réduite du parc existant 20
3.2.2. Le démembrement de propriété pourrait représenter une solution d'appoint mais n'apparait pas adapté aux attentes génériques des investisseurs institutionnels 30
3.2.3. Les titres participatifs émis par les organismes ne seraient souscrits par des investisseurs qu'à la condition d'une rentabilité forte excédant sensiblement les plafonds existants 34
3.3. L'entrée d'investisseurs privés devra tenir compte des règles européennes et prévenir tout transfert de la valeur patrimoniale créée antérieurement 35
3.3.1. Le logement social constitue un service d'intérêt économique général prévoyant un plafonnement du bénéfice pouvant provenir de l'activité locative sociale 35
3.3.2. Le patrimoine des OLS, constitué sur fonds publics, présente une valeur économique dont l'appropriation privée n'est pas envisagée 38
3.4. Plusieurs nouvelles formules susceptibles de favoriser l'apport de fonds privés présentent des complexités techniques et des risques juridiques d'intensité variable 40
3.4.1. La création de fonds dédiés à des opérations définies, sur le modèle de l'opération Vesta, répondrait fortement aux attentes des investisseurs, mais serait porteuse d'un risque en matière de commande publique 40
3.4.2. La création d'un nouveau statut optionnel, sous forme de foncière d'habitat social, constituerait une alternative souple, mais remettrait potentiellement en cause l'exonération d'IS des OLS existants 45
3.4.3. L'entrée de nouveaux investisseurs au capital des ESH et des SEM, solution exclusive de la constitution de véhicules dédiés, suppose de desserrer les contraintes pesant sur la structuration du capital et la lucrativité 50
3.4.4. L'octroi du mandat de gestion locative sociale à tout acteur en respectant le cahier des charges traduirait un changement radical de politique publique 52

1. Le secteur du logement social présente un modèle économique très régulé dont les évolutions structurelles modifient l'équilibre

1.1. Le modèle du logement social, s'appuyant sur une forte implication financière de la puissance publique, se fonde sur le réemploi intégral des revenus locatifs dans la construction et la réhabilitation

1.1.1. La construction, la réhabilitation et la gestion du logement social en France sont assurées par un secteur dédié qui bénéficie d'importants financements publics

La France compte, en 2017, 5,2 millions de logements locatifs sociaux, soit 17 % des résidences principales et 42 % du parc locatif. En nombre, il s'agit d'un des plus importants parcs d'Europe bien qu'en proportion, les Pays-Bas, l'Autriche et le Danemark se distinguent nettement.

Le logement social français, comme l'indique l'appellation commune d'habitation à loyer modéré (HLM), a pour vocation première d'offrir un logement décent à coût abordable pour « *toute personne ou famille éprouvant des difficultés particulières, en raison notamment de l'inadaptation de ses ressources ou de ses conditions d'existence* »[1]. Les différentes catégories de logements sociaux sont ouvertes sous condition de ressources à une fraction importante des ménages français, de l'ordre de 65 % à 70 % selon les différentes sources, faisant du modèle français du logement social **un modèle dit *généraliste***. Ces logements présentent, selon leur catégorie et leur zone géographique, différents plafonds de ressources.

Il existe **un secteur dédié**, c'est-à-dire des entités publiques ou privées dont l'objet social est principalement le logement locatif social et dont l'activité est encadrée à ce titre. Quatre types de structures gèrent l'essentiel du parc de logements locatifs sociaux (cf. tableau 1) :

- des offices publics de l'habitat (OPH), établissements publics à caractère commercial et à but non lucratif ;
- des sociétés anonymes (SA), dites « entreprises sociales pour l'habitat » (ESH), sociétés privées dont l'objet social est strictement défini et délimité par le code de la construction et de l'habitation (CCH) qui restreint le caractère lucratif de leur activité ;
- des sociétés d'économie mixte (SEM), qui font partie de l'ensemble plus vaste des « entreprises publiques locales » (EPL) ;
- des sociétés coopératives (COOP).

Tableau 1 : Structures gérant des logements sociaux (chiffres 2016)

-	OPH	ESH	SEM	COOP
Nombre d'entités	257	226	176[2]	168
Parcs de logements locatifs en propriété (en M d'unités)	2,21	2,12	0,56	0,06
Mises en chantier de logements locatifs en 2016 (en unités)	20 600	44 700	12 100	1 200
Flux annuels d'investissements locatifs (en Md€)	7,2	12,8	NI	0,5

Source : Chiffres-clés du logement social 2016.

[1] Article L.301-1 du code de la construction et de l'habitation.

[2] Dont 136 à activité immobilière dominante.

Le système de financement du logement social repose sur une gamme diversifiée de subventions, d'avantages fiscaux et de prêts permettant l'accroissement de l'offre sous toutes ses formes (construction neuve, acquisition d'immeubles existants avec ou sans travaux ou acquisition d'immeubles neufs construits par des promoteurs immobiliers). Une fois les logements mis en location, le financement de la gestion est entièrement assuré par les loyers des occupants, ceux des locataires à plus faibles ressources étant couverts en partie par l'aide personnalisée au logement (APL).

La base du financement est **l'agrément**, c'est-à-dire l'autorisation par l'État des opérations nouvelles, qui permet la mise en place d'un conventionnement, ainsi que l'ouverture des droits à l'APL pour les locataires éligibles et entraîne :

- l'attribution, le cas échéant, d'une subvention dite « aide à la pierre », octroyée par le Fond national des aides à la pierre (FNAP) [3] ;
- l'accès aux prêts réglementés de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) ;
- l'application d'un taux réduit de taxe à la valeur ajoutée (TVA) et d'une exonération pendant 25 ans[4] de taxe foncière sur la propriété bâtie pour l'immeuble financé[5].

Le financement du logement social est majoritairement assuré par les emprunts très longs contractés auprès de la CDC. Ces emprunts doivent bénéficier d'une garantie à 100 %. Dans la plupart des cas, les collectivités territoriales sont garantes en premier ressort des emprunts réglementés de tous les organismes de logement social (OLS). Elles bénéficient dans certains cas d'une délégation pour l'octroi des aides à la pierre. Les OLS peuvent éventuellement bénéficier d'une garantie subsidiaire de la Caisse de garantie du logement locatif social (CGLLS). Enfin, en contrepartie du fort soutien public, tous les organismes sont soumis au contrôle de l'Agence nationale de contrôle du logement social (ANCOLS).

L'arsenal législatif et réglementaire applicable à l'ensemble des acteurs du secteur vise à garantir le respect de l'activité sociale des organismes mais également **à limiter la spéculation sur leurs biens et la capacité de l'actionnaire à s'approprier tout ou partie de l'actif, des résultats et des fonds propres**. De ce point de vue, l'argent principalement public injecté dans le secteur entre dans un circuit fermé.

Le fonctionnement du secteur du logement locatif social et de son financement décrit ainsi **une économie très administrée, en « autarcie » capitalistique**.

1.1.2. Le modèle économique et financier d'un organisme de logement social se fonde sur le réemploi systématique et total des fonds dégagés par le rendement locatif

L'item principal de la structure de coût d'un OLS est le remboursement de la dette, avec **des annuités financières représentant en moyenne 40 % à 45 % des revenus locatifs**. Les revenus nets ne sont généralement pas distribués sous forme de dividendes, mais viennent conforter les fonds propres.

---

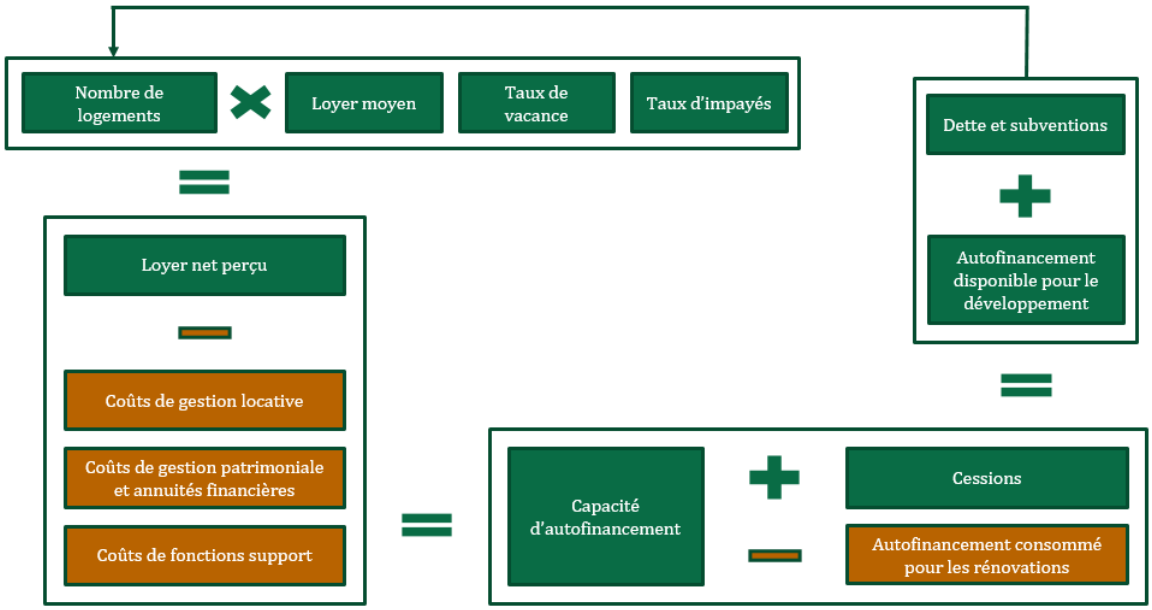
[3] Créé par un décret du 1er juillet 2016, le Fond national des aides à la pierre (FNAP) a pour objet principal de « financer les aides à la pierre selon des principes fixés par son conseil d'administration composé à parité de représentants de l'Etat et des bailleurs sociaux, ainsi que de parlementaires et de représentants de collectivités locales ».

[4] 30 ans pour les constructions neuves satisfaisant à certains critères de qualité environnementale. Ce régime est celui des constructions jusqu'au 31 décembre 2022 (loi de finances pour 2018).

[5] Un trait saillant du système de financement est la liaison existant entre les prêts à long terme distribués par la CDC et les exonérations fiscales auxquels ils ouvrent droit.

La **capacité d'autofinancement dégagée**, associée à des subventions et à des dettes aux maturités très longues, forme les ressources mobilisables pour investir à nouveau dans la construction de nouveaux logements ou dans la réhabilitation. Ces nouvelles opérations permettent ensuite de dégager de nouveaux flux de loyers (cf. graphique 1).

Graphique 1 : Le modèle économique d'un organisme de logement social



Source : Roland Berger.

1.2. Plusieurs mutations se conjuguent actuellement et conduisent à une modification du modèle économique des bailleurs sociaux

1.2.1. Le secteur du logement social se trouve dans un contexte de réforme accélérée depuis 2014

Dans la période récente, plusieurs dispositions de nature diverse ont des conséquences importantes sur les comptes et donc la structuration du secteur HLM.

La loi pour l'accès au logement et un urbanisme rénové (Alur) du 24 mars 2014 a accéléré une réorganisation du secteur en rattachant les offices publics de l'habitat communaux aux établissements publics de coopération intercommunale (EPCI) dotés de la compétence logement. Du côté des ESH, la création d'Action logement immobilier en 2017 a pour objectif d'accélérer les regroupements de filiales.

La loi de finances pour 2018 a introduit l'application d'une réduction de loyer de solidarité (**RLS**) à compter du 1er février 2018 et a prévu, en parallèle, une baisse d'APL. **Cette mesure se traduit par une perte de recette locative pour les bailleurs**[6].

[6] La RLS a été fixée à 800 M€, en 2018, 800 M€ en 2019 et 1,5 Md€ en 2020. Le 24 avril 2019, le Gouvernement et les unions d'OLS ont signé une nouvelle feuille de route budgétaire ramenant la réduction des loyers perçus à 1,3 Md€ par an pour la période 2020-2022. L'ensemble du dispositif comporte des mesures fiscales (hausse de la TVA sur les constructions) et d'accompagnement.

Enfin, la loi portant évolution du logement, de l'aménagement et du numérique (ELAN) du 23 novembre 2018 a étendu les possibilités de vente des logements HLM (création d'une nouvelle forme d'organismes HLM dédiés à la vente ; assouplissement des conditions d'autorisation de vente ; vente des logements financés à l'aide de prêts PLS de plus de 15 ans) et prévu le regroupement des organismes gérant moins de 12 000 logements.

1.2.2. Sous la pression d'une hausse des prix de revient, d'une baisse des subventions et de la RLS, le retour sur fonds propres des opérations tend progressivement à être plus tardif

Le modèle économique du logement social repose sur un endettement important à long terme et sur la capacité à dégager un rendement locatif. Il a permis une puissante dynamique d'investissement dans la construction et dans la rénovation pendant la dernière décennie. Il tend désormais à se déformer.

Ce modèle suppose, pour l'OLS, un retour sur fonds propres à un horizon de l'ordre de 20 ans à 25 ans. Les revenus ensuite générés permettent d'alimenter les fonds propres de futurs programmes. Ce retour sur fonds propres, qui définit le temps d'atteinte de l'équilibre d'une opération, a tendance à reculer dans le temps sous l'effet conjugué :

- d'une augmentation du coût de revient des opérations, à la fois du coût du foncier et du coût du bâti ;
- d'un recul des aides à la pierre.

La RLS, en réduisant le revenu locatif, contribue certes à limiter la capacité des OLS à reconstituer leurs fonds propres mais ne constitue qu'un facteur supplémentaire de cette évolution dans l'horizon des opérations. .

La CDC indique que de nombreuses opérations qui lui sont présentées par les OLS trouvent plus difficilement un équilibre à terme, voire sont tout simplement déséquilibrées – et donc financées à l'échelle de l'OLS par les *cash flows* libres issus de la portion amortie du parc. Il faut cependant remarquer que ces calculs d'équilibre d'opérations reposent sur des hypothèses à 40 ans.

1.2.3. La déformation du modèle économique du logement social, dans un contexte de restructuration du secteur, suppose de trouver des marges de manœuvre financières pour consolider la transition des OLS vers un nouvel équilibre

Le regroupement lancé par la loi ELAN, comme la recherche de nouveaux moyens financiers, donnent lieu à **une forte consolidation du secteur,** principalement autour de deux acteurs prépondérants : Action Logement et CDC Habitat[7].

La recherche de nouveaux moteurs d'investissement, ainsi que les efforts de rationalisation des nouveaux groupes pour dégager des gains potentiels devraient s'étaler sur plusieurs années. Au total, une période de transition sur le moyen terme est prévisible. **À ambition de construction constante, elle suppose de trouver des moyens financiers complémentaires**.

[7] Filiale à 100 % de la CDC.

2. La diversification partielle des lignes de dette des OLS est une évolution sans doute inévitable mais qu'il convient de considérer avec prudence

2.1. Le financement du logement social repose principalement sur des prêts subventionnels octroyés aux bailleurs sociaux au travers d'un système unique en Europe, adossé à une partie de l'épargne populaire privée

L'épargne réglementée des Français (livret A, livret développement durable et solidaire et livret d'épargne populaire), collectée annuellement par les établissements distribuant ces produits, est centralisée à hauteur de 59,5 % **au Fonds d'épargne, géré par la CDC pour le compte de l'État**[8]. Les sommes non centralisées demeurent au bilan des établissements. En contrepartie de la centralisation opérée, ils perçoivent du Fonds d'épargne une rémunération.

Les sommes centralisées au Fonds d'épargne sont employées en priorité au financement du logement social[9]. Sur décision du ministre chargé de l'économie, d'autres prêts d'intérêt général peuvent être consentis sur les ressources du Fonds d'épargne. L'activité du Fonds est retracée dans une comptabilité séparée de celle de la Section générale de l'établissement public. Elle est examinée régulièrement par le comité du fonds d'épargne constitué depuis 2003 au sein de la Commission de surveillance de la CDC[10].

Transformant une épargne à vue en prêts à maturité très longue au bénéfice du logement locatif social, le Fonds d'épargne constitue un instrument financier singulier.

Au passif, la ressource est très largement issue de la collecte, donc de produits d'épargne présentant une structure de taux quasi-identique, assise sur le taux du livret A (TLA). De ce fait, le Fonds dispose d'un passif relativement homogène dont la variation annuelle dépend du dynamisme de la collecte (cf. graphique 2).

L'actif est composé pour l'essentiel de prêts à long, voire très long terme (40 ans à 60 ans, voire 80 ans pour des prêts fonciers) accordés notamment au secteur du logement social, pour la construction, l'acquisition ou la rénovation de logements (cf. tableau 2).

Tableau 2 : Activité de prêts sur le Fonds d'épargne de 2014 à 2018 (en M €)

Montant des Prêts signés	2014	2015	2016	2017	2018
Prêts au logement social et à la politique de la ville	**16 741**	**17 171**	**14 301**	**15 136**	**11 674**
Dont prêts pour la construction-acquisition	*11 924*	*12 193*	*10 474*	*10 656*	*8 299*
Dont prêts pour la réhabilitation	*2 188*	*2 351*	*2 274*	*2 612*	*1 662*
Prêts au secteur public local et autres prêts	**3 743**	**3 938**	**2 971**	**1 881**	**1 133**
Total annuel	**20 484**	**21 109**	**17 272**	**17 017**	**12 807**

Source : CDC.

[8] La convention entre l'État et la CDC du 17 mars 2011 portant cadre de gestion du Fonds d'épargne formalise leurs relations pour la gestion des fonds centralisés de l'épargne réglementée.

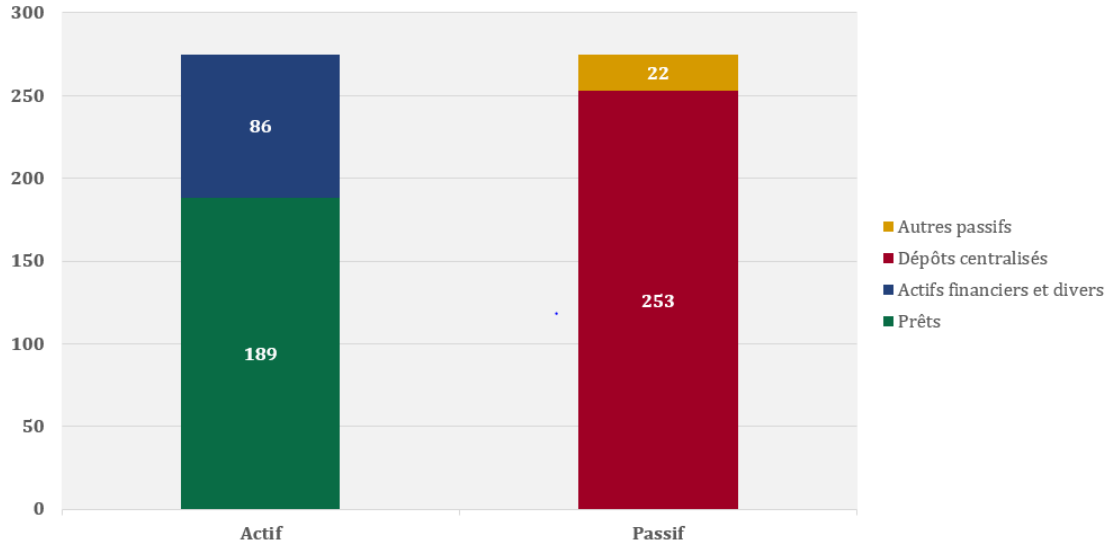
[9] Article L.221-7 du code monétaire et financier.

[10] La CDC est placée « *sous la protection spéciale du Parlement* » (loi du 28 avril 1816) par l'intermédiaire de la Commission de surveillance, composée de trois députés, deux sénateurs, trois personnalités qualifiées, dont deux nommées par le président de l'Assemblée nationale et une par le président du Sénat, un représentant du Conseil d'Etat, deux représentants de la Cour des Comptes, le gouverneur de la Banque de France et le directeur général du Trésor.

Le reste de l'actif est composé d'un portefeuille d'actifs financiers dont le rôle est triple :

- fournir la liquidité nécessaire permettant de gérer le risque de transformation provenant de la réalisation de prêts à long terme à partir d'une ressource à court terme ;
- gérer les risques liés à la variation des taux d'intérêt et à l'inflation ;
- contribuer à un résultat positif récurrent du Fonds.

Graphique 2 : Structuration du bilan du Fonds d'épargne au 31 décembre 2018 (en Md€)



Source : Rapport annuel 2018 du Fonds d'épargne ; mission.

En tant qu'outil du financement d'activités d'intérêt général, le Fonds d'épargne n'a pas vocation à être aussi profitable qu'un établissement de crédit. Pour autant, il doit dégager chaque année un résultat pour assurer **la couverture en fonds propres de ses activités** ainsi qu'**apporter à l'État la rémunération de sa garantie telle que prévue à l'article R. 221-11 du code monétaire et financier**[11]. En 2018, le Fonds d'épargne a dégagé un résultat courant de 1,5 Md€. Sur cette somme, près de 1 Md€ ont été consacrés à la couverture des besoins en fonds propres, laissant à l'État un prélèvement d'environ 500 M€.

2.2. Bien que le Fonds d'épargne apparaisse très contraint dans sa gestion actif/passif, son modèle d'affaires permet de soutenir puissamment la politique du logement locatif social en France.

Le Fonds d'épargne n'a que peu de maîtrise sur son passif comme sur son actif. Il n'a pas de maîtrise de son passif, largement déterminé par la multitude des comportements d'épargne des Français dont l'agrégat se traduit par une hausse ou une baisse de la collecte centralisée et donc de ses ressources. Le Fonds n'a pas davantage la maîtrise des caractéristiques des prêts au logement social ou au secteur public local, déterminées dans leur tarification, leur durée, leur objet par le ministre chargé de l'économie dans le respect du CCH, et qui constitue une majeure part de son actif.

[11] « *Chaque année est prélevée sur le fonds d'épargne prévu à l'article L. 221-7 la rémunération de la garantie accordée par l'Etat aux dépôts collectés par les établissements de crédit et centralisés en tout ou partie dans le fonds. Le montant de cette rémunération est fixé par décret après avis de la commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations* ».

Pour autant, **il met à la disposition des bailleurs sociaux une offre de financement sans équivalent sur le marché** :

- **le volume de financement n'est pas contingenté** ; l'accès à la liquidité n'est ainsi pas limité, y compris pendant des crises économiques, le Fonds n'étant pas soumis à la cyclicité comme il l'a démontré après la crise financière de 2008-2009 en jouant un rôle décisif dans l'effort de relance de la construction[12] ;
- **le volume de prêts consentis**, soit l'empreinte financière du Fonds, **est très significatif**, de l'ordre de 12 Md€ à 17 Md€ par an ces dernières années ;
- **les maturités proposées, jusqu'à 60 ans**[13]**, ne connaissent aucun équivalent sur le marché** ; plus encore que les taux servis, ces durées longues facilitent l'atteinte de l'équilibre économique des opérations et limitent les points de refinancement susceptibles de créer épisodiquement des difficultés ;
- les bailleurs sociaux bénéficient d'un **mécanisme de « double révisabilité » sans frais additionnel**. Cette option permet de lisser les annuités financières en cas de variation du TLA, notamment en cas de hausse ; la durée d'amortissement du prêt est ainsi modulée en fonction de l'évolution de l'index ;
- à l'inverse d'un établissement de crédit classique, **le modèle d'affaires du Fonds d'épargne permet une double mutualisation du coût et du risque** :
  - **la tarification des prêts se fait selon le caractère social ou environnemental du projet du bailleur social**, et, dans le cas des prêts les plus sociaux, à une tarification préférentielle pour faciliter la réalisation d'investissements difficiles à équilibrer ; les prêts les mieux margés permettent ainsi de financer des prêts à marges négatives pour le Fonds, correspondant à des objectifs prioritaires de politique publique (logement très social) ;
  - **la tarification est non-discriminante** et ne se fait pas selon la signature des organismes de logement social.

[12] Entre 2008 et 2013, la part du logement social dans le total des mises en chantier est passée de 17,5 % à 26,5 %, soit une hausse de 9 points, contribuant à leur maintien – source : « *Les HLM en chiffres* », 2014 et 2017, USH.

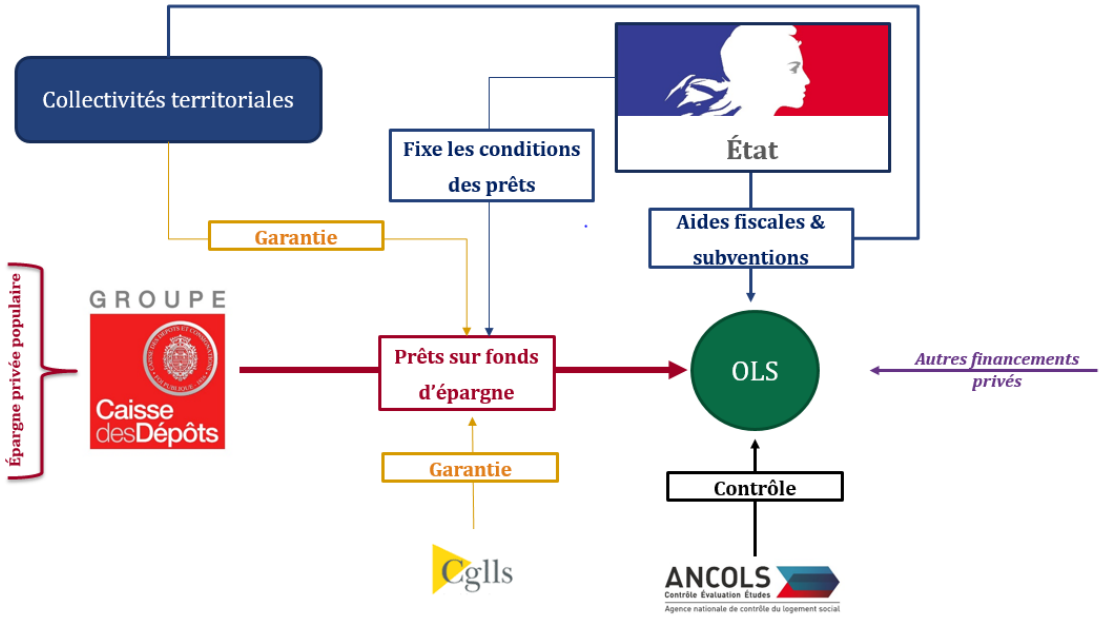
[13] Et désormais 80 ans pour des prêts sur le foncier dans le cadre du plan Logement 2.

2.3. La CDC joue un rôle déterminant dans la sécurisation financière et le haut niveau de solvabilité du secteur du logement locatif social

Dans l'ensemble, **le système de financement du secteur locatif social français est jugé peu risqué et robuste** grâce à l'association d'un environnement institutionnel favorable, d'un niveau de régulation et de contrôle élevé et de conditions de financement avantageuses proposées par des entités publiques (cf. graphique 3). Plusieurs éléments fondamentaux de ce système sont pris en compte par les agences de notation financière, notamment le fait que [14] :

- la demande est partiellement solvabilisée par des aides publiques à la personne, réduisant le risque d'impayés pour les bailleurs ;
- la plupart des projets immobiliers des bailleurs sont éligibles à des financements de long terme, aux conditions avantageuses, de la CDC, une entité publique bénéficiant elle-même d'une signature de haute qualité[15] ;
- les prêts souscrits par les bailleurs sociaux auprès de la CDC bénéficient de garanties publiques à hauteur de 100 % de leur montant ; les bailleurs sociaux peuvent également se financer auprès d'Action Logement, qui est adossé à une ressource quasi-fiscale ;
- la CGLLS, un établissement public financé sur taxe affectée, a pour rôle de prévenir les difficultés financières des OLS. Dans le cas où l'organisme présenterait un profil financier déstabilisé, la CGLLS peut prendre des mesures pour qu'il rétablisse ses équilibres ;
- enfin, le secteur est soumis à la supervision et au contrôle financier de l'ANCOLS, agence publique.

Graphique 3 : Représentation schématique du système de financement des bailleurs sociaux



Source : Mission.

[14] « *French Social Housing Operator's Credit Quality Can Withstand Rent Cuts And Sector Reform* », S&P Global Ratings, 12 décembre 2018.

[15] Au 12 décembre 2018, AA/Stable chez S&P Global Ratings ; au 4 octobre 2018, AA2/Positive chez Moody's.

Le rôle pivot de la CDC s'appuie sur sa situation de quasi-monopole de fait dans le financement des opérations de construction et de réhabilitation des logements sociaux. L'octroi d'un prêt sur fonds d'épargne pour au moins 50% du prix de revient de l'opération[16] déclenche les aides fiscales dont bénéficie le logement (exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties d'une durée de 25 ans, et TVA à taux réduit[17]). Il est néanmoins notable que les prêts sur fonds d'épargne sont très largement majoritaires dans le financement du logement social, bien au-delà du seuil minimal de 50 %.

En 2017, la part des prêts sur le Fonds d'épargne, dans le financement en dette des logements sociaux familiaux, a été de 94 % ; elle a été de 97 % dans le financement des opérations de réhabilitation (cf. tableau 3).

Tableau 3 : Part des prêts CDC dans les plans de financement moyens du logement social en 2017

-	Logements sociaux	Logements-foyers	Réhabilitations
Part des prêts CDC dans le financement total (en %)	73	70	72
Part des prêts CDC dans le financement hors fonds propres et subventions (en %)	94	89	97

Source : CDC.

Par ailleurs, les prêts souscrits par les bailleurs sociaux sont indexés sur le taux du livret A. Le taux de livret A, piloté par les pouvoirs publics, est composé pour moitié d'inflation. Par conséquent, il offre une couverture naturelle en matière de gestion actif/passif aux bailleurs sociaux dont les loyers et les charges de personnels sont fortement corrélés à l'inflation.

La solidité du système de financement du secteur ne signifie pas pour autant un faible coût du risque pour le Fonds d'épargne. Sa gestion des risques obéit à un modèle prudentiel propre, interne à la CDC, validé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) qui s'inspire largement des travaux du comité de Bâle et du règlement européen *Capital requirement regulation* (CRR).

Étant donnée la nature de l'activité du fonds d'épargne, les deux principaux risques *a priori* identifiés sont le risque de crédit et le risque général de taux :

- le **risque de crédit**, c'est-à-dire, dans le cas des prêts, le risque de contrepartie, s'avère limité à la fois au vu de la nature de l'encours et du fait des garanties publiques offertes par les collectivités locales ;
- le **risque global de taux (RGT)** ressort comme le risque principal. Il est lié au potentiel désadossement du passif par rapport à l'actif. En effet, le passif est en majorité composé d'une ressource rémunérée aux épargnants au TLA. Les prêts au logement social sont indexés sur le TLA, ce qui offre une couverture naturelle du risque de taux. Un déficit d'emplois indexés au TLA par rapport à un excès de ressources créerait en revanche un déséquilibre, de même que des prêts à taux fixes consentis sur une ressource TLA.

[16] Article R.331-20 du CCH.

[17] Article 1384 A et article 278 sexies du code général des impôts.

Étant donné l'aspect massif des sommes gérées par le fonds d'épargne, **la couverture d'un risque global de taux accru se traduit par d'importants besoins en fonds propres supplémentaires prélevés sur le résultat annuel du fonds d'épargne**. Au 31 décembre 2018, le besoin en fonds propres lié au risque global de taux a été de 609 M€, en hausse par rapport à 2017 du fait :

- d'une collecte dynamique alors que les prévisions de prêts, notamment du segment secteur public local, présagent un ralentissement de l'activité (+ 700 M€) ;
- d'une baisse des taux nominaux et de l'inflation qui conduit à une baisse prévisionnelle du TLA et donc à une accélération des amortissements des prêts, qui constituent la couverture naturelle du passif (+ 220 M€) ;
- de l'acquisition d'obligations indexées sur l'inflation et de *swaps* inflation en 2018 qui a permis de limiter ces impacts haussiers (- 311 M€).

Cette dotation a été directement imputée au résultat du fonds d'épargne avant prélèvement au bénéfice du budget de l'État.

2.4. Le contexte de taux d'intérêt durablement bas et la RLS incitent les OLS à soupeser différentes possibilités de diversification de leurs financements en dette

Des conditions atypiques et, pour le moment, durables de taux d'intérêt ont rendu la ressource TLA comparativement moins compétitive sur les prêts de plus courte maturité. Dans ce contexte, les bailleurs sociaux, face à la contrainte financière de la RLS, sont à la recherche de nouvelles marges de manœuvre financières. **Certains envisagent de recourir davantage à des financements alternatifs à ceux de la CDC.**

En utilisant intensivement depuis 2012 des enveloppes de remises actuarielles, la CDC a réussi à limiter les refinancements extérieurs de ses prêts, tout en renégociant une partie des encours pour introduire de façon plus systématique des clauses d'indemnités de remboursements anticipés. Le plan Logement 2 inclut également des remises commerciales d'intérêt afin de pérenniser la gestion active de la dette par la CDC et lui donner des marges de manœuvre commerciales. La limitation des remboursements anticipés bénéficie financièrement au Fonds d'épargne car l'effort commercial consenti est moindre que le montant potentiel de perte de résultat en cas de remboursement. Il peut apparaître étonnant que les bailleurs se contentent de ce seul effort de la CDC plutôt que d'une mise au marché de leurs prêts. En tant que banquier quasi-unique, la CDC a néanmoins l'opportunité de travailler tout l'encours en offrant la possibilité d'allonger la maturité, de redessiner la fréquence de remboursement, plus généralement de gérer activement la dette des bailleurs en leur offrant des solutions, ce qui peut en partie expliquer l'adhésion de ces derniers. L'attachement du monde HLM à un système qui lui assure une ressource illimitée quelle que soit la conjoncture est également souvent avancé par les OLS pour expliquer leur modération.

La CDC a également développé de nombreuses solutions de financement alternatives à la ressource indexée sur le TLA dans les plans Logement 1 et 2, notamment des prêts à taux fixe financés sur la Section générale ou auprès de la Banque européenne d'investissement (BEI). En 2018, près de 4 Md€ de prêts distribués au secteur du logement social l'ont été à des taux inférieurs au coût de la ressource du Fonds d'épargne[18].

[18] PLAI, Eco-prêts, PHBB, etc.

Néanmoins, les acteurs tiers du financement du logement social témoignent d'une volonté accrue des bailleurs sociaux de diversifier leurs sources de financement. Cette diversification des lignes de dette pourrait s'opérer :

- par le biais de financements bancaires classiques[19] ;
- par le biais d'acteurs institutionnels recherchant une part de marché plus importante sur le secteur comme la BEI ou Action Logement ;
- via les marchés obligataires, soit directement[20], soit par des outils de mutualisation (comme l'Agence France locale pour les collectivités locales).

Une diversification modérée est à tout le moins probable dans le cas où les taux d'intérêt demeureraient très bas. Cela dit, il apparaît peu vraisemblable que les banques commerciales parviennent à refinancer une large portion de la dette détenue par la CDC, voire à se substituer à cette dernière. Les banques commerciales ne le souhaitent d'ailleurs pas, préférant travailler dans le sillage de la CDC et bénéficier de son rôle stabilisateur et sécurisant. Les limites au développement de leur offre sont de deux ordres : d'une part les maturités proposées par la CDC, sur lesquelles il leur est difficile de s'aligner, d'autre part l'importance des besoins d'investissement du secteur, qui leur laissent une part de marché qu'elles estiment suffisante.

Quant au potentiel de diversification par le biais d'émissions obligataires, il est réel mais reste contraint par les coûts fixes (notation, communication financière, besoin de renforcer la direction financière interne à l'organisme et nécessaire recours à des partenaires juridiques et financiers pour assurer la réussite d'une émission…)[21] associés à une telle solution, coûts fixes qui peuvent toutefois être réduits par une forme de mutualisation. Plusieurs bailleurs rencontrés par la mission ont souligné l'importance de ces coûts, ainsi que le risque potentiel en cas de retournement du marché, et considèrent que le développement des émissions obligataires ne devrait se faire que dans un cadre mutualisé.

Le potentiel de diversification serait moins important en cas de diminution du taux du livret A. Les taux du livret A a été figé à 0,75 % jusqu'en 2020[22]. À compter du 1er février 2020, une nouvelle formule devrait trouver à s'appliquer. Le taux du livret A serait fixé comme la moyenne semestrielle du taux d'inflation et des taux interbancaires à court terme. En outre, un plancher sera introduit : le taux du livret A ne pourrait être inférieur à 0,5 %. Si la formule ainsi définie trouvait à s'appliquer dans le contexte actuel, le TLA correspondrait à ce taux plancher. **L'application stricte de la formule déterminée à compter de février 2020 serait une première réponse adéquate à la faible compétitivité présente de la ressource indexée sur TLA**.

[19] Le groupe BPCE a annoncé par exemple le 20 décembre 2018 la mise en place d'un prêt sur 40 ans à taux fixe à Partenord Habitat pour un montant de 40 M€.

[20] Le groupe Batigère a par exemple levé fin 2018 60 M€ d'émissions obligataires pour des maturités de 15 ans à 20 ans.

[21] L'un des acteurs rencontrés estimait ce coût à 50 000 euros par an pour la notation financière par une agence, plus la préparation du prospectus pour l'Autorité des Marchés Financiers, les frais de gestion administrative de la distribution des coupons et le temps passé par les équipes sur la notation et la communication financière.

[22] Arrêté du ministre chargé de l'économie du 27 novembre 2017.

2.5. Si elle devait prendre une ampleur massive ou s'opérer de façon désordonnée, une diversification serait porteuse de grands risques pour le système de financement existant et ses garants

2.5.1. Le premier risque se situe au niveau des bailleurs sociaux

La durée très longue des prêts est un gage de solvabilité du secteur. Le montant à amortir annuellement étant étalé dans le temps, il est plus faible. La pression de trésorerie pesant sur le bailleur est ainsi réduite. Si les OLS se finançaient auprès de tiers de manière plus massive, la maturité des dettes contractées serait plus courte. Il en ressortirait des **charges annuelles de trésorerie plus importantes** qui, par exemple couplées à des prêts *in fine*, créeraient de possibles « **murs de refinancement** ».

En particulier, **certains acteurs s'interrogent sur l'opportunité de refinancer une large partie sinon la totalité de leurs prêts CDC à un taux d'intérêt inférieur au TLA auprès d'acteurs tiers**. L'idée repose sur la possibilité pour des OLS de s'appuyer sur un parc largement amorti, source d'une importante valeur « *cachée* », pour se refinancer et ensuite gérer leurs lignes de dette sur des maturités plus courtes de l'ordre de 5 à 10 ans, ce qui les rapprocherait du modèle des foncières privées.

Cette approche semble critiquable sur au moins deux plans. D'une part, l'adoption par des OLS d'un modèle de gestion de leur dette proche de celui des foncières privées reposerait sur une analyse financière incomplète. Pour les OLS, les capitaux propres sont des capitaux « gratuits », qu'ils ne rémunèrent pas ou presque pas. Pour les foncières privées, les fonds propres ont un coût, celui du rendement versé à l'actionnaire. Par conséquent, elles ont besoin de lever de la dette pour bénéficier d'un effet de levier. **Un OLS qui s'endette, au contraire, dégrade son équilibre financier**. D'autre part, les foncières privées parviennent à gérer les moments de refinancement à courte échéance soit par une rotation importante de l'actif – c'est-à-dire par des cessions - soit par la capacité à obtenir des revenus locatifs croissants après des travaux de réhabilitation. Un OLS ne fonctionne pas sur le même modèle économique : **les loyers sont plafonnés et la vente reste un exercice difficile sur le plan opérationnel et qui concerne une proportion très limitée du patrimoine du bailleur**.

En résumé, **un refinancement significatif du secteur du logement social sur les marchés**, **sur des maturités déconnectées du cycle économique réel des OLS**, non seulement introduirait un risque de surendettement mais diminuerait en parallèle la capacité de la CDC à surveiller financièrement les organismes. **Le niveau de risque systémique et la sinistralité pourraient s'en trouver augmentés.**

2.5.2. Une forte diversification des encours de la dette contractée auprès de la CDC par les organismes de logement social aurait un impact majeur sur le modèle d'affaires du Fonds d'épargne.

Il y aurait, en premier lieu, un effet d'anti-sélection. Les contreparties les plus risquées, qui n'auraient pas autant de facilité à se refinancer auprès de tiers, continueraient de contracter avec le Fonds d'épargne. À court terme, des besoins en fonds propres accrus du fait de l'application des règles prudentielles grèveraient le résultat net du Fonds[23] et pourraient potentiellement le dégrader très substantiellement. Ces opérations de refinancement entraîneraient nécessairement une augmentation des remboursements anticipés sur les prêts les mieux margés. Or, les prêts anciennement contractés par le Fonds d'épargne bénéficient de marges supérieures (TLA + 75 pb) aux prêts plus récents (TLA + 60 pb).

[23] Du fait de l'augmentation des dotations aux Fonds pour couvrir les risques de contrepartie et de taux.

Par ailleurs les contreparties qui seraient parvenues à refinancer une partie ou la totalité de l'encours de dette contractée auprès de la CDC, se tourneraient toujours vers le Fonds d'épargne pour financer les prêts les plus sociaux, pour lesquels le taux réglementaire reste compétitif par rapport au marché.

Il résulterait de ces différents effets que **le Fonds d'épargne ne serait plus en mesure d'assurer la péréquation entre les prêts les plus subventionnels (PLAI, éco-PLS) et les prêts les moins subventionnels (PLS, PLI) de la gamme**. Ce scénario pourrait ainsi porter atteinte aux objectifs centraux de la politique du logement social.

Des effets budgétaires collatéraux seraient également attendus. Outre la dégradation de la marge d'intérêt du Fonds d'épargne, la baisse de la production de prêts à TLA se traduirait rapidement par un déficit d'actifs indexés sur le TLA et donc par une hausse du RGT, qui placerait le Fonds d'épargne en situation d'insuffisance de fonds propres. Le résultat net du Fonds se détériorerait en conséquence, compromettant ainsi son modèle d'affaires, réduisant le prélèvement de l'État et limitant sa capacité à ouvrir de nouvelles enveloppes de prêts à taux subventionnel.

Au total, il est important de rappeler que **le logement social français repose sur une interdépendance étroite entre le Fonds d'épargne et les OLS**. Dans le jeu d'équilibres croisés entre ces acteurs, le quasi-monopole de fait de la CDC apporte une garantie de stabilité et de sécurité et, en tout état de cause, un alignement d'intérêts qui, *in fine,* ne peut qu'être favorable aux objectifs de la politique du logement social.

2.5.3. Si une part de diversification apparaît inévitable, il appartient aux pouvoirs publics de prévenir d'éventuelles dérives ou déstabilisations

Le soutien public exceptionnel au secteur du logement social favorise paradoxalement la diversification des prêteurs sans pour autant organiser la juste répartition des risques[24]. Le développement des financements externes, sans gestion du partage des garanties et sans suivi vigilant des risques supplémentaires pris par certains OLS, matérialiserait alors **un aléa moral majeur**. La perception positive qu'ont les agences de notation de la qualité de crédit des organismes de logement social s'explique avant tout par l'existence d'un système réglementé et non par la notation intrinsèque des bailleurs. Les prêteurs externes comme les agences de notation estiment en effet à juste titre qu'en cas de difficultés structurelles un bailleur serait soutenu par l'environnement institutionnel existant. Ils intègrent donc le fait que le risque demeure largement porté par le Fonds d'épargne, par l'État qui en garantit les ressources et par les collectivités territoriales garantissant les prêts.

[24] Le paradoxe se confirme lorsque la notation d'un bailleur social recherchant une diversification des sources de financement est confortée par l'existence même du rôle de la CDC et de l'environnement institutionnel du secteur.

Au demeurant, **les financeurs tiers des OLS peuvent solliciter d'autres natures de garanties**, par exemple des hypothèques, des nantissements de trésorerie, des cessions de créances de loyers. L'OLS n'a pas d'obligation contractuelle d'en informer la Caisse. Par ailleurs, il n'existe pas de *covenants* (clauses de sauvegarde) dans les contrats de prêts de la CDC permettant de prévenir ce type de situation[25]. Lorsque la situation financière de l'OLS est saine, les financeurs privés prennent avantage d'un contexte dans lequel le risque est porté par la CDC et les collectivités territoriales pour obtenir une marge. **En cas de difficultés avérées,** les prêteurs extérieurs peuvent exercer leurs *covenants*, ou bénéficier de leurs garanties lorsque la CDC ne peut qu'appeler la garantie de la collectivité territoriale ou de la CGLLS. Dans ce cas de figure, **la dette de la CDC se trouverait donc « *juniorisée* »**, le prêteur tiers pouvant actionner ses sûretés ou contraindre l'OLS à des actions déterminées, sans articulation avec la CDC et avant celle-ci.

Il apparaît nécessaire de prévenir toute potentielle dérive et de **protéger les engagements financiers publics en qualifiant par une disposition législative les créances sur les OLS détenues par la CDC de dette privilégiée,** dont le remboursement, en cas de difficultés financières, est prioritaire dans l'ordre des paiements. Il est possible qu'une telle mesure aboutisse à renchérir le coût du financement auprès de prêteurs tiers. Il serait toutefois gravement inéquitable que des prêteurs privés, ne courant aucun risque du fait des garanties publiques, réalisent un profit tout en bénéficiant d'une préséance sur les acteurs publics qui sécurisent le système.

2.6. D'autres facteurs de déstabilisation sont également à prévenir

2.6.1. La volonté affichée d'Action Logement de développer vigoureusement son activité de prêts aux OLS, en concurrence avec ceux fournis par la CDC, semble inopportune

Action Logement a annoncé en avril 2019 entreprendre volontairement un plan d'investissement d'un montant total de 9 Md€ dont une part fléchée vers les OLS. Action Logement se financerait à hauteur de 6 Md€ sur les marchés. Un des buts affichés par le groupe est de développer les prêts fournis aux bailleurs.

Si Action Logement parvient à développer une puissante activité de prêteur, il deviendra un deuxième prêteur de référence du secteur et doublonnera sans justification convaincante l'action de la Caisse des dépôts - qui propose pourtant des financements non contingentés indexés au taux de livret A mais également des prêts à taux fixes dans le cadre des plans Logement 1 et 2 (cf. encadré 1). Par ailleurs, Action Logement entend, pour prêter au secteur, obtenir des ressources sur les marchés obligataires. L'accès se ferait notamment à l'aide d'une signature presque souveraine motivée par la proximité d'Action Logement avec les pouvoirs publics et par son adossement à une ressource quasi-fiscale. Dans ce cas de figure, le circuit financier créé correspondrait à une autonomisation effective d'Action Logement vis-à-vis de la puissance publique, le groupe devenant à même de conduire, pour ainsi dire, sa propre politique de financement du secteur.

[25] Les covenants ou clauses de sauvegarde sont imposées par le créancier et lui permettent de demander sans délai le remboursement du capital initialement prêté si certains critères ne sont pas respectés.

Encadré 1 : Les plans Logements 1 et 2

Plan Logement 1 pour 10 Md€ présenté en avril 2018 :

- 2 Md€ de prêt de haut de bilan bonifié de 2e génération (PHB 2.0) en faveur de la construction et de la réhabilitation de logements ;
- 2 Md€ de prêts à taux fixe pour réaménager la dette des OLS à des conditions plus favorables ;
- 1 Md€ de prêts à taux fixe pour construire des logements neufs ;
- 1 Md€ d'investissement en fonds propres via Tonus ;
- 1 Md€ de prêts à taux fixe pour la réhabilitation thermique des logements ;
- 3 Md€ d'avances de trésorerie à court terme dont 1 Md€ pour préfinancer les prêts sur fonds d'épargne sur de nouvelles opérations et 2Md€ d'offre de crédit pour proposer des lignes de trésorerie bancaire aux OLS.

Plan Logement 2 pour 10 Md€ supplémentaires présenté en mai 2019 :

- 800 M€ de souscription entre 2019 et 2022 des titres participatifs émis par les OPH ;
- 4 Md€ de prêts à taux fixe ;
- 4,2 Md€ au maximum de prêts fonciers en zone tendue allongés de 60 à 80 ans, via l'Octofoncier, sur 2019-2022 ;
- 1 Md€ d'augmentation du volume d'éco-prêts consacrés à la réhabilitation thermique (prêts à 0 % sur 15 ans).

S'y ajoutent 2 Md€ de redéploiement des dispositifs de prêts de haut de bilan de première et de deuxième générations et 150 M€ de remises commerciales d'intérêt sur 2020-2022.

Source : Communiqués de presse de la Banque des territoires (CDC).

2.6.2. Alors que le système historique de financement du logement social affronte des questionnements, il importe de rappeler l'importance de la garantie apportée par les collectivités territoriales

Au moment de la mise en œuvre de la RLS, certaines collectivités territoriales ont fait valoir qu'elles pourraient reconsidérer l'octroi de leur garantie sur les prêts de la CDC, compte tenu de leurs interrogations sur la solidité financière du secteur. Il est difficile d'évaluer l'ampleur que pourrait prendre cette remise en cause mais, si elle devait advenir et le mouvement se confirmer, cela ferait peser un risque très important sur l'ensemble du système, dont la sécurisation repose, par construction, sur une telle garantie publique.

La garantie des collectivités territoriales est, en effet, liée au rôle de ces dernières dans la politique du logement social. Les collectivités décident du programme local de l'habitat (PLH), du plan local d'urbanisme (PLU), déterminent sur leur territoire les contraintes de mixité, accordent les permis de construire et participent aux commissions d'attribution. La garantie matérialise l'engagement des collectivités dans le processus et forme une contrepartie. Elle a elle-même pour contrepartie des réservations de logements pour les collectivités. Par ailleurs, le risque pris par les collectivités territoriales est faible. Empiriquement, le taux de défaillance est quasi-nul. Le risque global est suivi par la CDC, qui joue le rôle de pivot financier du système et de prêteur en dernier ressort.

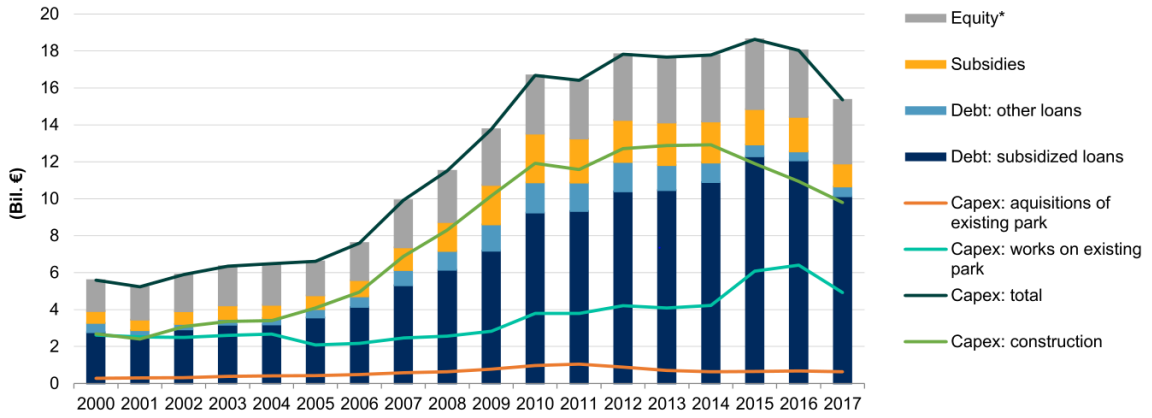
Du point de vue du Fonds d'épargne, **cette garantie est essentielle** : bien qu'elle n'ait pas de coût, elle permet, par une pondération moindre du risque de contrepartie, **de réduire significativement le besoin en fonds propres nécessaire à la couverture des risques**.

Dans l'éventualité où un grand nombre de collectivités territoriales refuseraient de garantir des prêts, plusieurs conséquences négatives seraient à prévoir. Toutes choses égales par ailleurs, sans garantie, la CDC ne pourrait plus prêter[26]. La CGLLS pourrait, certes, en absorber une petite partie[27], mais un large refus des collectivités de garantir limiterait très fortement la quantité les prêts pouvant être accordés au secteur. La CDC, de façon dérogatoire, pourrait trouver des sûretés de substitution, comme des hypothèques, mais dans une volumétrie faible. En toute hypothèse, un système de garantie, soit étatique, soit mutualiste entre OLS, serait rendu nécessaire. **Les collectivités territoriales s'exposeraient alors à une potentielle moindre territorialisation de la politique du logement social**.

2.7. Avec des ratios de dette déjà tendus par l'effort de construction de ces dernières années, un apport de fonds propres supplémentaires pourrait soutenir l'investissement

Le secteur du logement locatif apparaît déjà endetté dans des proportions importantes. La relance de l'effort de construction entre 2005 et 2008 et son maintien depuis lors ont été principalement financés par le recours à l'emprunt (cf. graphique 4).

Graphique 4 : Dépenses d'investissement des bailleurs sociaux et origine des fonds en Md€ (2000-2017)



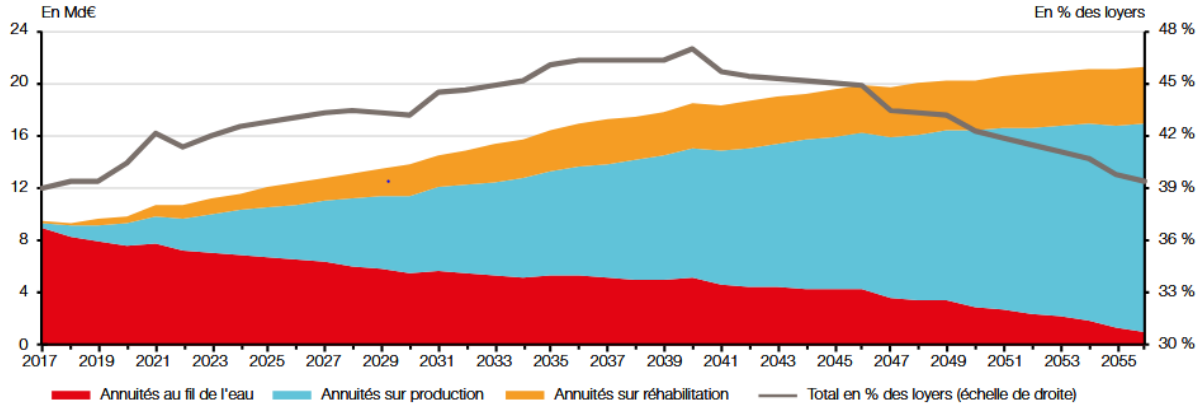
Source : S&P Global Ratings.

La mise en tension des ratios de dette des bailleurs a été renforcée par les mesures d'accompagnement prises depuis 2018 (PHBB, allongements de dettes). Cela se traduit notamment par des annuités financières projetées qui, rapportées aux loyers, sont en hausse jusqu'aux années 2040 où elles pourraient atteindre 48 % (cf. graphique 5) - la CDC estime que le niveau de 50 % constitue un seuil à partir duquel la situation financière d'un OLS est fragilisée.

[26] Le cadre de gestion exige pour tous les prêts consentis au logement social sur ressources du Fonds d'épargne une garantie couvrant 100 % du montant prêté.

[27] Si l'on excepte le cas particulier des prêts de haut de bilan bonifiés (PHBB), la CGLLS ne garantit qu'environ 3 % des émissions de la CDC et n'intervient pas sur les PLS, qui ne sont garantis que par les collectivités territoriales.

Graphique 5 : Projection des annuités financières de bailleurs sociaux par nature des opérations (2017-2056)



Source : CDC.

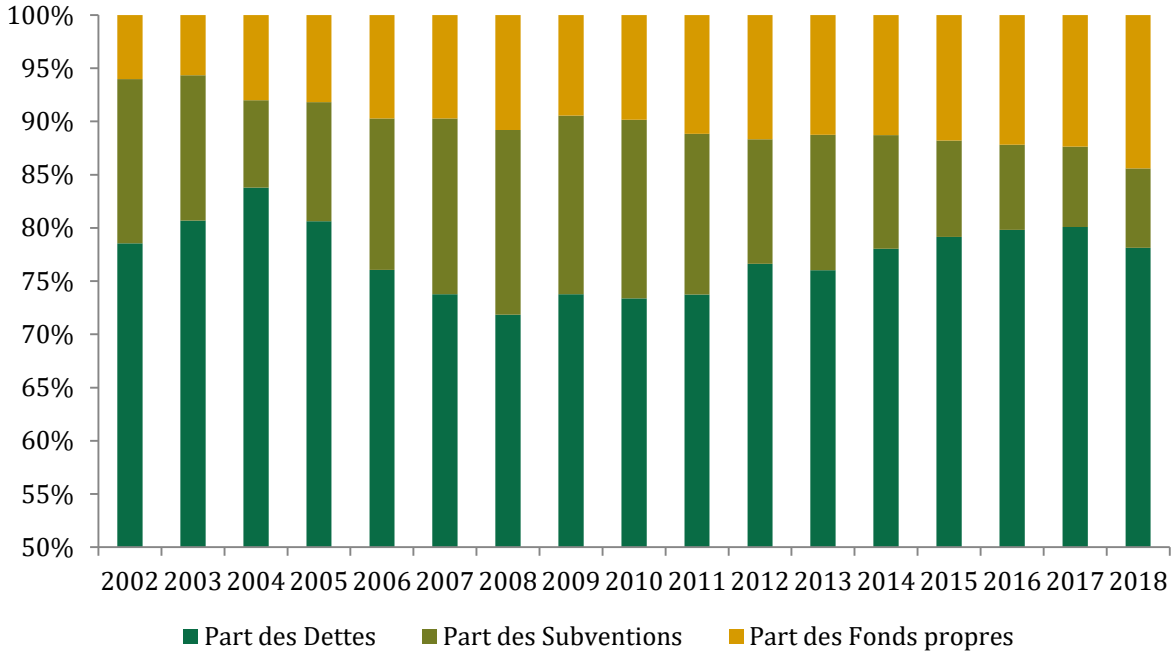
Un recours supplémentaire à de la dette dans les conditions actuelles **serait susceptible de déporter cette courbe vers le haut**, toutes choses égales par ailleurs. Cette solution semble d'autant plus discutable que **la maîtrise de la dette du secteur est désormais un enjeu des années à venir**.

De plus, dans son étude Perspectives 2018, sur la base d'hypothèses structurantes, la CDC estime que l'autofinancement se dégraderait fortement au cours des 20 prochaines années, du fait de la RLS qui pèse sur les recettes locatives mais aussi de la charge de la dette portée par les importants investissements réalisés depuis la fin des années 2000. Ce repli serait toutefois atténué par d'importants efforts du secteur sur les charges d'exploitation et par le doublement des ventes.

Néanmoins, des tests de sensibilité sur ces projections, avec un taux de livret A plus important ou dans un scénario où les charges de gestion seraient moins maîtrisées, indiquent que le secteur dans son ensemble pourrait présenter dans 20 ans un potentiel financier négatif – or le potentiel financier, soit la différence entre ressources longues et emplois longs, est un indicateur clé de la capacité à mobiliser des fonds pour de futures opérations d'investissement.

À ambition de construction constante, de nouveaux moteurs d'investissement sont donc à trouver, mais un surplus de dette ne semble pas être la solution. Les OLS comme leurs fédérations ont systématiquement mentionné à la mission le besoin croissant de fonds propres pour équilibrer les opérations. L'analyse de la structuration des plans de financement d'opérations de construction depuis 2002 en témoigne (cf. graphique 6). On constate en effet l'accroissement continu de la quantité de fonds propres injectés dans les constructions nouvelles. En moyenne, la quantité de fonds propres pour construire un logement a augmenté de 475 € chaque année entre 2004 et 2018.

Graphique 6 : Répartition des modes de financement dans les opérations de construction depuis 2002



Source : SISAL ; mission.

L'analyse de la santé financière et opérationnelle des ESH, sur la base de données Harmonia, montre au demeurant que **les ESH qui construisent le plus sont également mieux capitalisées, font circuler davantage leur actif en vendant plus que les autres**, ont un levier de dette plus élevé et parviennent à dégager un autofinancement rapporté au revenu locatif plus important. Elles ont donc, dans le cadre actuel, cherché des marges de manœuvre pour préserver leur capacité d'investissement.

Plusieurs mesures mises en place dans les plans Logement 1 et 2 ont permis de fournir au secteur des quasi-fonds propres ou à leur permettre d'économiser leurs fonds propres disponibles (prêts PHBB 1 et 2, titres participatifs émis par les OLS et souscrits par la CDC à hauteur de 800 M€ sur 3 ans, prise en charge par Action Logement d'une partie des contributions CGLLS des bailleurs au FNAP à hauteur de 300 M€ de 2020 à 2022). Ces mesures sont notablement portées par des **acteurs publics ou parapublics**.

Une ouverture à des capitaux privés extérieurs serait de nature différente. Elle est aujourd'hui compliquée par un système laissant peu circuler le capital et appliquant un principe de lucrativité limitée. Tout élargissement décidé par le Gouvernement supposerait d'en créer les conditions propices.

3. Plusieurs options, à l'intérêt et à la sophistication variables, sont envisageables pour apporter des fonds propres privés au secteur du logement social

3.1. Quel intérêt réel des investisseurs privés pour le logement social ?

La mission a rencontré tout au long de ses travaux une grande variété d'investisseurs privés, notamment des institutionnels, des financiers et des experts du secteur immobilier, afin de qualifier la nature et l'intensité de leur appétence pour le logement social français.

Si la curiosité de la place financière pour le logement social est réelle, la volonté avérée d'investir dans le secteur est plus diffuse. Force est néanmoins de constater que l'intérêt des investisseurs privés est :

- d'abord, **un intérêt par défaut** :
  - la pression à la baisse sur les rentabilités des classes d'actifs habituellement les plus attractives pour les investissements privés dans l'immobilier (bureaux, centres commerciaux) les a conduit à regarder d'un œil nouveau l'immobilier résidentiel, largement délaissé depuis la fin des années 1990. Ils recherchent des opportunités d'investissement à même de servir un coupon annuel avec un différentiel de taux (*spread*) par rapport aux titres souverains sans risque;
  - en France, le logement social constitue le seul segment industriel dans le résidentiel, c'est-à-dire capable d'absorber des sommes significatives dans un contexte d'abondance de liquidités cherchant à s'investir ;
- ensuite, **un intérêt potentiellement passager**, très lié au contexte atypique de taux d'intérêt ;
- enfin, **un intérêt alimenté par des opérations immobilières à forte visibilité réalisées dernièrement en France** dans le logement intermédiaire (FLI de CDC Habitat, SLI) ou abordable (opération Vesta de SNCF Immobilier).

À l'occasion de l'opération Vesta en 2018 ayant abouti à la cession par SNCF Immobilier d'un portefeuille résidentiel de 4 000 logements pour 1,4 Md€ à un consortium d'investisseurs institutionnels, environ dix manifestations d'intérêt ont été adressées au premier tour d'appel pour un montant cumulé de l'ordre de 11 à 12 Mds€, illustrant la quantité de fonds cherchant alors à s'investir dans le logement social.

Par ailleurs, les investisseurs privés rencontrés n'ont pas les mêmes attendus car tous ne partagent pas le même modèle de rentabilité. Quatre grands types d'approche ont été identifiés :

- certains investisseurs recherchent **un rendement constant**, modéré ou plus élevé (2 % à 4,5 % de rendement net sur fonds propres) ;
- plusieurs investisseurs ont indiqué bâtir leur rentabilité sur la capacité à obtenir **un rendement croissant dans le temps**. Cela signifie en général recourir à la possibilité offerte par la législation de revaloriser le niveau de loyer en cas de travaux de réhabilitation et/ou de rénovation énergétique ;
- d'autres mettent en avant la capacité à réaliser des **plus-values de cession en fin d'opération** ;
- pour la plupart, ces trois premières options peuvent être panachées pour construire un modèle mixte de rentabilité à terme.

Une majeure partie des investisseurs rencontrés recherchent un rendement constant, d'environ 3 %.

Plus généralement, il est indispensable d'expliciter plusieurs considérations générales avant d'étudier les différents choix techniques possibles :

1. Il ne faut pas attendre des investisseurs privés qu'ils investissent dans le logement très social ou dans des zones détendues. Les interlocuteurs rencontrés ont clairement signifié avoir un intérêt pour les PLS, dans un moindre mesure pour les PLUS et, s'agissant de la localisation géographique, pour la région parisienne et les espaces métropolitains dynamiques.

2. Les différentes formules d'ouverture à des capitaux privés ne profiteront pas à tous les OLS mais principalement à ceux qui disposent de la taille, de l'ingénierie financière et de l'effet de marque suffisants pour attirer les investisseurs.

3. Certaines options ont un caractère irréversible, **notamment en matière d'attrition du parc social**. Une illustration en est fournie par la politique du logement en Allemagne où le logement social a été largement vendu à des foncières privées après la réunification avec une très forte attrition du parc social (ramené à 4 % du total du parc de logements), qui ne joue plus qu'un rôle résiduel compte tenu de la combinaison du conventionnement à durée limitée et du quasi-arrêt de l'effort de construction depuis les années 1990.

4. Toute option, si elle était sélectionnée, devrait répondre aux objectifs de la politique du logement social tout en suscitant l'intérêt des investisseurs privés.

5. Sauf à remettre en cause les compensations existantes, **les règles européennes du service d'intérêt économique général (SIEG) limiteront les possibilités d'évolution trop forte**.

Cela étant précisé, différentes options sont envisageables, selon le degré souhaité de variation par rapport à la situation actuelle.

3.2. Les mécanismes de vente, de démembrement et de titres participatifs, prévus par de récentes dispositions législatives pour apporter des fonds propres aux OLS, ne peuvent constituer que des solutions d'ampleur limitée

3.2.1. La vente de logements sociaux attractifs, même si elle était élargie par rapport au dispositif de la loi ELAN, ne serait réalisable que pour une partie réduite du parc existant

3.2.1.1. Les données financières issues des organismes de logement social confirment que la vente d'un logement permet d'en construire deux à trois nouveaux

Les règles comptables applicables aux organismes de logement social[28] prévoient une inscription des logements pour leur prix de revient historique auquel est appliqué un schéma d'amortissement linéaire sur la durée du prêt obtenu pour en financer la construction, généralement 40 ans. L'ancienneté de construction d'une partie des logements détenus explique ainsi que **la part de la valeur des logements déjà amortie s'élève à plus de 34 % du total hors SEM au 31 décembre 2017** (cf. tableau 4).

[28] Règlement ANC n° 2015-04 du 4 juin 2015 relatif aux comptes annuels des organismes de logement social pour les organismes à comptabilité privée et instruction budgétaire et comptable M31 pour les OPH à comptabilité publique.

Tableau 4 : Part de la valeur des logements amortie au 31 décembre 2017

Type d'organisme	Part des amortissements rapportés à la valeur brute de l'ensemble du parc (en %)
OPH	36,0
ESH	33,0
COOP	26,8
Total	**34,2**

Source : Mission, d'après états réglementaires de la base Harmonia.

La vente de logements sociaux totalement ou largement amortis permet ainsi aux organismes de logement social de dégager des plus-values de cession importantes pouvant être utilisées pour financer le développement de nouveaux programmes. À cet égard, deux travaux d'analyse conduits en 2014[29] et 2018[30] relativement à la vente de logements sociaux identifient un potentiel de construction de 2 à 3,6 logements par logement vendu. Sur la base des informations figurant dans les bases Harmonia et Sisal en 2017, **la mission identifie un potentiel de trois logements construits pour un vendu** (cf. tableau 5).

Tableau 5 : Évaluations du potentiel de construction dégagé par la vente d'un logement social

	Rapport CGEDD	Rapport Quercy	Mission
Plus-value nette résultant de la vente d'un logement	65 000 €	60 000 €	51 700 €
Fonds propres nécessaire à la construction d'un logement neuf	18 200 €	30 000 €	16 400 €[31]
Potentiel de construction dégagé par la vente d'un logement	**3,6**	**2**	**3,1**

Source : Mission (d'après rapports précités et bases Harmonia et Sisal).

Toutefois, les chiffres à disposition portent sur des opérations de cession réalisées sous l'empire des règles existant avant la loi ELAN du 23 novembre 2018[32]. En particulier, la cession de logements à des acteurs professionnels privés, hors locataires occupants, à la recherche d'un rendement locatif s'appuie sur une valorisation des immeubles cédés calculée sur la base des flux de trésorerie futurs issus de la location réglementée et non sur un prix pratiqué sur le marché résidentiel.

3.2.1.2. L'analyse des ventes réalisées jusqu'à la fin 2017 confirme leur caractère restreint à environ 10 500 logements par an cédés hors du parc social

Jusqu'à la loi ELAN, les organismes de logement social étaient autorisés de façon encadrée à céder des logements sociaux à leurs locataires ou à d'autres organismes de logement social. Les logiques poursuivies étaient dans le premier cas de favoriser l'accession à la propriété et dans le second de permettre une rationalisation du parc détenu par chaque organisme.

[29] Rapport CGEDD n° 009083-01, septembre 2014, Marianne Leblanc-Laugier et Pascaline Tardivon.

[30] Rapport au ministre de la Cohésion des territoires sur la vente des logements sociaux, février 2018, Pierre Quercy.

[31] Données en euros constants (base 2015).

[32] Loi n° 2018-1021 du 23 novembre 2018 portant évolution du logement, de l'aménagement et du numérique.

L'analyse des chiffres des ventes réalisées par les organismes montre que les sorties du parc social se sont élevées en moyenne à 10 500 par an sur la période 2011-2017 (cf. tableau 6). Ce chiffre est très en-deçà de l'objectif de vente de 1 % du parc social, soit 40 000 logements, par an, renouvelé dans le protocole signé entre l'État et le secteur HLM le 4 avril 2018 pour la période 2018-2021. Cette situation s'explique en particulier par le fait que seuls les locataires les plus solvables peuvent profiter de ce mécanisme d'accession et que ceux-ci ont plutôt tendance à privilégier une sortie de parc social.

Tableau 6 : Ventes par année et par type d'acquéreurs

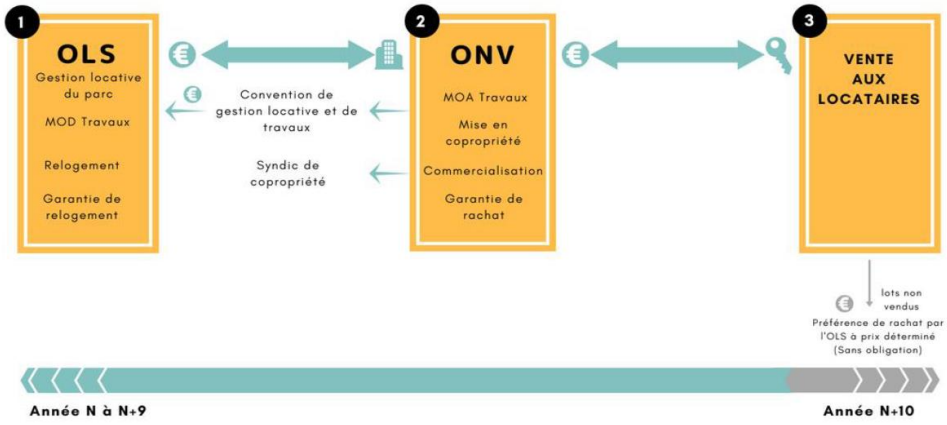
Année de vente	Vente à un autre organisme	Vente avec sortie du parc social
2011	11 936	10 980
2012	5 474	12 269
2013	13 236	11 198
2014	9 385	10 337
2015	35 962	9 360
2016	29 825	9 281
2017	19 064	10 193
Moyenne annuelle	**17 840**	**10 517**

Source : Mission (d'après RPLS, dont PLI ou assimilés).

Afin de renforcer les capacités de vente de logements sociaux par les bailleurs, la loi ELAN a également permis la création de sociétés de vente d'habitations à loyer modéré. Sur cette base, le groupe Action Logement a créé un opérateur national de vente (ONV) destiné à recevoir des propositions de ventes en bloc de l'ensemble des bailleurs sociaux et à acquérir les logements concernés en vue d'en assurer la revente aux locataires occupants (cf. graphique 7). Cette formule permet ainsi aux organismes de logements sociaux de percevoir immédiatement le produit de la vente future, les logements invendus par l'ONV étant destinés à être réintégrés au patrimoine des bailleurs.

Si Action Logement a doté l'ONV de 4 Md€ sur 3 ans, dont 1 Md€ issu de la PEEC et 3 Md€ de prêts, le premier appel à manifestation d'intérêt lancé le 18 juillet 2018 n'a permis d'identifier que 11 000 logements. Sur les 71 bailleurs sociaux qui ont déposé un projet de vente 36 étaient des filiales du groupe Action Logement. Un second AMI est prévu après l'été 2019.

Graphique 7 : Schéma du portage assuré par l'ONV



Source : ONV, Groupe Action Logement.

3.2.1.3. La cession en bloc des logements PLS de plus de quinze ans les plus attractifs, autorisée depuis la fin 2018, concerne moins de 0,5 % du parc

Depuis la loi ELAN, les organismes de logement social peuvent également céder en bloc[33] à des acquéreurs institutionnels privés les logements financés au moyen de prêts locatifs sociaux (PLS) de la CDC qui ont été construits ou acquis depuis plus de quinze ans, c'est-à-dire les logements sociaux destinés aux publics les plus aisés du secteur social[34].

La cession en bloc des logements PLS de plus de quinze ans déroge à plusieurs des règles applicables aux autres ventes :

- cette opération entraîne la fin du conventionnement social des logements au départ des locataires occupants[35], ce qui constitue une exception par rapport aux règles existant depuis la loi SRU[36] ;
- il n'est pas tenu compte de l'ordre de priorité pour les bénéficiaires de la vente, laquelle prévoit en principe que le locataire est prioritaire pour l'achat du logement qu'il occupe ;
- la fixation du prix est réalisée dans des conditions de marché par un expert immobilier sans nécessité de consulter la direction de l'immobilier de l'État.

La logique de la vente en bloc diffère de la vente aux locataires occupants. Dans le premier cas, la recherche d'une plus-value de cession alimentant de nouveaux investissements prime, alors que le second cas recouvre principalement l'objectif d'accession à la propriété des ménages modestes.

Cette nouvelle modalité de vente concerne toutefois un stock limité de logements équivalent à moins de 60 000 en 2019 en France métropolitaine. **La mission a par ailleurs relevé que l'intérêt des acquéreurs institutionnels rencontrés se focalisait principalement sur les zones urbaines les plus denses (zone A[37]) voire plus précisément sur la seule agglomération parisienne, restreignant le stock de logements PLS de plus de quinze ans en 2019 pouvant être cédés le plus facilement et au meilleur prix à moins de 0,5 % du parc** (cf. tableau 7).

À cette première limite s'ajoute le fait que les offices publics de l'habitat ayant sorti de leur parc social deux fois moins de logements que les ESH sur la période 2012-2017, le potentiel de PLS de plus de 15 ans cessibles dans les zones les plus attractives pouvant de ce fait être encore davantage réduit.

---

[33] Au moins cinq logements cédés.

[34] Ressources de 46 008 € en Île-de-France et 35 802 € dans les autres régions pour un ménage de deux personnes ne comportant aucune personne à charge, à l'exclusion des jeunes ménages.

[35] Article L. 443-11, II, al. 3 du code de la construction et de l'habitation.

[36] Loi n° 2000-1208 du 13 décembre 2000 relative à la solidarité et au renouvellement urbains.

[37] Agglomération de Paris, Côte d'Azur, partie française de l'agglomération genevoise, certaines agglomérations ou communes où les loyers et les prix des logements sont très élevés.

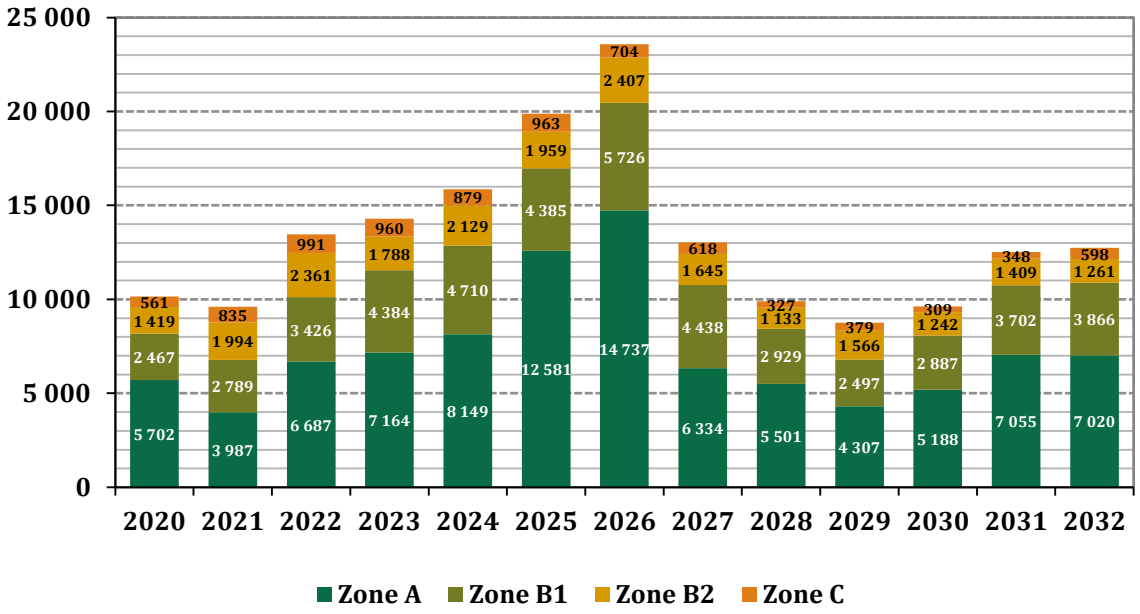
Tableau 7 : Stock de logements PLS de plus de 15 ans en 2019

Périmètre	Nombre de logements	Part du parc social[38]
Total France métropolitaine *hors OPH et SEM*	59 379 *40 405*	1,14 % *0,78 %*
Zone A *hors OPH et SEM*	24 759 *16 739*	**0,48 %** *0,32 %*
Paris et petite couronne *hors OPH et SEM*	14 189 *8 642*	**0,27 %** *0,17 %*
Paris *hors OPH et SEM*	5 340 *1 290*	0,10 % *0,02 %*

Source : Mission (d'après RPLS 2017).

En tendance sur les dix prochaines années et sur la base des années d'entrée des logements dans le parc social, le stock de logements PLS de plus de quinze ans s'accroîtra en moyenne chaque année de plus de 13 300 unités et plus spécifiquement de 7 260 unités dans la seule zone A. Toutefois, la dynamique de progression observable sur la période 2020-2026 ne se poursuivra pas dans la période 2027-2032 (cf. graphique 8).

Graphique 8 : Flux annuel de nouveaux PLS de plus de 15 ans par zone sur 2020-2031



Source : Mission (d'après RPLS).

3.2.1.4. L'extension de la vente en bloc aux PLS de plus de dix ans et aux PLUS favoriserait la rotation du parc sans pour autant constituer une source de fonds propres systématique

Ouvrir la faculté de céder en bloc des logements PLS de plus de dix ans permettrait de doubler le stock cessible en France métropolitaine en 2019 et même davantage en zone A et dans l'agglomération parisienne (cf. tableau 8).

[38] Sur la base d'un parc social arrondi à 5,21 millions sur la base des chiffres du compte du logement 2017.

Tableau 8 : Stock de PLS de plus de 10 ans en 2019

Périmètre	Nombre de logements	Différentiel par rapport au stock PLS de plus de 15 ans
Total France métropolitaine *hors OPH et SEM*	122 386 *84 642*	+ 63 007 *+ 44 237*
Zone A *hors OPH et SEM*	56 255 *38 199*	+ 31 496 *+ 21 460*
Paris et petite couronne *hors OPH et SEM*	30 992 *18 224*	+ 16 803 *+ 9 582*
Paris *hors OPH et SEM*	12 144 *3 253*	+ 6 804 *+ 1 963*

Source : Mission (d'après RPLS 2017).

Par ailleurs, il convient également d'interroger l'opportunité d'ouvrir cette modalité de cession aux logements PLUS de plus de quinze ans qui représentent plus de 66 % du parc social (cf. tableau 9) voire aux logements PLUS de plus de dix ans qui représentent plus de 71 % de ce même parc (cf. tableau 10). La Direction générale du Trésor défend cette ouverture, sous condition de prévoir des garanties spécifiques au bénéfice des locataires en place, afin :

- d'accroître le parc de logements pouvant être cédés en bloc à des acquéreurs institutionnels privés ;
- de maximiser les plus-values dégagées par les organismes de logement social étant donné la plus forte ancienneté des logements PLUS que celle des PLS ;
- d'éviter toute solution plus complexe pouvant aboutir à la gestion de logements sociaux conventionnés par des investisseurs privés.

Tableau 9 : Stock de logements PLUS de plus de 15 ans en 2019

Périmètre	Nombre de logements	Part du parc social[39]
Total France métropolitaine *hors OPH et SEM*	3 460 338 *1 450 917*	66,42 % *27,85 %*
Zone A *hors OPH et SEM*	1 151 971 *517 134*	22,11 % *9,93 %*
Paris et petite couronne *hors OPH et SEM*	575 792 *198 939*	11,05 % *3,82 %*
Paris *hors OPH et SEM*	151 346 *32 093*	2,90 % *0,62 %*

Source : Mission (d'après RPLS 2017).

Tableau 10 : Stock de logements PLUS de plus de 10 ans en 2019

Périmètre	Nombre de logements	Part du parc social[40]
Total France métropolitaine *hors OPH et SEM*	3 723 283 *1 589 649*	71,46 % *30,51 %*
Zone A *hors OPH et SEM*	1 251 500 *566 079*	24,02 % *10,87 %*
Paris et petite couronne *hors OPH et SEM*	634 373 *218 825*	12,18 % *4,20 %*
Paris *hors OPH et SEM*	185 683 *37 581*	3,56 % *0,72 %*

Source : Mission (d'après RPLS 2017).

[39] Sur la base d'un parc social arrondi à 5,21 millions sur la base des chiffres du compte du logement 2017.

[40] *Idem.*

Bien que susceptible d'accroître le nombre de logements cédés par les bailleurs sociaux et donc les fonds qu'ils peuvent en retirer, cette évolution n'élimine pas certaines des difficultés identifiées par Pierre Quercy dans son rapport au ministre de la Cohésion des territoires de février 2018 s'agissant de la vente HLM aux ménages accédant, occupants ou non du parc social, en particulier :

- **la réticence de certains organismes de logements sociaux à se départir d'une partie de leur parc**, dans la mesure où leur poids se mesure principalement à l'aune du parc qu'ils gèrent et où la capacité d'autofinancement dégagée par les logements déjà largement amortis est nécessaire à leur équilibre financier d'ensemble ;
- **la réticence de certaines collectivités territoriales** pouvant craindre un éloignement par rapport aux objectifs fixés par l'article 55 de la loi SRU[41] ;
- **la lourdeur des démarches administratives à accomplir,** se traduisant généralement par un délai de dix ans entre la décision de vendre et la vente effective ainsi qu'**un manque de savoir-faire sur ce type d'opérations** ;
- **sur la base des données historiques de ventes aux locataires, la nécessité de mettre en vente huit à dix logements pour parvenir à en vendre effectivement un par an**, impliquant une mise en commercialisation de 160 000 à 200 000 logements, soit 5 % à 10 % du parc vendable.

Les OLS rencontrés par la mission qui ont mis en place une politique active de gestion patrimoniale de leur parc ont estimé pouvoir atteindre un volant de cessions de l'ordre de 0,3 à 0,4 % des logements dont ils sont propriétaires sur les prochaines années en mobilisant toutes les modalités à leur disposition (vente à l'occupant, vente à d'autres OLS, ventes en bloc de PLS de plus de quinze ans).

En outre, les disparités territoriales doivent être prises en compte pour apprécier le potentiel réel de l'élargissement de la vente en bloc à d'autres logements que ceux visés par la loi ELAN[42]. En effet, en zones détendues le produit de cession des logements permettrait de financer les programmes de rénovation urbaine, de réhabiliter en partie le parc existant voire de construire de nouveaux logements mais cette démarche butera sur un taux de rotation très faible des occupants limitant de ce fait la faisabilité et la rapidité des cessions de blocs. En zones tendues, si les plus-values de cession peuvent être importantes, la capacité à reconstruire de nouveaux logements n'est pas garantie étant donné le coût très élevé d'acquisition du foncier.

L'ampleur et la rapidité de mobilisation de ventes par blocs d'immeubles seront enfin conditionnées aux marges de manœuvre dont disposent les organismes de logement social pour :

- assurer le relogement des locataires occupants les logements ;
- consentir un effort de construction de nouveaux logements afin d'éviter toute attrition du parc existant.

Le mécanisme de vente en bloc est en outre susceptible de créer un risque d'enrichissement indu au profit d'investisseurs privés dans le cas où les règles de distribution de dividendes et d'affectation des plus-values nettes de cession seraient assouplies (cf. 3.4.3.2).

---

[41] Loi n° 2000-1208 du 13 décembre 2000 relative à la solidarité et au renouvellement urbains. Les dispositions de l'article 55 imposent de disposer d'au moins 25 % de logements sociaux pour les communes dont la population est au moins égale à 1 500 habitants en Île-de-France et 3 500 habitants dans les autres régions qui sont situées dans une agglomération ou un EPCI à fiscalité propre de plus de 50 000 habitants comprenant au moins une commune de plus de 15 000 habitants. Pour certaines communes, un taux de 20 % s'applique selon des critères spécifiques. Certaines communes peuvent être exemptées.

[42] *L'observateur de l'immobilier du crédit foncier*, n° 97, Bernard Coloos et Bernard Vorms.

En tout état de cause, bien que réel – ainsi qu'en témoigne le cas des Pays-Bas (cf. encadré 2), **le potentiel financier lié à la vente de logements sociaux sur la période future demeurera limité** d'une part, par la taille du parc cessible et attractif et, d'autre part, par les difficultés inhérentes à ce type d'opération. **De ce fait, cette formule ne saurait constituer une solution de grande ampleur susceptible de concerner l'ensemble des bailleurs ni l'ensemble des territoires.**

Encadré 2 : Les ventes de logements locatifs sociaux aux Pays-Bas

Les organismes de logements sociaux aux Pays-Bas (*woningcorporaties*) ont fortement développé les ventes de logements locatifs sociaux à des particuliers (à des fins d'accession sociale) ou, depuis le début des années 2010, à des institutionnels au travers de la vente en bloc. Par rapport à un parc stable à un niveau d'environ 2,4 millions de logements, les ventes en-dehors du secteur dépassent systématiquement 0,5% du parc par an, même pour les années 2008-2009 caractérisées par le contrecoup de la crise financière et les difficultés d'accès au crédit. Sur la période 2007-2016, le nombre de cessions atteint ainsi en moyenne 16 450 par an, dont 14 220 à des particuliers et 2 230 par des ventes en bloc. Le nombre maximum de cessions (22 900 cessions) est atteint en 2014 par la conjugaison de fortes ventes aux particuliers (17 000) et aux investisseurs (5 900) et culmine ainsi à 0,95% du parc.

Le développement des ventes en bloc, qui représentent 20% des cessions en moyenne sur la période 2011-2016, s'effectue au travers d'opérations de taille relativement modeste. Ceci peut s'expliquer en partie par la taille des *woningcorporaties* (2018 : 313 entités pour 2,4 millions de logements, soit environ 8 000 logements en moyenne). L'opération la plus importante est l'acquisition (fin 2014) d'un portefeuille de 3 786 logements par le fonds britannique « Round Hill », pour un montant de 365 M€. A l'exception de cette opération « hors norme », sur 204 opérations de cessions effectuées ou en cours recensées sur le site Internet de référence du secteur, seules 8 concernent des portefeuilles supérieurs à 100 logements (pour un total de 1 252 logements) alors que 164 concernent des portefeuilles inférieurs à 50 logements. 93 portefeuilles sur 204 sont composés de maisons individuelles.

La pratique des ventes en bloc reste donc sélective. Elle s'accompagne du maintien des droits des locataires en place, tout changement de statut (passage dans le secteur libre pour les logements qui remplissent les conditions de confort requises) ne s'opérant qu'à l'entrée dans les lieux d'un nouveau locataire. Elle va de pair avec une réflexion de chaque *woningcorporatie* sur l'évolution de son parc, pour maintenir son niveau par la construction neuve si le besoin le justifie.

Un facteur favorable au développement de la vente est l'intérêt des investisseurs institutionnels étrangers, qui ont investi 1 Md€ en 2017 et 2 Md€ en 2018 dans l'immobilier résidentiel néerlandais, et dont les intentions d'investissement sur la période 2019-2021 pourraient atteindre jusqu'à 12 Md€ si les opportunités le justifiaient. En termes géographiques, **l'intérêt des investisseurs étrangers se concentre sur les métropoles, 86% des flux 2018 étant dirigés vers la « Randstad »** (conurbation Amsterdam-Rotterdam-La Haye-Utrecht, qui regroupe plus de 7 millions d'habitants soit 40% de la population des Pays-Bas).

Source : Mission, sur la base de données recueillies sur le site de l'autorité de surveillance des woningcorporaties (AW) et sur le site Internet corporatiemarkt entretenu par la firme Capital Value.

3.2.1.5. La solution alternative visant à transformer des logements sociaux en logements intermédiaires ou libres gérés par les bailleurs sociaux présente les mêmes difficultés

Les OLS et les SEM agréées pour la construction et la gestion de logements sociaux voient leur objet social encadré et défini de manière exhaustive par les dispositions législatives incluses dans le code de la construction et de l'habitation[43]. À cet égard :

- il est prévu que les bailleurs sociaux qui souhaitent gérer des logements locatifs intermédiaires puissent le faire en direct dans la limite de 10 % de leur parc et, qu'au-delà cette limite, ils constituent des filiales dont le seul objet soit de les construire, de les acquérir et de les gérer, étant entendu que les acquisitions réalisées par ces filiales excluent la possibilité de transformation d'un logement social conventionné en logement intermédiaire[44] ;
- il n'est fait aucune mention explicite dans les textes de la faculté dont disposeraient les OLS d'exercer des activités similaires en matière de logements locatifs du secteur libre ; si cela ne leur est pas interdit, ils peuvent être amenés à détenir des logements non conventionnés en quantités limitées, cette situation devant *« rester provisoire et exceptionnelle[45], avec une régularisation par la voie du conventionnement »* ainsi que l'indique l'USH dans ses éléments de doctrine à ses adhérents ; en revanche les SEM peuvent détenir des logements du parc locatif privé avec liberté de fixation des loyers.

Il est par ailleurs prévu que les logements sociaux dont la convention a été résiliée demeurent soumis aux plafonds de ressources et de loyers qui prévalaient avant résiliation, reflétant le principe de pérennisation de leur caractère social[46].

Une solution alternative à la vente de logements sociaux sortant définitivement du parc géré par les organismes de logement social pourrait consister à autoriser une **montée progressive en gamme des logements sociaux détenus en vue de leur rapprochement avec les biens du marché locatif privé**. Cette solution présenterait plusieurs avantages :

- en autorisant une transformation en logements intermédiaires ou libres et en appliquant les loyers afférents, elle permettrait de **mieux répondre à l'accroissement de revenus de certains locataires par un ajustement des loyers ;**
- elle autoriserait les organismes de logement social, en concertation avec les collectivités territoriales et la politique locale du logement qu'elles entendent mener, à **favoriser la mixité sociale** de manière fine au sein des ensembles immobiliers qu'ils gèrent ;
- **elle éviterait toute sortie définitive du patrimoine public de logements construits par les OLS et financés à partir de fonds d'origine publique**, en particulier dans les zones tendues où la reconstitution d'un parc social peut être limitée par les prix du foncier.

---

[43] Article L. 421-1 CCH pour les offices publics de l'habitat, article L. 422-2 CCH pour les sociétés anonymes d'habitations à loyer modéré, article L. 422-3 CCH pour les sociétés anonymes coopératives d'habitations à loyer modéré et article L. 481-1 CCH pour les sociétés d'économie mixte agréées.

[44] Jusqu'au 1er janvier 2020 les opérations relatives aux logements intermédiaires sont incluses dans le SIEG lorsque ces derniers représentent moins de 10 % des logements locatifs sociaux détenus par l'organisme.

[45] Dans cette situation, les OLS doivent cependant fixer des plafonds de ressources et de loyers de type PLS et prévoir une procédure d'attribution, ainsi que l'exige systématiquement l'ANCOLS lors de ses contrôles.

[46] Articles L. 411-6CCH pour les organismes HLM et L. 411-4 CCH pour les SEM.

Si cette solution apparaît attractive pour ces différentes raisons, elle comporte également des limites importantes du même ordre que s'agissant de la vente de logements sociaux. En particulier, **la montée en gamme des logements sociaux aura pour effet d'entraîner une déformation progressive du parc au détriment des logements les plus sociaux**, suscitant le cas échéant une réticence des collectivités territoriales concernées au regard de leurs obligations au titre de la loi SRU et des réactions des locataires eux-mêmes. En outre, **la nécessité de reconstituer un parc social pour les organismes qui auront fait évoluer une partie des logements sera rendue plus difficile à atteindre qu'en cas de vente de logements en l'absence de plus-values de cession**. L'encadré ci-dessous présente quelques éléments sur la situation aux Pays-Bas, où les *woningcorporaties* (équivalent des OLS) ont depuis quelques années élevé leurs loyers pour les locataires les plus aisés, allant jusqu'à la sortie du secteur règlementé pour les biens d'une qualité suffisante.

Encadré 3 : Éléments sur les hausses de loyer dans le logement social aux Pays-Bas

Le modèle économique des bailleurs sociaux néerlandais se caractérise, depuis une dizaine d'années, par une quasi-stabilisation du parc résultant de ventes significatives (entre 0,5% et 0,9% du parc depuis 2011) et du maintien d'un effort de construction assez soutenu, compris entre 0,7 % et 1 % du parc selon les années.

Un élément important de ce modèle a été une augmentation sélective des loyers pouvant aller jusqu'à la sortie du parc social – défini aux Pays-Bas comme tout appartement dont le loyer est inférieur à 710 € ; à noter toutefois que les bailleurs sociaux néerlandais n'ont fait usage de cette possibilité que de manière modérée, par souci de maintenir le niveau du parc réglementée. Ils ne e détiennent que 5 à 10% de logements « libres » en moyenne, alors qu'en vertu d'un barème reflétant les caractères physiques de chaque logement (localisation, éléments de confort) ils pourraient théoriquement transférer au secteur libre jusqu'à 50% de leur parc (ce transfert ne pouvant s'opérer qu'à la sortie du locataire, dans le cadre de la conclusion d'un nouveau bail).

Dès lors, les associations de logement néerlandaises (« *woningcorporaties* ») ont surtout eu recours à une hausse sélective des loyers sans sortir les logements correspondants du parc social, conduisant à une déformation progressive de leur parc. La part des loyers bon marché dans le parc a baissé de 28 % à 16 % entre 2007 et 2016 après avoir atteint un point bas à 15 % en 2014. Parallèlement, la part dans le parc des loyers libres, hors plafond, a augmenté de 1,4 % à 5,4 % ; la part des loyers que l'on pourrait qualifier d'intermédiaires a augmenté de 5 % à 13 % entre 2007 et 2016. Dans ce contexte, le gouvernement néerlandais a demandé aux bailleurs sociaux ces dernières années de renforcer leur offre bon marché, ce qui explique en partie la légère remontée de la part des loyers bon marché observée à partir de 2014, et de privilégier dans les attributions de logement bon marché les familles les plus vulnérables, pour limiter le reste à charge devant être couvert par les allocations logement.

Source : Mission.

D'autres limites complémentaires devront également être prises en compte et notamment :

- **le risque d'une contestation par les bailleurs institutionnels privés arguant d'une concurrence déloyale** du fait d'une modification nécessaire des textes applicables aux organismes de logements sociaux pour autoriser la transformation de logements sociaux en logements intermédiaires et élargir l'objet social des organismes à la gestion de logements du secteur libre ;
- le risque que la reconversion de logements sociaux subventionnés en logements intermédiaires ou libres soit appréhendée comme **contrevenant aux règles européennes en matière d'aide d'État, en particulier si la transformation des logements sociaux intervenait alors qu'ils font toujours l'objet de compensations publiques, notamment fiscales** ;
- la plus grande complexité de gestion d'ensembles immobiliers comprenant des logements soumis à des règles différentes.

Une solution alternative à la vente de logements sociaux qui consisterait à les transformer en logements intermédiaires ou libres dont la gestion serait toujours assurée par les organismes existants présente **des limites identiques à la vente mais surtout des risques juridiques plus importants en matière d'aides d'État et de droit de la concurrence.**

3.2.2. Le démembrement de propriété pourrait représenter une solution d'appoint mais n'apparait pas adapté aux attentes génériques des investisseurs institutionnels

Tableau 11 : Caractéristiques des deux formules de démembrement prévues dans la loi ELAN

Mécanisme	Organisme de logement social ou de foncier solidaire	Investisseur privé ou accédant à la propriété
Démembrement de propriété	Usufruit locatif social (ULS)	Nue-propriété
Dissociation foncier/bâti	Foncier	Bâti (bail réel solidaire – BRS)

Source : Mission.

3.2.2.1. La possibilité de faire financer la nue-propriété des logements sociaux par un acteur privé ne répond pas à la logique classique de l'investisseur institutionnel

Le mécanisme d'usufruit locatif social (ULS), équivalent d'un conventionnement social de logements limité dans le temps, permet de démembrer la propriété des logements sociaux de la manière suivante :

- la nue-propriété est acquise par un investisseur privé se finançant à des conditions de marché, à un prix bénéficiant d'une décote d'environ 40 % par rapport à la valeur de marché d'un logement équivalent en pleine propriété ;
- l'usufruit est acquis[47] par un organisme de logement social pour une durée fixe d'au moins 15 ans pouvant être portée à 30 ans en bénéficiant d'un prêt aidé, généralement de type PLS.

Dans ce schéma temporaire, **le nu-propriétaire ne retire aucun revenu locatif et n'a pas de maîtrise patrimoniale pendant la période du conventionnement usufruit**. Le bailleur assure en effet l'intégralité de la gestion locative, perçoit les loyers et assure l'entretien du logement. Par ailleurs, **à l'issue du conventionnement, une garantie de relogement des locataires est prévue à la charge du bailleur social[48] de même qu'une remise en état neuf du logement**.

[47] L'usufruit peut être acquis auprès d'un promoteur pour des logements en VEFA inclus dans un programme de construction, des logements faisant partie d'un ensemble immobilier construit ou détenu par un tiers. Il peut également être réservé par un OLS réalisant des opérations en maîtrise d'ouvrage directe en vue de la vente des logements en VEFA à des personnes physiques ou morales.

[48] Articles L. 253-3 à L. 253-7 CCH.

À ce jour, l'ULS a surtout été développé par la société PERL auprès d'**investisseurs individuels** trouvant leur intérêt dans les **avantages fiscaux qu'il confère** :

- le bien détenu en nue-propriété n'entre pas dans la base taxable à l'impôt sur la fortune immobilière (IFI) aux termes de l'article 968 du code général des impôts ;
- la taxe foncière est due par l'usufruitier pendant la durée de la convention d'usufruit ainsi que le prévoit l'article 1400 du code général des impôts ;
- en cas de revente du bien après le terme de la convention d'usufruit, la durée de détention est calculée en incluant la période pendant laquelle la propriété était démembrée.

Par ailleurs, dans le cadre du plan Logement établi par la CDC en 2018, l'offre « Tonus » a été lancée afin de soutenir la construction de 12 000 logements sociaux neufs en zones tendues à horizon de cinq ans en mobilisant notamment l'ULS. L'objectif de « Tonus », société anonyme dotée de 700 M€ de fonds propres pour une capacité d'intervention de 1 Md€, est de permettre aux organismes de construire de nouveaux logements sans avoir à engager leurs fonds propres. Il est ainsi prévu que 7 000 logements seront détenus en nue-propriété par Tonus tandis que les bailleurs en seront usufruitiers pendant une durée de 15 ans à 20 ans. 5 000 logements supplémentaires pourront en outre être créés par les bailleurs sociaux grâce aux plus-values de cession qu'ils pourront retirer de la vente à Tonus de 2 000 logements PLS de plus de 15 ans (cf. 3.2.1.3).

Les échanges de la mission avec Tonus ont permis d'identifier que cette offre permettait soit de boucler des opérations non équilibrées en raison du prix élevé du foncier soit de soutenir les organismes se fixant des ambitions élevées de développement de nouveaux logements.

Deux ans et demi avant le terme de la convention d'usufruit, il est prévu un rendez-vous entre Tonus, le bailleur social et les collectivités territoriales concernées afin d'organiser les modalités de sortie, le choix étant celui :

- soit d'un déconventionnement logement par logement en vue de leur vente par Tonus assorti d'un rachat de l'usufruit résiduel et d'une compensation financière au bailleur pour éviter le coût de la vacance et un étalement sur deux ans du relogement des locataires par le bailleur ;
- soit d'une vente en bloc des logements avec un droit de priorité au bailleur social, la difficulté étant alors l'incertitude sur le prix de la nue-propriété pour ce dernier et l'impossibilité de fixer un prix à l'avance par risque de requalification en portage immobilier et aide d'État non conforme aux règles européennes applicables.

Outre le fait que **le schéma d'ULS est grevé d'une incertitude forte sur le bon déroulement des opérations de relogement des locataires occupants, celui-ci ne répond pas aux attentes d'investisseurs institutionnels classiques** qui ne peuvent envisager la détention pendant une période longue d'un bien immobilier ne leur générant aucun revenu et sur lequel ils n'ont pas de maîtrise patrimoniale. La CDC, investisseur public de très long terme, offre les caractéristiques nécessaires pour s'engager dans ce schéma. En revanche, **l'ULS ne constitue pas une option crédible pour susciter l'entrée de capitaux privés institutionnels dans le logement social**.

3.2.2.2. Une formule équivalente à une cession d'usufruit au profit d'investisseurs privés permettrait de générer un afflux ponctuel de fonds pour certains organismes

Les échanges réalisés par la mission ont donné lieu à l'identification d'une solution de démembrement inverse de l'ULS prévu par les règles existantes. Dans ce schéma, **l'OLS conserverait la nue-propriété des logements sociaux et céderait pour une période à définir l'usufruit locatif social à des investisseurs privés**. Par conséquent, l'OLS pourrait percevoir par anticipation la valeur actuelle nette (VAN) des revenus locatifs prévus sur la période arrêtée dans la convention d'usufruit.

La faisabilité juridique d'une cession d'usufruit réalisée par un OLS au profit d'un investisseur privé n'est pas garantie, en particulier dans la mesure où l'usufruit constitue *« le droit de jouir des choses dont un autre a la propriété, comme le propriétaire lui-même, mais à la charge d'en conserver la substance »* aux termes de l'article 578 du code civil. Dans cette mesure, il reviendrait à l'investisseur privé d'assurer la gestion locative sociale des logements concernés. Or, cette activité est constitutive du service d'intérêt économique général (SIEG) du logement social[49] et suppose, au regard des règles européennes applicables en cette matière[50], que celui qui l'exerce dispose d'un mandat confié par l'État. Par conséquent, utiliser un démembrement de propriété pour céder l'usufruit entrainerait potentiellement :

- la modification des règles existantes pour prévoir que l'investisseur privé soit agréé aux fins d'assurer l'activité de gestion locative sociale et qu'il bénéficie de l'exonération d'impôt sur les sociétés pour ces revenus locatifs, telle qu'elle est prévue au bénéfice des organismes de logement social ;
- la remise en cause de certaines des compensations publiques octroyées initialement au bénéfice de l'organisme de logement social, en particulier les prêts consentis par la CDC et les subventions publiques reçues ;
- l'obligation de cantonner l'activité SIEG en termes de comptabilité analytique au niveau de l'investisseur privé.

Pour ces différentes raisons, la formule présente un degré de complexité et d'incertitude juridique et financière dissuasif pour des investisseurs institutionnels. **En revanche, l'émission par l'organisme d'un titre de dette à durée déterminée et dont le coupon annuel serait indexé sur les loyers perçus, moyennant une garantie portant sur les loyers, permettrait d'obtenir un résultat similaire sans entraîner les mêmes risques.** Toutefois, il est vraisemblable que, s'agissant d'un titre de créance non bancaire, les investisseurs potentiellement intéressés par ce type de formule :

- restreignent leur souscription aux seuls OLS présentant une bonne solidité financière ainsi qu'une qualité de gestion reconnue ou exigent, le cas échant, des garanties très élevées ;
- préfèrent des créances d'une durée inférieure à quinze ans, par référence aux standards de marché usuellement plus proches de dix ans ;
- négocient une décote potentiellement élevée entre le prix de souscription et les flux de trésorerie à percevoir, se traduisant par une ressource immédiatement disponible pour l'organisme mais *in fine* plus restreinte que les loyers à percevoir.

---

[49] Définie à l'article L. 411-2 comme *« la construction, l'acquisition, l'amélioration, l'attribution et la gestion de logements locatifs à loyers plafonnés, lorsqu'elles sont destinées à des personnes dont les revenus sont inférieurs aux plafonds maximum fixé par l'autorité administrative pour l'attribution des logements locatifs conventionnés […] et dont l'accès est soumis à des conditions de ressources »*.

[50] Décision de la Commission du 20 décembre 2011 relative à l'application de l'article 106, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne aux aides d'Etat sous forme de compensations de service public octroyées à certaines entreprises chargées de la gestion de services d'intérêt économique général.

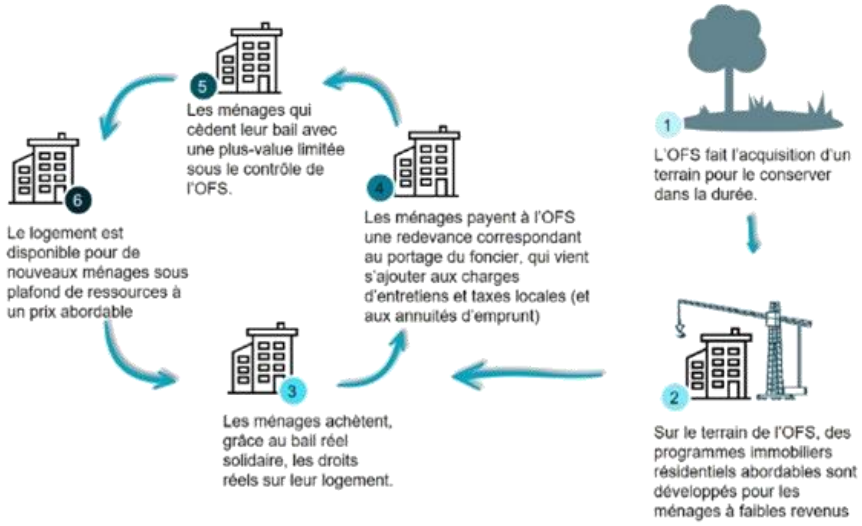
3.2.2.3. La possibilité de dissocier foncier et bâti constitue principalement un mécanisme d'accession à la propriété pour les locataires du parc

La loi Alur du 24 mars 2014[51] a prévu la création d'organismes de foncier solidaire (OFS) dont la vocation est de permettre l'accession à la propriété pour des ménages aux revenus modestes. L'objectif principal est ainsi de limiter l'impact de la valeur du foncier sur le prix de l'immeuble destiné à être acquis par les ménages concernés en dissociant durablement ces deux éléments (cf. graphique 9).

L'OFS est une structure à but non lucratif, agréée et contrôlée par le préfet de département, propriétaire des terrains et pouvant bénéficier de la décote sur la valeur des terrains publics ainsi que du prêt Gaïa Foncier Long terme distribué par la CDC[52]. Il est le seul à pouvoir conclure un bail réel solidaire (BRS) avec les ménages accédant.

Ce BRS donne droit à plusieurs avantages[53] dont notamment une réduction de la part du prix représentée par l'achat du terrain, soit 15 % à 30 % du prix final. En contrepartie, l'acquéreur doit respecter les plafonds de revenus du prêt social de location-accession (PSLA) à l'entrée dans les lieux[54], occuper le logement à titre de résidence principale et s'acquitter, en plus de la mensualité d'emprunt, d'une redevance correspondant au droit d'occupation du terrain et aux frais de gestion du propriétaire du terrain. Par ailleurs, le bail prévoit les conditions de revente du logement, lesquelles ont vocation à se transmettre aux acquéreurs successifs. En effet, tout nouvel acquéreur du bien doit également respecter les plafonds de revenus du PSLA et le prix de revente respecte une formule visant à garantir qu'il ne dépasse pas les plafonds de prix du PSLA. Ce plafonnement du prix de revente a pour but d'éviter que le premier acheteur du logement n'acquière à son propre profit les avantages obtenus par le mécanisme du BRS. Toute revente fait l'objet d'un agrément de l'OFS pour garantir le respect des conditions fixées.

Graphique 9 : Fonctionnement de la dissociation entre foncier et bâti



Source : Site internet des COOP HLM, consultation le 1er juillet 2019.

---

[51] Loi n° 2014-366 du 24 mars 2014 pour l'accès au logement et un urbanisme rénové.

[52] Prêt d'une durée maximale de 60 ans et dont le taux est fixé à TLA + 60 pb.

[53] Application du taux de 10 % de TVA pour les travaux en cas de logement neuf ; plafonnement du prix d'acquisition aux plafonds de prix du prêt social de location-accession (PSLA) ; sur décision de la collectivité territoriale concernée, abattement de 30 % de la taxe foncière sur la propriété bâtie due par l'acquéreur.

[54] Pour 2019, pour une personne occupante 32 442 € en zone A et 24 592 en zones B et C ; pour deux personnes occupantes 45 418 € en zone A et 32 793 € en zones B et C.

Le cadre existant en matière de dissociation de la propriété du foncier et de la propriété du bâti prévoit une exclusivité au profit des OFS, spécialement créés à cette fin et faisant l'objet d'un contrôle administratif les éloignant durablement d'acteurs de marché susceptibles de réaliser du portage foncier. **Par conséquent, l'option consistant à permettre à des investisseurs privés de réaliser ce portage au bénéfice d'organismes de logement social propriétaires du bâti ne correspond pas aux caractéristiques prévues à ce jour**. Prévoir un cadre juridique à cette fin ne répondrait pas aux contraintes économiques que cette formule suppose et qui expliquent que les investisseurs privés rencontrés par la mission n'aient pas fait part de leur intérêt :

- pendant la période de location, de la même manière qu'en matière de démembrement de propriété nue-propriété/usufruit locatif social, l'investisseur privé n'a plus de maîtrise patrimoniale du terrain dont il est propriétaire ; en revanche, la redevance d'occupation du foncier versée chaque année permet d'assurer un flux régulier de trésorerie, à condition d'être fixée à un niveau suffisant élevé ;
- à l'issue de la période de location, la détermination du prix de rachat du terrain par l'organisme de logement social à l'investisseur privé pourrait poser difficulté :
  - soit ce prix serait fixé en fonction de l'évolution de la valeur du foncier depuis l'entrée dans le mécanisme de portage afin de permettre une rémunération de l'investisseur privé mais cela risquerait alors de faire poser une contrainte financière forte sur l'OLS ;
  - soit ce prix serait plafonné comme en matière de BRS pour faciliter l'acquisition par l'OLS et dans ce cas l'investisseur privé n'obtiendrait pas une rentabilité suffisante sur l'intégralité de l'opération, sauf à prévoir des redevances annuelles très élevées pendant la période de location.

À supposer la création d'un cadre juridique complet pour permettre un portage du foncier par des acteurs privés, la formule de dissociation du foncier et du bâti ne répondrait pas aux attentes des investisseurs privés comme à celles des OLS potentiellement intéressés.

3.2.3. Les titres participatifs émis par les organismes ne seraient souscrits par des investisseurs qu'à la condition d'une rentabilité forte excédant sensiblement les plafonds existants

La loi ELAN a ouvert la possibilité pour les offices publics, les SA d'HLM et les sociétés de coordination d'organismes d'HLM d'émettre des titres participatifs entendus au sens des articles L. 228-36 et L. 228-37 du code de commerce. Il s'agit de titres de créances qui forment des quasi-fonds propres pour les organismes publics qui les émettent :

- le remboursement des titres intervient uniquement lors de la liquidation de l'émetteur ou à l'initiative de celui-ci passé un délai minimal de sept ans ;
- le rang des titulaires de titres participatifs est dérogatoire au principe d'égalité des créanciers puisque le remboursement de leurs titres n'intervient qu'après désintéressement complet de l'ensemble des créanciers privilégiés et chirographaires ;
- la rémunération *« comporte une partie fixe et une partie variable calculée par référence à des éléments relatifs à l'activité ou aux résultats de la société et assise sur le nominal du titre »* aux termes de l'article L. 228-36 du code de commerce, le contrat d'émission fixant la pondération de chaque partie dans la limite de 40 % au maximum pour la part variable ;
- les titres participatifs sont négociables et peuvent faire l'objet d'une cotation en bourse aux conditions posées pour les titres de créance.

Ces instruments permettent ainsi aux OLS d'accroître leurs fonds propres sans pour autant ouvrir le pouvoir de décision à de nouveaux associés. En effet, outre les caractéristiques financières des titres participatifs, il est prévu que la masse des porteurs de titres dispose d'un droit à l'information et à la consultation, à l'exclusion de toute possibilité de contester la gestion de l'organisme, y compris par voie judiciaire.

Dans cette mesure, les titres participatifs constituent des titres de créances présentant un degré d'assimilation fort aux capitaux propres et placent leurs porteurs dans une situation moins avantageuse que celle des autres prêteurs. Par ailleurs, les porteurs de titres participatifs n'ont pas de visibilité sur la date de remboursement, laquelle est définie par l'émetteur après une période de sept ans. Les investisseurs privés rencontrés par la mission ont ainsi précisé que leur intérêt pour ce type d'instrument était conditionné à une rémunération annuelle élevée, de l'ordre de 6 % à 7 %.

Dans le cadre du plan Logement 2 élaboré en parallèle de la clause de revoyure sur la réforme financière du secteur du logement social, la CDC a prévu de souscrire des titres participatifs auprès des offices publics HLM pour un montant total de 800 M€ par tranches successives sur la période 2019-2022, financés par la Section générale. Le groupe Action Logement a prévu également une souscription sur la même période pour 300 M€. Les titres concernés pourront être remboursés après 7 ans avec une maturité visée de 20 ans. Les taux négociés sont de :

- 0,72 % pour le taux fixe ;
- un maximum de 1,80 % entre un et quinze ans et 1,90 % au-delà pour le taux variable qui dépend de l'évolution de la santé financière de l'organisme sur son exploitation.

Une prime de remboursement est prévue à partir de la quinzième année, égale à 1 % du montant investi à l'origine par an.

Hormis la souscription de titres participatifs par les acteurs du logement social que sont la CDC et le groupe Action Logement à des conditions financières avantageuses pour les organismes émetteurs compte tenu du risque de remboursement encouru, le mécanisme en place n'apparaît pas correspondre aux attentes d'investisseurs institutionnels dont les exigences de rentabilité sont sensiblement supérieures.

Il est suggéré d'étudier l'ouverture aux collectivités territoriales de la possibilité de souscrire des titres participatifs émis par les OPH, à l'instar des dispositions autorisant d'ores et déjà la souscription d'obligations émises par des ESH. Dans la mesure où les OPH, en tant qu'établissements publics, n'ont pas de capital, contrairement aux ESH ou aux SEM, cette option pourrait permettre à la collectivité de rattachement d'un office de lui apporter des quasi fonds propres.

3.3. L'entrée d'investisseurs privés devra tenir compte des règles européennes et prévenir tout transfert de la valeur patrimoniale créée antérieurement

3.3.1. Le logement social constitue un service d'intérêt économique général prévoyant un plafonnement du bénéfice pouvant provenir de l'activité locative sociale

Le service d'intérêt économique général (SIEG) du logement social est défini par l'article L. 411-2 du code de la construction et de l'habitation comme étant constitué de **la gestion locative sociale**, de l'accession sociale à la propriété ainsi que des activités liées aux copropriétés en difficulté. S'y ajoutent également les **règles d'attribution des logements par les organismes** ainsi que **les conventions d'aides personnalisées au logement (APL)**.

Ces obligations différencient l'activité des OLS d'une activité commerciale de marché. En particulier, le bailleur social ne dispose pas de :

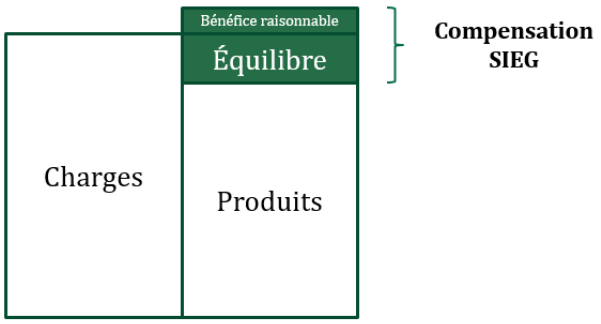
- **la liberté de choisir ses locataires** ; une commission d'attribution y procède sur la base de critères définis par la loi et le règlement incluant en particulier des plafonds de ressources ;
- **la capacité de fixer librement les loyers pratiqués**, en référence aux prix de marché ; les loyers en matière sociale font l'objet d'un plafonnement prévu par voie réglementaire et décliné dans la convention d'utilité sociale signée par l'organisme.

Ces caractéristiques du logement social créent ainsi des coûts supplémentaires pour les organismes de logement social par rapport à des bailleurs privés et justifient que les organismes de logement social bénéficient de *« **compensations de service public [...], d'exonérations fiscales et d'aides spécifiques** »*[55]. En l'occurrence, le bloc de compensations comprend :

- **une exonération d'impôt sur les sociétés (IS) au titre des seules activités de SIEG**, à condition que les organismes y consacrent l'essentiel de leur activité ;
- des **prêts distribués par la CDC à des conditions préférentielles et qui donnent lieu à des aides fiscales** (exonération de TFPB d'une durée minimale de quinze ans ; taux intermédiaire de TVA de 10 %);
- une **garantie des emprunts souscrits auprès de la CDC de la part des collectivités territoriales** concernées par les opérations, en contrepartie d'un droit de réservation, ou, à défaut, de la part de la CGLLS.

Ce dispositif de compensation exclut toute logique de rentabilité des capitaux mobilisés. La décision SIEG à laquelle est soumis le logement social prévoit en effet que le montant de la compensation versée aux organismes *« [...] n'excède pas ce qui est nécessaire pour couvrir les coûts nets occasionnés par l'exécution des obligations de service public, y compris un bénéfice raisonnable »*[56]. Le coût net des obligations de service public du logement social peut être calculé comme la somme des loyers perçus et plafonnés et les coûts supplémentaires générés par l'obligation de service public nets des aides publiques spécifiques au logement social ainsi (cf. graphique 10).

Graphique 10 : Détermination de la compensation admise au titre des activités de SIEG



Source : Mission.

[55] Décision 2012/21/UE de la Commission européenne, du 20 décembre 2011, relative à l'application de l'article 106, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne aux aides d'Etat sous forme de compensations de service public octroyées à certaines entreprises chargées de la gestion de services d'intérêt économique général (SIEG).

[56] Article 5.

Le « bénéfice raisonnable » pouvant être tiré des activités du SIEG de logement social s'entend selon la Commission européenne[57] comme *« le taux de rendement du capital qu'exigerait une entreprise moyenne s'interrogeant sur l'opportunité de fournir le SIEG pendant toute la durée du mandat, en tenant compte du niveau de risque. Le taux de rendement du capital est défini comme le taux de rendement interne que l'entreprise obtient sur son capital investi pendant la durée du mandat. Le niveau de risque dépend du secteur concerné, du type de service et des caractéristiques de la compensation »*. En outre *« un taux de rendement du capital qui ne dépasse pas le taux de swap applicable majoré d'une prime de 100 points de base est considéré comme raisonnable en tout état de cause[58] »*, en particulier *« lorsque l'accomplissement du SIEG n'est pas lié à un risque commercial ou contractuel important »*.

De l'avis de la direction des affaires juridiques (DAJ) des ministères économiques et financiers[59], le secteur du logement social peut être considéré comme présentant un risque faible en raison notamment de la compensation quasi intégrale des coûts nets pour les organismes et de la garantie apportée par l'État et les collectivités territoriales aux loyers impayés et aux prêts contractés par les organismes. Si la recommandation qui en découle serait une limitation du bénéfice raisonnable au taux de swap applicable[60] majoré d'une prime de 100 points de base, soit 1,97 % pour l'année 2019, plusieurs autres éléments contribuent à envisager un plafond plus élevé :

- la durée structurellement longue de l'amortissement financier et de l'amortissement technique moyen des opérations de logement social contribue à s'éloigner du taux swap à dix ans ;
- la durée du mandat SIEG sur laquelle le taux swap doit théoriquement être calculé est à durée indéterminée dans le cadre du logement social en France.

Ces caractéristiques de fonctionnement du SIEG du logement social en France ont conduit l'ANCOLS, dans la délibération de son conseil d'administration du 23 janvier 2019[61], à écarter le recours au taux de rendement du capital et à y substituer la combinaison d'un indicateur de marge d'exploitation[62] et d'un indicateur de rendement de l'actif[63].

---

[57] Document de travail de la Commission du 29 avril 2013, Guide relatif à l'application aux services d'intérêt économique général, et en particulier aux services sociaux d'intérêt général, des règles de l'Union européenne en matière d'aides d'Etat, de « marchés publics » et de « marché intérieur », SWD (2013) 53 final/2.

[58] « La prime de 100 points de base sert, entre autres, à compenser le risque de liquidité lié à l'apport de capitaux engagés pour la gestion du service pendant la durée du mandat », décision SIEG.

[59] Note DAJ du 29 mai 2019 et fiche complémentaire du 14 juin 2019.

[60] « Le taux de swap applicable est celui dont la maturité et la monnaie correspondent à la durée et à la monnaie du mandat ». Les taux de swap sont publiés sur le site Internet de la DG Concurrence de la Commission.

[61] Délibération n° 2019-09 relative à l'approbation de la méthode de vérification de l'absence de surcompensation dans les organismes de logement social pour l'exercice de la mission mentionnée au c du 1° du I de l'article L. 342-2 du code de la construction et de l'habitation visant le contrôle du respect de la décision 2012/21/UE de la Commission européenne, du 20 décembre 2011, relative à l'application de l'article 106, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne aux aides d'Etat sous forme de compensations de service public octroyées à certaines entreprises chargées de la gestion de services d'intérêt économique général (SIEG).

[62] Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires net des charges récupérables.

[63] Résultat net comptable/Immobilisations brutes nettes de l'endettement.

Si des imprécisions demeurent, s'agissant du taux plafond de rémunération des capitaux investis dans le logement social, **le bénéfice raisonnable devra toujours demeurer limité**, son calcul reposant sur un taux raisonnablement supérieur au taux de swap à dix ans majoré de 100 points de base. **À cet égard, un taux de rendement net des capitaux investis de l'ordre du taux swap à dix ans**[64] **majoré de 200 points de base, soit environ 3 % par an aux conditions de taux et d'inflation en 2019, apparaît possible sans contrevenir aux règles européennes.**

3.3.2. Le patrimoine des OLS, constitué sur fonds publics, présente une valeur économique dont l'appropriation privée n'est pas envisagée

Des dispositions complémentaires aux règles européennes sont prévues au niveau national pour les OLS comportant un actionnariat privé[65] et limitent la capacité de rémunérer les capitaux employés, contribuant de ce fait à pérenniser le patrimoine de ces organismes :

- **les dividendes pouvant être versés par une SA d'HLM font l'objet d'un plafonnement** à un taux d'intérêt servi aux détenteurs d'un livret A majoré de 150 points de base, soit 2,25 % en 2019, et calculé sur la base de la valeur nominale des actions[66] ;
- **les opérations d'augmentation de capital par incorporation de réserves sont par principe prohibées** ; les réductions de capital ou cessions d'actions sont plafonnées au montant d'acquisition des actions, majoré, pour chaque année ayant précédé la cession, d'un intérêt calculé au taux livret A majoré de 150 points de base et diminué des dividendes versés pendant la période[67] ;
- la **plus-value de cession d'éléments de l'actif est affectée en réserve obligatoire** destinée aux **opérations de constructions nouvelles**[68].

Dans son rapport SIEG à la Commission européenne pour l'année 2009, la France justifiait à ce titre l'exonération d'impôt sur les sociétés par l'encadrement de l'activité et la limitation de la faculté de rémunération des actionnaires « *de manière à ce que les bénéfices soient réinvestis dans l'activité de logement social notamment lorsque celle-ci est déficitaire* ».

Les formules présentées ci-après visent à susciter un apport de capitaux privés à destination du logement social, en particulier en assouplissant les règles de plafonnement des dividendes, en permettant une rentabilité sur la base d'une rotation limitée du parc détenu par les organismes et en facilitant les mouvements d'entrée et sortie des actionnaires par le biais de la liquidité des actions valorisées à un prix de marché.

Dans ce cadre, la mission considère qu'il est inenvisageable que la valeur économique réelle du patrimoine des OLS, non reflétée par leurs états comptables (cf. encadré 4) **et constituée sur la base de fonds essentiellement publics, puisse être appropriée par de nouveaux investisseurs privés qui n'auront pas contribué à la créer ou par les actionnaires historiques des ESH et SEM par le biais des plus-values lors de la revente de leurs actions.**

---

[64] Étant donné la durée d'amortissement, et la durée indéterminée du mandat SIEG, il pourrait aussi être considéré un taux swap de maturité plus longue.

[65] S'agissant des offices publics, il n'existe pas de règles comparables étant donné que ces structures ne disposent pas d'un actionnariat susceptible de percevoir un dividende.

[66] Article L. 422-5 du code de la construction et de l'habitation.

[67] Article L. 423-4 du code de la construction et de l'habitation.

[68] Article L. 443-13 du code de la construction et de l'habitation.

Encadré 4 : Valorisation des OLS, valeur nette comptable et *fair value*

Les organismes de logement social présentent des bilans à la valeur nette comptable. Il est ainsi prévu une inscription comptable des logements sociaux pour leur prix de revient historique auquel est appliqué un schéma d'amortissement linéaire sur la durée du prêt obtenu pour en financer la construction. Cette approche, déconnectée d'une valorisation de marché (*fair value*), s'explique par la conception des logements sociaux comme des *biens de mainmorte*, biens de la Nation inaliénables et dont la vente à des acteurs est donc strictement encadrée.

L'option consistant à faire évoluer les règles comptables applicables à tous les organismes pose cependant d'importants problèmes conceptuels et pratiques. Fondamentalement, elle est corrélée à la possibilité de confronter une valeur de marché estimée avec la réalité de ce marché, c'est-à-dire la possibilité de vendre. Or les ventes sont marginales (l'ambition du gouvernement est de les porter à 1 % du parc par an, soit un quintuplement des ventes réalisées aujourd'hui) et très encadrées.

Il est à noter qu'aux Pays-Bas le choix a été fait de passer en 2015 pour les *woningcorporaties* à des règles comptables reflétant la valorisation de marché. Ce choix s'est traduit par une forte hausse des actifs détenus par ces entités et par un triplement des capitaux propres, passés en 2015 de 52 Md€ à 155 Md€. De la même manière, le secteur a affiché, tant en 2016 qu'en 2017, un résultat consolidé de l'ordre de 17 Md€ par an, reflétant essentiellement la variation des plus-values latentes sur les immeubles détenus du fait de la poursuite de l'envolée des prix immobiliers aux Pays-Bas (estimée à plus de 15 Md€ par an).

Pour autant, la stratégie des *woningcorporaties* reste avant tout dépendante de leurs flux de trésorerie, cette augmentation de leur patrimoine et de leurs capitaux propres restant à ce stade largement virtuelle. C'est pourquoi ces entités cherchent à développer les ventes d'actifs et à réévaluer de manière sélective les loyers appliqués.

L'autorité de supervision des *woningcorporaties* cherche du reste à développer une méthode alternative à la valorisation de marché, pour retrancher de cette valeur de marché le coût des sujétions liées au SIEG du logement social. Cette autorité a recensé quatre grandes catégories de contraintes : celle liée à la disponibilité (difficulté à vendre, compte tenu des droits des locataires occupants et de la volonté de maintenir le niveau du parc social), celle relative à la politique des loyers, celle afférente à la qualité (politique d'entretien plus exigeante et parfois « à perte »), enfin celle due à la gestion des appartements. Elle cherche actuellement à quantifier ces contraintes pour dégager une « valeur de politique publique » (*policy value*), qui serait sensiblement inférieure à la valorisation de marché (au moins 34 % d'abattement par rapport à la valeur de marché selon de premiers calculs, qui ne quantifient que les rabais liés aux deux premières contraintes – disponibilité et politique des loyers).

Source : Mission.

La mission a évalué la faisabilité technique et juridique de dispositifs, notamment fiscaux, destinés à éviter toute forme d'**enrichissement indu**. Deux mécanismes ont été analysés pour prévenir ce risque, quelle que fût la formule envisagée :

- un mécanisme de prix de marché payé par les nouveaux entrants afin d'éviter qu'ils s'approprient les plus-values latentes ; ce mécanisme suppose en particulier une valorisation des logements sociaux à leur valeur vénale par le biais d'une expertise immobilière indépendante[69] ;
- un mécanisme d'imposition des plus-values latentes susceptibles d'être dégagées en cas de cessions d'actions par les actionnaires privés historiquement présents au capital des ESH et des SEM, tenant compte de l'exonération d'IS bénéficiant aux organismes.

[69] En cas de cession ou d'apport à un véhicule d'investissement, d'entrée de nouveaux investisseurs au capital d'une ESH ou d'une SEM, ou de modification du statut des organismes de logement social.

3.4. Plusieurs nouvelles formules susceptibles de favoriser l'apport de fonds privés présentent des complexités techniques et des risques juridiques d'intensité variable

3.4.1. La création de fonds dédiés à des opérations définies, sur le modèle de l'opération Vesta, répondrait fortement aux attentes des investisseurs, mais serait porteuse d'un risque en matière de commande publique

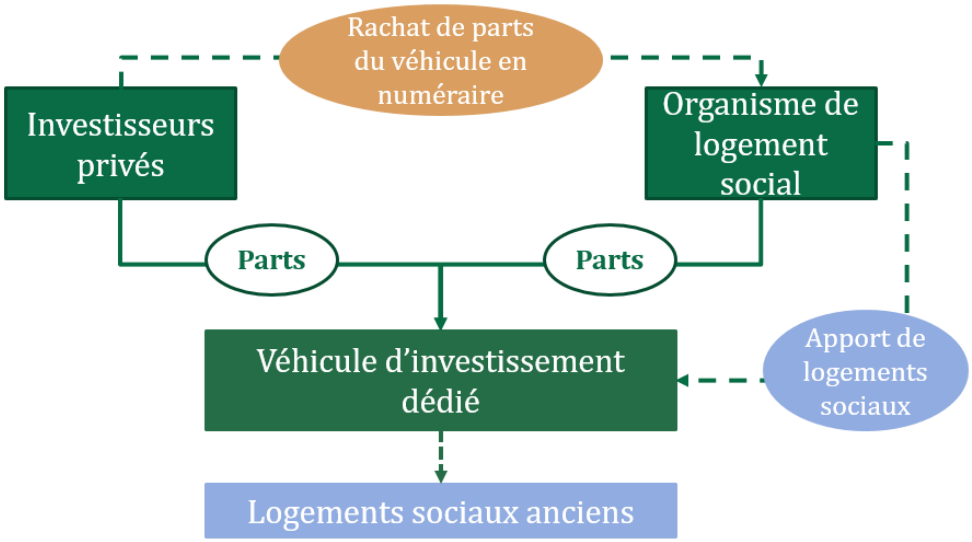
La création d'un fonds dédié consisterait à mettre en place un véhicule d'investissement dans lequel :

- l'OLS apporterait une partie des logements sociaux qu'il possède en l'échange de parts du fonds ;
- des investisseurs privés professionnels rachèteraient une partie des parts de l'OLS dans le véhicule afin de devenir également associés du véhicule.

Ainsi, lors de la constitution du fonds, l'OLS recevrait des capitaux de la part des investisseurs privés en échange d'une partie des parts qu'il détient dans le fonds, lui permettant de bénéficier de ressources pour construire de nouveaux logements sur son propre bilan (cf. graphique 11).

Ce mécanisme permettrait ainsi à l'OLS et aux investisseurs privés de partager la propriété des logements apportés pendant la période de vie du fonds, d'en obtenir chaque année des dividendes issus du bénéfice généré par l'activité de gestion locative sociale, puis de récupérer la plus-value de cession des logements après une certaine période de détention. **Cette formule permet une association entre l'OLS et des investisseurs privés qui soit limitée dans le temps et délimitée à la gestion des seuls logements apportés pour créer le fonds.**

Graphique 11 : Constitution du véhicule d'investissement



Source : Mission.

3.4.1.1. L'attractivité pour des investisseurs d'une formule par fonds dédiés dépend autant de la réputation de l'OLS que des logements concernés

Des initiatives récentes ont été prises en matière de logement abordable. La SNCF a ainsi constitué la foncière Vesta pour porter 4 000 logements à loyers libres appartenant à ICF Habitat Novedis, filiale de sa filiale logement ICF Habitat, pour un total de 1,4 Md€ ; la gestion de cette foncière a été confiée à Ampère gestion, filiale de CDC Habitat. En matière de logement intermédiaire, CDC Habitat a lancé les deux fonds FLI 1 et 2 (dont le premier pour 10 000 logements intermédiaires et une capacité d'investissement de 1,8 Md€), et l'État a créé la Société pour le Logement Intermédiaire (SLI), dont il a confié la gestion à Ampère gestion. Ces opérations constituent un point de référence pour les investisseurs institutionnels rencontrés par la mission. **La plupart des manifestations d'intérêt évoquées lors des échanges avaient pour point de départ ces opérations et le souhait de pouvoir les transposer en matière de logement social**.

Plusieurs éléments caractéristiques ont été soulignés comme ayant contribué au succès de ces opérations :

- l'organisation d'une gouvernance partagée entre investisseurs privés d'une part et gestionnaire locatif reconnu pour la qualité de sa gestion d'autre part[70] ;
- le ciblage des opérations sur des logements présentant des caractéristiques proches du marché[71] et situés dans des zones géographiques tendues[72] ;
- l'existence d'une « thèse d'investissement » détaillée, c'est-à-dire d'un document présentant la raison d'être du fonds et ses objectifs, prévoyant :
  - une acquisition des logements avec décote par rapport au prix de marché[73] ;
  - un rendement courant stable plus intéressant que dans d'autres classes d'actifs immobiliers[74] ;
  - la définition de règles précises relatives à la rotation de l'actif prévoyant un plafonnement quantitatif annuel (Vesta[75]) ou une durée minimale de détention avant terme (FLI 1[76]) ;
- un régime fiscal adapté dans le cas des fonds de logement intermédiaire avec une exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties pendant 20 ans et l'application du taux de TVA de 10 % sur les travaux.

Par conséquent, la formule consistant à créer des fonds dédiés supposerait l'établissement d'un cadre précis et exhaustif défini opération par opération et comprenant la définition d'un *business plan* partagé entre les investisseurs et les organismes de logement social, la détermination précise des actifs concernés, le choix de la société de gestion ou *asset manager* du fonds, l'établissement de règles de gouvernance et l'existence d'un cadre réglementaire spécifique.

---

[70] CDC Habitat, chargé de la gestion des logements du FLI 1, assure par ailleurs la gestion de près de 346 000 logements et a fait l'objet d'un mécanisme approfondi d'audit de ses activités de gestion locative à la demande notamment d'investisseurs institutionnels étrangers.

[71] Les loyers fixés en matière de logement intermédiaire se situent entre 10 à 15 % en dessous des prix de marché.

[72] 4 000 logements situés en région parisienne dans le cadre de l'opération Vesta ; localisation géographique à Paris, en banlieue parisienne et dans les principales métropoles françaises dans le cadre du FLI 1.

[73] Décote minimale de 20 % sur le prix d'acquisition dans le cadre du FLI 1.

[74] La définition d'un taux de rentabilité brut moyen de 4,8 % par an dans le cadre du FLI 1.

[75] 50 à 60 M€ par an sur un patrimoine initial de 1,4 Md€.

[76] Le FLI 1 a un terme de 20 ans, une respiration de l'actif étant possible pour 50 % des logements entre la 11e et la 15e années puis pour les 50 % restant entre la 16e et la 20e années.

L'attractivité de ce type de formule pour des investisseurs privés doit ainsi être appréciée à l'aune de deux éléments prépondérants qui en limitent en tout état de cause le caractère généralisable :

- **la réputation de l'OLS** susceptible d'apporter des logements sociaux dans un fonds dédié et capable d'en assurer la gestion conformément aux standards définis contractuellement avec les investisseurs institutionnels ;
- **les caractéristiques et la localisation des logements sociaux concernés par l'opération**, aboutissant à privilégier pour l'essentiel des logements existants de type PLS, largement amortis et situés en zones tendues pouvant par ailleurs faire l'objet d'opérations de vente avec fin du conventionnement au départ des locataires occupants (cf. point sur la cession des PLS de plus de 15 ans, 3.2.1.3).

En outre, la capacité de servir un dividende correspond aux attentes de marché, au minimum 2,5 % de rendement net courant par an (cf. 3.1), devra tenir compte de la rémunération des prestations de gestion locative assurées par l'OLS et de gestion du fonds par la société de gestion choisie tout en demeurant dans les limites fixées au niveau européen en matière de bénéfice raisonnable pouvant être généré par un SIEG (cf. 3.3.1), ce qui peut réduire le nombre d'opérations effectivement réalisables.

À cet égard, l'utilisation de formules de fonds dédiés pour construire de nouveaux logements sociaux n'apparaît pas envisageable en l'absence de rémunération des actionnaires pendant la période de développement, soit deux à trois ans.

3.4.1.2. La faisabilité juridique de cette formule est grevée d'une incertitude forte tenant à l'application des règles de la commande publique

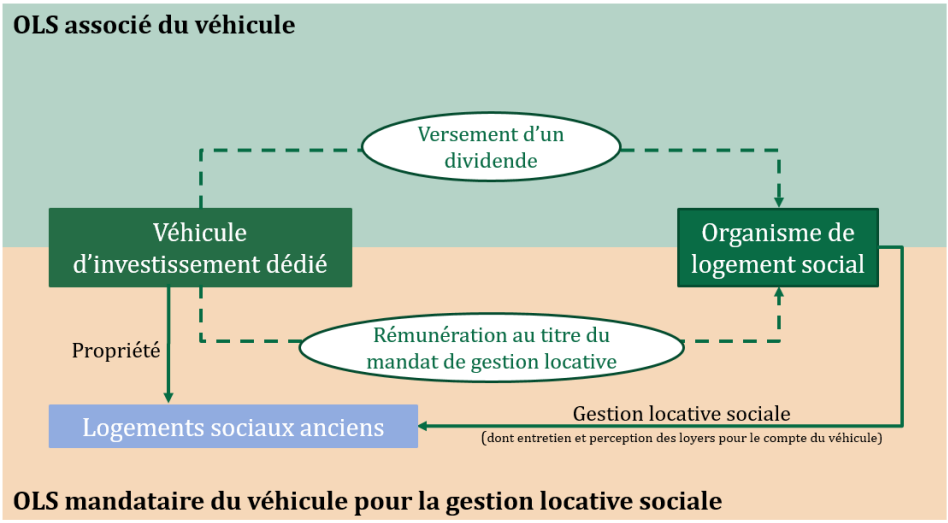
Certaines des solutions retenues en matière de logement intermédiaire sont transposables en matière de logement social et permettraient de structurer des fonds dédiés :

- la structuration de l'opération pourrait passer par un véhicule d'investissement réservé à des investisseurs professionnels[77] destiné à :
  - permettre une transparence fiscale évitant d'une part de devoir concevoir un régime fiscal *ad hoc* et facilitant d'autre part :
    - l'application des règles de l'IS pour les investisseurs privés du fonds ;
    - le maintien de l'exonération d'IS pour l'OLS ;
  - prévoir une liquidité des parts détenues par les investisseurs institutionnels ;
- **l'OLS apportant les logements continuerait d'en assurer la gestion locative sociale au profit du fonds et bénéficierait d'une rémunération, différente des dividendes reçus comme associé**, sous réserve de la validité juridique d'un tel mandat (cf. graphique 12) ;
- une « thèse d'investissement » détaillée contribuerait à sécuriser le bailleur tout en en renforçant l'attractivité pour les investisseurs ;
- le maintien des avantages fiscaux attachés aux logements sociaux concernés par l'opération (exonération de TFPB, taux de TVA applicable aux travaux) serait nécessaire pour l'équilibre financier du fonds, les logements demeurant fournis au titre de la politique sociale au sens des règles européennes applicables en matière de TVA.

[77] De type organisme de placement professionnel collectif immobilier (OPPCI) agréé par l'Autorité des marchés financiers (AMF) ou société civile immobilière à capital variable (SCICV) assortie d'obligations de distribution des revenus nets générés par l'activité, dont la gestion est confiée à un gestionnaire d'actifs.

S'agissant toutefois de logement social constitutif d'un SIEG et faisant l'objet d'un contrôle administratif développé, il apparaît nécessaire de **prévoir un dispositif d'agrément ministériel ou préfectoral du véhicule qui sera propriétaire de logements sociaux conventionnés**.

Graphique 12 : Relations entre le véhicule dédié et l'OLS



Source : Mission.

Les règles qui s'appliquent aux organismes de logement social prévoient par ailleurs que **les marchés qu'ils passent sont régis par les dispositions du code de la commande publique**[78]. La Cour de justice de l'Union européenne considère en particulier que la gestion des organismes privés de logement social est soumise à un contrôle des pouvoirs publics leur permettant d'influencer les décisions de ces dernières en matière de marchés publics[79], ce qui classe de ce fait ces organismes dans le champ des pouvoirs adjudicateurs au sens de l'article L. 1211-1 du code de la commande publique (cf. encadré 5).

Encadré 5 : Définition des pouvoirs adjudicateurs

Les pouvoirs adjudicateurs sont :

1° Les personnes morales de droit public ;

2° Les personnes morales de droit privé qui ont été créées pour satisfaire spécifiquement des besoins d'intérêt général ayant un caractère autre qu'industriel ou commercial, dont :

a) soit l'activité est financée majoritairement par un pouvoir adjudicateur ;

b) soit la gestion est soumise à un contrôle par un pouvoir adjudicateur ;

c) soit l'organe d'administration, de direction ou de surveillance est composé de membres dont plus de la moitié sont désignés par un pouvoir adjudicateur ;

3° Les organismes de droit privé dotés de la personnalité juridique constitués par des pouvoirs adjudicateurs en vue de réaliser certaines activités en commun.

Source : Article L. 1211-1 du code de la commande publique.

[78] Article L. 421-26 pour les offices publics ; article L. 433-1 pour les organismes privés d'habitation à loyer modéré ; article L. 481-4 pour les SEM exerçant une activité de construction ou de gestion de logements sociaux.

[79] CJUE, 5e chambre, 1er février 2011, n° C-237/99.

La constitution d'un véhicule *ad hoc* dédié à la gestion locative et à la valorisation de logements sociaux conventionnés, faisant l'objet d'un contrôle identique par les pouvoirs publics, justifierait également l'application des règles de la commande publique, ainsi que l'a confirmé la DAJ des ministères économiques et financiers**.** Si les règles de mise en concurrence devaient s'appliquer pour le choix par le véhicule de l'organisme appelé à assurer la gestion locative, la formule du fonds dédié deviendrait toutefois non pertinente :

- pour l'organisme de logement social apporteur de logements sociaux qui n'aurait pas la certitude d'être lauréat à l'issue de la procédure de mise en concurrence ;
- pour les investisseurs privés qui choisissent de s'engager dans ce type de formule en considération de la réputation de l'organisme de logement social apporteur.

Plusieurs hypothèses sont à distinguer. Toutes présentent une forte incertitude juridique :

- les cas de quasi-régie[80] permettant une exclusion des règles de mise en concurrence ne trouveraient pas à s'appliquer en présence d'un véhicule d'investissement comportant des capitaux privés ;
- le cas où la prestation de gestion du parc de logements sociaux serait assurée par l'OLS pour le compte du véhicule à titre purement gratuit permettrait une telle exclusion ; toutefois, cette formule ne serait pas attractive pour l'organisme de logement social, sauf à prévoir de lui octroyer un dividende majoré par rapport à sa participation dans le fonds ;
- les cas de coopération « public-public » permettent notamment aux organismes d'HLM (y compris ceux disposant de participations privées) de coopérer pour la réalisation de leurs missions communes de service public sans avoir à recourir aux procédures des marchés publics[81] ; il pourrait être étudié la possibilité d'invoquer une coopération de ce type sous réserve d'établir la mission de service public du véhicule et de démontrer que cette mission est complémentaire à celle de l'OLS apporteur.

Le recours à un **complément de prix payé par les investisseurs institutionnels lors du rachat des parts du véhicule détenues par l'OLS** pourrait permettre de contourner cette difficulté liée à la commande publique[82].

3.4.1.3. L'acceptation sociale de cette formule suppose de prévoir des règles de reconstitution du parc social et non de taxation des plus-values de cession

Le choix de constituer des fonds par apport de logements sociaux existants a pour but de permettre aux OLS de bénéficier immédiatement de nouveaux capitaux, notamment destinés à la construction de nouveaux logements sociaux, tout en continuant d'assurer la gestion locative sociale des logements apportés jusqu'au terme du fonds. À cet égard, la valeur de rachat des parts en numéraire par les investisseurs privés à l'OLS serait appréciée au regard de la valeur vénale de ces parts et donc de celle des logements sociaux apportés par l'OLS. **De ce fait, les plus-values latentes attachées aux logements sociaux apportés au véhicule ne donneraient pas lieu à un risque de captation, à condition que la valorisation de ces apports soit réalisée avec exactitude et indépendance**.

---

[80] Article L. 2512-1 du code de la commande publique.

[81] Guide opérationnel de l'USH relatif à la « Coopération public-public », Laurent Ghékière, Repères n° 13, mars 2016.

[82] Il pourrait être également considéré que le prix de cession, en sus de la valeur vénale des actions, intègre la valeur actualisée nette de la rémunération pour le mandat de gestion sur la durée du fonds.

La formule du véhicule dédié ayant pour but de ne pas modifier les règles de plafonnement des dividendes et d'affectation en réserve obligatoire des plus-values de cession au sein de l'OLS (cf. 0), la vente des parts du fonds aux investisseurs privés se fera sur la base de leur valeur de marché, ce qui générera un surplus de ressources qui demeureront localisées au niveau de l'OLS sans être appropriées ni par les investisseurs privés ni par les actionnaires historiques de l'OLS dans le cas d'une ESH ou d'une SEM.

Prévoir une taxation de la plus-value de cession des parts du fonds obtenue par l'OLS n'apparaitrait en revanche pas opportune car :

- le risque de captation de la valeur économique des logements sociaux apportés serait maitrisé par le mécanisme de prix de marché des parts ainsi qu'il vient d'être précisé ;
- cette taxation rendrait l'apport de logements sociaux au véhicule moins avantageux que leur vente directe, dans la mesure où cette dernière ne donne pas lieu à taxation ;
- les OLS étant exonérés d'IS, il serait nécessaire de créer une taxe dédiée.

3.4.2. La création d'un nouveau statut optionnel, sous forme de foncière d'habitat social, constituerait une alternative souple, mais remettrait potentiellement en cause l'exonération d'IS des OLS existants

Contrairement à une évolution des règles capitalistiques et de gouvernance pour l'ensemble des ESH et des SEM (cf. 3.4.3) et à la constitution de véhicules limités dans le temps et dans le nombre de logements concernés (cf. 3.4.1), la formule envisagée au présent paragraphe prévoit de **créer un nouveau statut d'OLS accessible sur option, et donc non obligatoire, pour les organismes qui souhaiteraient entamer cette transformation**.

Le statut nouvellement créé de **foncière d'habitat social** aurait pour but d'attirer de nouveaux investisseurs privés en bénéficiant d'un objet social plus large, permettant d'acquérir et de construire en vue de leur location des logements sociaux, intermédiaires et libres, et de la capacité de céder une partie du parc à horizon de 20 ans, sous condition de reconstitution d'un nombre équivalent de logements, prioritairement les plus sociaux de type PLUS et PLAI. De la sorte, les investisseurs privés pourraient bénéficier de rendements correspondant à leur horizon d'investissement.

L'exercice de l'option comprendrait par ailleurs **un mécanisme inspiré du régime des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC), c'est-à-dire une taxe de sortie (*exit tax*)** s'appliquant aux plus-values latentes attachées aux immeubles détenus par l'organisme se transformant en foncière d'habitat social.

S'y ajouteraient l'obligation pour les actionnaires cédant leurs actions d'en réinvestir obligatoirement une partie dans le logement social et pour les nouveaux actionnaires de souscrire, en complément de leur rachat d'actions, à des augmentations de capital, l'ensemble contribuant à recapitaliser le secteur du logement social.

3.4.2.1. La création de ce nouveau statut d'organisme accessible sur option rapprocherait les foncières d'habitat social des foncières privées

Le **modèle économique de ces nouveaux organismes**, présentant la forme d'une foncière d'habitat social, reposerait sur deux modalités qui ne se retrouvent pas au sein des organismes de logement social existant :

- **un objet social large en matière d'immobilier résidentiel**, incluant l'ensemble des catégories de logement social (PLS, PLUS, PLAI) ainsi que des logements intermédiaires voire des logements à loyers de marché, permettant des compensations au sein d'un même programme immobilier[83] ;
- **une logique de rotation systématique de l'ensemble des logements détenus**, avec la capacité de pouvoir les céder après déconventionnement au départ des locataires à l'issue d'une période de 20 ans, afin d'assurer l'équilibre des opérations et de garantir un rendement suffisant pour des investisseurs privés.

Se situant dans une logique d'investissement proche du secteur privé, les foncières d'habitat social pourraient établir des thèses d'investissement détaillées constituant un cadre connu et sécurisant susceptible de renforcer leur attractivité, sur le modèle de ce qui a été envisagé en matière de fonds dédiés (cf. 3.4.1).

Hormis **les évolutions que ce fonctionnement suppose en matière d'assouplissement des règles de dividende, d'opérations sur capital et sur actifs ainsi que d'objet social** (cf. 3.4.3.1), la question se pose de la suppression de la minorité de blocage obligatoirement détenue par une alliance des collectivités territoriales et des représentants des locataires en vertu de l'article L. 422-2-1 du CCH, étant donné l'objet social large de la foncière d'habitat social. Il apparaît cependant préférable de prévoir **un cantonnement de cette minorité de blocage au compartiment social de la foncière** plutôt qu'une suppression pure et simple :

- cela permettrait de maintenir les garanties collectives dont disposent les locataires dans la gestion de l'organisme de logement social ;
- cela maintiendrait l'association des collectivités territoriales à l'activité exercée, *a fortiori* par des organismes présentant une structure pouvant susciter des réticences en raison de leur activité hybride et de leur principe de rotation du patrimoine ;
- pour les décisions prises sur les autres compartiments que le parc social, la réduction du poids des locataires du parc social et des collectivités territoriales à leur seule part dans le capital est théoriquement facilitée par un double cantonnement résultant de l'obligation de tenir une comptabilité séparée pour les activités de SIEG du logement social et de l'interdiction de subventionner les activités concurrentielles par les bénéfices tirés de l'activité SIEG.

Par rapport aux ESH, les foncières d'habitat social ainsi constituées auraient vocation d'une part à profiter d'une plus grande marge de manœuvre pour intervenir sur le terrain concurrentiel, d'autre part à bénéficier d'un conventionnement social à durée limitée, au minimum pour les logements les moins sociaux (PLS). **Ces structures se rapprocheraient donc des foncières privées tout en s'en distinguant par la présence d'un compartiment de logement social**.

[83] Cette possibilité d'avoir un objet social diversifié se retrouve dans le contexte néerlandais, où les *woningcorporaties* qui exercent le SIEG du logement social peuvent aussi détenir du logement libre et exercer d'autres activités (NB : le logement intermédiaire n'a pas d'existence juridique propre aux Pays-Bas), sous réserve d'une séparation comptable des activités relevant du SIEG et de celles qui n'en relèvent pas.

Comme pour les autres formules envisagées, cette transformation serait d'autant plus aisée pour des organismes bénéficiant de capacités d'ingénierie juridique et financière et bénéficiant d'une réputation auprès d'investisseurs institutionnels susceptibles de composer le patrimoine de la foncière d'habitat social créée.

3.4.2.2. L'exercice du droit d'option par des ESH et des SEM suppose la définition de règles précises garantissant la bonne fin des opérations de transformation

L'exercice du droit d'option visant à une transformation en foncière d'habitat social concernerait les ESH et les SEM. La mise en place d'un procédé de **transformation direct du statut des offices publics**, qui sont des établissements publics sans capital social, en foncières sociales apparaîtrait complexe. Elle serait en outre redondante, car il existe déjà une procédure de transformation en ESH pouvant constituer un préalable à cadre juridique inchangé[84].

En raison de leur activité en partie sociale, **ces foncières devraient faire l'objet d'un agrément de la puissance publique** dans les mêmes conditions que les autres organismes de logement social.

Certaines contraintes réglementaires devraient être prévues pour éviter que la création de foncières d'habitat social ne porte atteinte aux objectifs de la politique du logement social ou n'entraîne des déséquilibres sectoriels :

- des règles de niveau réglementaire, reprises dans les statuts des foncières d'habitat social, devraient prévoir **une obligation de reconstitution du parc social détenu au premier jour de la transformation en foncière,** en particulier de type PLUS et PLAI ; cette obligation pourrait se substituer à l'affectation en réserve obligatoire des plus-values de cession des logements ;
- **la situation des locataires devrait être préservée** à l'occasion de la transformation en foncière d'habitat social et tout déconventionnement des logements ne pourrait intervenir qu'au départ des locataires.

Certaines **règles pourraient être définies à un niveau contractuel par modification des statuts et rédaction d'un pacte d'actionnaires** selon la situation de l'organisme, notamment :

- la définition de son plan stratégique de patrimoine, en termes de cession mais aussi de rénovation et de montée en gamme des logements ;
- l'identification des besoins locaux en matière de logement social, tels que définis par les collectivités territoriales concernées.

Le régime fiscal à prévoir pour ces foncières d'habitat social serait identique à celui applicable aux autres OLS s'agissant du régime de TVA pour les travaux de construction et de réhabilitation et de l'exonération de TFPB d'au moins 15 ans pour les logements sociaux, ces avantages résultant des objectifs de la politique sociale nationale[85] et non des règles européennes du SIEG.

---

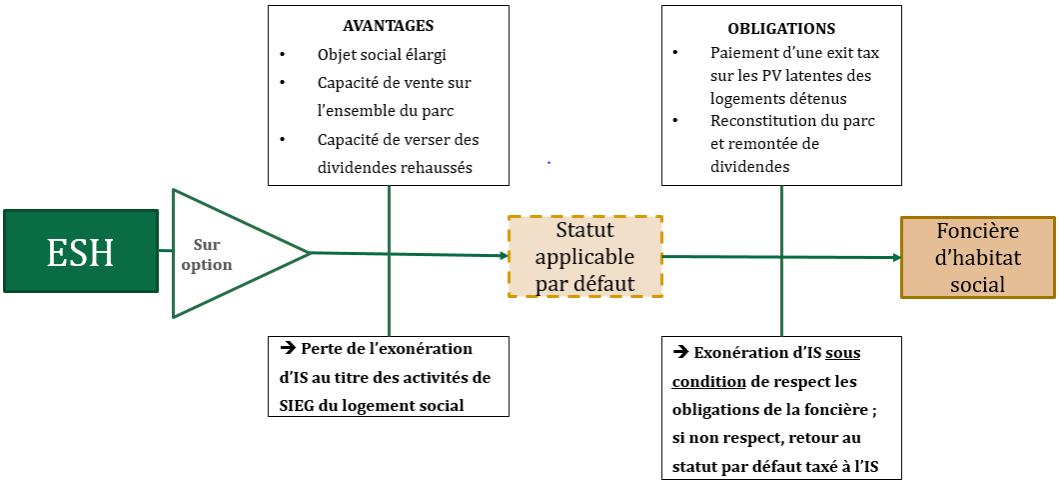
[84] Cette procédure consiste principalement en une transmission de patrimoine par voie de fusion ou de scission, la rémunération de la collectivité de rattachement de l'office public absorbé ou scindé en actions de la société bénéficiaire étant fixée sur la base du rapport des capitaux propres non réévalués respectifs des organismes.

[85] La direction de la législation fiscale a précisé que le régime de taux intermédiaire de TVA et, par extension, celui d'exonération de TFPB, peut bénéficier à des logements fournis au titre de la politique sociale nationale et non pour les seuls logements sociaux conventionnés. C'est pour cette raison que ce régime concerne les logements intermédiaires des Fonds de logement intermédiaire gérés par CDC Habitat.

Il apparaît nécessaire de mettre en place une taxation des plus-values latentes attachées aux logements de l'ESH se transformant en foncière d'habitat social. Pour ce faire trois mécanismes complémentaires interviendraient d'un point de vue fiscal (cf. graphique 13) :

- premièrement, l'exercice de l'option consisterait à étendre l'objet social de l'organisme, à lui permettre une rotation de l'ensemble de son parc et à distribuer des dividendes avec un plafond rehaussé par rapport au droit existant ; cette modification devrait entraîner la perte de l'exonération d'IS au titre des activités du SIEG de logement social de la foncière, aboutissant ainsi à une taxation par principe des revenus et plus-values générés par ces activités (« statut applicable par défaut ») ;
- deuxièmement, la foncière d'habitat social devrait acquitter une taxe de sortie (*exit tax*) portant sur la plus-value latente des logements qu'elle possède, appréciée à la date d'exercice de l'option, sur le modèle du régime applicable en matière de sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC)[86] ;
- troisièmement, la foncière d'habitat social pourrait bénéficier d'une exonération d'IS attachée à son statut, à condition d'en respecter à chaque exercice les obligations spécifiques (en particulier en termes d'obligation de reconstitution du parc social et de remontée de dividendes fiscalisés au niveau de l'actionnaire).

Graphique 13 : Schéma de transformation d'une ESH en foncière d'habitat social et conséquences fiscales



Source : Mission.

[86] Article 208 C CGI ; les SIIC sont en effet exonérées d'IS sous conditions sur certains de leurs revenus, mais doivent, pour pouvoir bénéficier de cet avantage, acquitter une taxe de sortie de 19 % sur la plus-value latente des immeubles qu'elles possèdent, à verser en quatre fois le 31 décembre de l'année d'exercice de l'option et des trois suivantes.

3.4.2.3. Cette formule est susceptible de complexifier les schémas de compensation des OLS au titre du SIEG du logement social

La possibilité pour les OLS d'opter ou non pour un régime de foncière d'habitat social est **susceptible de créer un secteur dual dans le logement social avec deux schémas de compensation pour un même mandat SIEG** :

- d'un côté, des foncières d'habitat social pouvant être assujetties à l'IS sur leur activité de logement social en cas de non-respect de leurs obligations de reconstitution de leur parc et disposant par ailleurs d'une capacité de compensation de cette activité par les bénéfices tirés de leurs activités concurrentielles et de leurs cessions d'actifs ;
- de l'autre, des OLS bénéficiant d'une exonération inconditionnelle d'IS mais ne pouvant ni élargir leur objet social à d'autres compartiments de logements[87] ni céder en bloc les logements autres que les PLS de plus de 15 ans, sauf à d'autres OLS.

Dans cette situation, les exonérations d'IS pour les activités de logement social des foncières d'habitat social et des OLS seraient donc fondées sur des justifications différentes :

- à raison des obligations spécifiques prévues par le statut de foncière d'habitat social, ce qui implique une taxation à l'IS en cas de non-respect de ces obligations ;
- au titre du SIEG du logement social pour les OLS.

Ce modèle dual OLS/foncières d'habitat social est susceptible de poser question au regard du principe de non-discrimination dans l'accès et l'exercice d'un même mandat de SIEG, tel que consacré par la jurisprudence de la CJUE. En effet, ce modèle verrait coexister deux blocs de compensation différents. **Dans le cas où cette option serait sélectionnée par le Gouvernement, il est suggéré de faire valider préalablement à sa mise en œuvre le montage retenu par la Commission européenne**.

De manière alternative, et pour lever cette difficulté, il pourrait être prévu le maintien de l'exonération d'IS au titre du SIEG du logement social au bénéfice des foncières d'habitat social. S'y ajouterait l'obligation de consacrer une partie du bénéfice issu des activités rentables à la couverture des coûts nets engendrés par le SIEG. Dans cette mesure, la compensation publique qu'elles reçoivent au titre du SIEG serait diminuée à due proportion.

Toutefois cette solution alternative présente plusieurs difficultés fortes :

- le maintien d'une exonération d'IS ne permettrait pas d'envisager un mécanisme de taxe de sortie sur les plus-values latentes des logements, lequel est justifié par le passage du statut applicable par défaut avec assujettissement à l'IS à celui de la foncière d'habitat social exonéré d'IS sous conditions (cf. graphique 13) ;
- la réduction de la compensation publique versée aux foncières à due proportion de la compensation du SIEG par les bénéfices des activités rentables paraît pratiquement impossible à mettre en œuvre dans la mesure où :
  - l'essentiel des aides sont liées à des opérations de construction ou de réhabilitation, ce qui impliquerait des équilibres de compensations entre opérations peu envisageables en pratique ;
  - la seule compensation qui se situe au niveau de l'opérateur concerne l'exonération d'IS, ce qui supposerait théoriquement de pouvoir mettre en place une exonération variable selon l'opérateur en fonction de la compensation obtenue par ailleurs grâce aux bénéfices de ses activités rentables.

[87] Logements intermédiaire sans limitation de taille du parc, logements libres. A noter cependant que les OLS peuvent créer des filiales de logement locatif intermédiaire (Article L421-1 du CCH)

3.4.3. L'entrée de nouveaux investisseurs au capital des ESH et des SEM, solution exclusive de la constitution de véhicules dédiés, suppose de desserrer les contraintes pesant sur la structuration du capital et la lucrativité

3.4.3.1. La formule de l'entrée de nouveaux investisseurs au capital des ESH et des SEM suppose un engagement plus étendu qu'en cas d'opérations dédiées

La présence d'actionnaires privés au capital social des ESH et des SEM agréées pour la gestion de logements sociaux est déjà permise par les textes. Certains des actionnaires concernés ont indiqué à la mission que leur détention d'actions dans ces organismes n'était pas liée à une logique d'investissement susceptible de dégager un rendement mais résultait plutôt de l'histoire[88] ou de stratégies d'investissements socialement responsables (ISR).

Susciter l'entrée de nouveaux investisseurs au capital des ESH suppose de **modifier les règles applicables dans le respect des règles relatives au SIEG** (cf. 3.3.1) :

- **en matière de dividende**, afin de servir un rendement conforme aux attentes des investisseurs concernés, ce qui implique d'en rehausser le plafond (aujourd'hui au taux d'intérêt du livret A majoré de 150 points de base) ;
- **en matière d'opérations sur le capital**, pour permettre en particulier des cessions ou rachats d'actions ainsi que des émissions d'actions nouvelles à un prix supérieur au prix « administré » fixé dans le CCH (égal au montant d'acquisition des actions, majoré, pour chaque année ayant précédé la cession, d'un intérêt calculé au taux du livret A majoré de 150 points de base et diminué des dividendes versés pendant la période) ;
- **en matière de plus-value de cession d'éléments de l'actif**, dans le but de permettre qu'une partie au moins ne soit pas affectée en réserve obligatoire destinée aux opérations de constructions nouvelles mais redistribuée aux actionnaires.

Cette formule implique également de prévoir une obligation pour l'ensemble des ESH de revaloriser leurs bilans à la juste valeur (*fair value*) à la date d'entrée en vigueur des dispositions modifiant les règles applicables en matière de dividende, d'opérations en capital et de plus-value de cession d'élément de l'actif.

L'attractivité de l'entrée au capital des ESH demeurera en outre conditionnée par le cadre existant en matière de structuration du capital et de composition de la gouvernance. L'actionnariat de ces sociétés comporte quatre catégories d'actionnaires : un actionnaire de référence détenant la majorité du capital, les collectivités territoriales et leurs EPCI, les représentants des locataires, enfin d'autres actionnaires personnes morales ou physiques. En outre les personnes physiques qui souhaitent se désengager peuvent demander le rachat de tout ou partie de leurs actions à l'actionnaire de référence.

La DAJ des ministères économiques et financiers estime que **l'entrée directe d'investisseurs privés au capital des organismes de logement social remettrait en cause toute relation de quasi-régie pouvant exister entre ceux-ci et leur pouvoir adjudicateur** de contrôle alors même que, depuis l'entrée en vigueur de la directive 2014/24/UE du 26 février 2014 sur la passation des marchés publics, les ESH tentent de convaincre la Commission européenne que la présence de capitaux privés en leur sein ne remettrait pas en cause la relation de quasi-régie puisque ces capitaux privés, selon elles requis par la loi, ne confèrent pas de capacité de contrôle ou de blocage et ne donnent pas lieu à enrichissement du fait de la lucrativité limitée.

[88] À l'image de l'ESH 1001 Vies Habitat dont l'actionnaire de référence est le groupe AXA.

Les principales limites de cette formule tiennent au fait que :

- elle ne concernerait pas les OPH, ce qui limiterait une telle option à une moitié du parc ;
- elle ne bénéficierait qu'aux seules sociétés d'HLM susceptibles d'attirer de nouveaux investisseurs privés ;
- elle supposerait une modification des règles existantes pour l'ensemble des ESH et non uniquement celles susceptibles de rechercher l'entrée de nouveaux investisseurs ;
- elle impliquerait en outre un engagement des collectivités territoriales d'accroître leur participation au capital des SEM agréées afin de respecter le plancher de 50 % du capital détenu, sauf à envisager des mécanismes de vote double ou d'actions privilégiées (*golden shares*) auxquels ces collectivités sont moins accoutumées.

Les investisseurs rencontrés par la mission n'ont pas spontanément évoqué cette formule comme susceptible de répondre à leurs attentes, à la différence des fonds dédiés à des opérations définis et organisés sous un mode davantage contractuel.

3.4.3.2. L'assouplissement des règles de cession des actions et de distribution d'une partie de la plus-value de cession nette de logements cédés multiplie les risques d'enrichissement indu et suppose des garde-fous

Les actionnaires souhaitant entrer dans le capital de sociétés d'HLM devront dans cette situation constituer des apports calculés sur la base de la valeur vénale de l'actif des sociétés concernées. **Par conséquent, et de même que s'agissant des investisseurs privés dans le cadre d'un véhicule d'investissement dédié, les nouveaux entrants ne seront pas susceptibles de s'approprier la plus-value latente attachée aux logements sociaux** détenus par les organismes en question, sous réserve d'une juste valorisation par le biais d'une expertise immobilière.

Les apports de numéraire par les nouveaux actionnaires pourraient en revanche contribuer à l'enrichissement des actionnaires historiques :

- **en cas d'augmentation de capital d'une ESH**, le prix des actions nouvelles serait composé de leur valeur nominale et d'une prime d'émission calculée pour atteindre une valeur de marché[89] ; dans le droit commun des sociétés, la prime d'émission est à la libre disposition de la société et peut donc être distribuée aux actionnaires historiques, ce qui créerait un risque d'enrichissement de leur part ;
- **en cas de réduction de capital par l'ESH**, les actions rachetées aux actionnaires devraient être valorisées à la valeur de marché, c'est-à-dire en considération de la valeur vénale des logements sociaux formant l'actif de l'ESH, d'où un risque d'enrichissement indu des actionnaires cédants ;
- il en irait de même **en cas de cession de ses actions par un actionnaire à un autre actionnaire**, historique ou nouveau.

[89] Ce qui suppose de revoir la règle prévue à l'article L. 422-11 CCH prévoyant que, dans le cas exceptionnel où une ESH peut demander une prime d'émission, celle-ci doit être limitée à 50% de la valeur nominale des actions.

Chacune de ces situations nécessite de prévoir des mécanismes préventifs, en particulier des taxes ou surtaxes dédiées selon les cas :

- la prime d'émission pourrait être affectée au moins en partie en réserve obligatoire destinée à l'investissement dans de nouveaux programmes, comme c'est déjà le cas pour sa totalité aujourd'hui ; en revanche, la partie de cette prime faisant l'objet d'une distribution aux actionnaires historiques devrait faire l'objet, au niveau de ces actionnaires, d'une surtaxe spécifique à un taux à définir, afin de purger la plus-value constituée sur fonds publics ;
- la plus-value sur cession des actions détenues par un actionnaire historique à un autre actionnaire ou à l'ESH en vue d'une réduction de capital serait en tout état de cause taxée comme plus-value sur valeurs mobilières au niveau de l'actionnaire cédant suivant les règles qui s'appliquent à lui[90] ; se poserait alors la question de prévoir une surtaxation spécifique au niveau de l'actionnaire sur cette plus-value afin de tenir compte de la valeur constituée à l'origine sur fonds publics.

3.4.4. L'octroi du mandat de gestion locative sociale à tout acteur en respectant le cahier des charges traduirait un changement radical de politique publique

Plusieurs interlocuteurs rencontrés par la mission, qu'il s'agisse de gestionnaires immobiliers ou d'OLS, ont évoqué l'hypothèse visant à considérer le logement social comme un ensemble d'activités soumis à cahier des charges et non plus sous l'angle des opérations qui sont chargés de l'exercer. Cette approche par l'activité et non par les opérateurs, qui prévaut dans les autres pays examinés par la mission (Pays-Bas, Allemagne) où des acteurs privés (y compris des personnes physiques) peuvent être propriétaires de logements locatifs sociaux, s'inscrit davantage dans la logique du SIEG prévoyant l'octroi d'un mandat par la puissance publique à des opérateurs pour la réalisation d'une mission d'intérêt général, généralement à durée limitée.

Cette approche viserait aussi, dans le cas spécifique de sociétés foncières privées, à leur permettre de gérer l'intégralité d'un ensemble immobilier sans avoir à céder à un OLS les parties dévolues aux logements sociaux comme c'est le cas sous l'empire des règles existantes :

- l'unité de gestion ainsi créée pour l'ensemble des logements, libres et conventionnés, au sein d'un même ensemble permettrait des économies d'échelle réduisant potentiellement les charges locatives ;
- la présence de logements sociaux impliquant un encadrement spécifique des loyers pratiqués et une procédure d'attribution des logements, sous conditions de ressources, la foncière privée aurait à sa charge les coûts engendrés par ces obligations ;
- la tenue d'une comptabilité séparée pour le SIEG de logement social serait obligatoire pour la foncière privée soumise à un contrôle de surcompensation par l'ANCOLS au regard du SIEG.

Dans ce modèle, tout acteur se soumettant au cahier des charges en matière de logement social pourrait en assurer la gestion locative moyennant compensation au titre du SIEG. L'accroissement de l'intensité concurrentielle sur le segment d'activité du logement social pourrait se traduire en théorie par une amélioration du service rendu et une modération des coûts de gestion.

[90] IR pour les personnes physiques et IS pour les personnes morales.

Si cette formule peut apparaitre intéressante, elle constitue toutefois un changement radical de politique publique, porteur de conséquences lourdes à court et moyen termes :

- **pour les nouveaux entrants** : il devra être prévu une procédure ouverte et transparente pour l'octroi du mandat SIEG, complexité administrative qui peut réduire l'attractivité de l'activité de logement social, *a fortiori* dans la mesure où les agréments des opérations de constructions demeureront par ailleurs pour bénéficier des aides à la pierre ;
- **pour les OLS existants** : si l'encadrement spécifique dont ils font l'objet pourrait devenir sans objet et justifier une ouverture, notamment en matière de lucrativité et d'objet social, leur légitimité et leur spécificité pourraient disparaitre, ce qui peut s'envisager dans le cas de SA susceptibles de faire évoluer leurs statuts mais bien plus difficilement pour des offices publics soumis à un principe de spécialité ;
- **pour la politique du logement social** : l'ouverture du cahier des charges de gestion locative sociale serait susceptible de ne plus permettre un pilotage de la politique de logement social en termes de constructions nouvelles et d'entretien du parc à partir du moment où les acteurs qui en seraient chargés ne s'inscriraient pas nécessairement dans une perspective de long terme et de développements réguliers de nouvelles opérations, ce que font à ce jour la plupart des OLS.

À Paris, le 26 juillet 2019

Hadrien HADDAK

Inspecteur des finances

Catherine AUBEY-BERTHELOT

Administratrice générale, membre permanent du Conseil général de l'environnement et du développement durable

Julien CHARTIER

Inspecteur des finances

Alain WEBER

Inspecteur général de l'administration du développement durable

Vivien GUÉRIN

Inspecteur adjoint des finances

Sous la supervision de
Claude WENDLING

Inspecteur général des finances

ANNEXES

LISTE DES ANNEXES

ANNEXE I : **PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DU SECTEUR DU LOGEMENT LOCATIF SOCIAL EN FRANCE ET DE SON MODÈLE DE FINANCEMENT**

ANNEXE II : **ANALYSES STATISTIQUES**

ANNEXE III : **LE FINANCEMENT EN DETTE DES BAILLEURS SOCIAUX**

ANNEXE IV : **L'APPORT DE FONDS PAR DES ACTEURS PRIVÉS DANS LE LOGEMENT SOCIAL**

ANNEXE V : **ÉLÉMENTS DE COMPARAISON INTERNATIONALE**

ANNEXE VI : **LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES**

ANNEXE VII : **LETTRE DE MISSION**

ANNEXE VIII : **SUPPORT DE RESTITUTION**

ANNEXE I

Principales caractéristiques du secteur du logement locatif social en France et de son modèle de financement

Annexe I

SOMMAIRE

1. PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DU SECTEUR DU LOGEMENT SOCIAL EN FRANCE 1

1.1. Le parc social représente environ 42 % du parc locatif français 1

1.2. Le modèle français du logement social est souvent présenté comme « généraliste » par opposition à des modèles « résiduels » ou « universalistes » mais le caractère social de son occupation s'est accentué ces dernières années ..1

1.3. Le secteur est géré par des organismes dédiés, dont l'activité est strictement réglementée 2

1.3.1. Quatre types de structures gèrent l'essentiel du parc de logements locatifs sociaux 3

1.3.2. Leur objet social et leur activité sont strictement délimités par le code de la construction et de l'habitation (CCH) 4

1.4. Les compétences sont partagées entre l'État et les collectivités territoriales 5

2. PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DU SYSTÈME DE FINANCEMENT DES BAILLEURS SOCIAUX 6

2.1. Les aides publiques au logement social correspondent à une palette très variée d'interventions, de même que les aides au logement dans leur ensemble 6

2.1.1. Précisions sur les sources 6

2.1.2. Aides à la personne et aides à la pierre 8

2.1.3. Aides fiscales et autres contributions 9

2.1.4. Avantages de taux et « aides de circuit » 13

2.2. Le modèle de financement du logement social repose principalement sur l'emprunt et tout particulièrement sur les prêts du Fonds d'épargne géré par la Caisse des Dépôts et consignations 14

2.2.1. Impact sur la structure financière des bailleurs sociaux 14

2.2.2. Un système de financement qui a conduit à une segmentation « par produits » 16

2.2.3. Le rôle prépondérant du Fonds d'épargne de la CDC 18

2.2.4. Un circuit fermé et mutualisé dont la garantie est assurée par les collectivités territoriales 19

3. LA RELANCE DE LA CONSTRUCTION DEPUIS 2004 : UNE DÉFORMATION DU MODÈLE ? 20

3.1. L'augmentation du parc social et la relance de la construction depuis le début des années 2000 sont à contre-courant des évolutions constatées dans les autres pays européens 20

3.2. Dans le même temps, la montée des coûts de construction a fortement pesé sur les fonds propres des bailleurs 21

3.3. La recherche de nouvelles sources de financement a ainsi conduit à une recomposition du secteur, amorcée avant la réforme de la RLS et les orientations définies par la loi ELAN 21

3.3.1. La multiplication d'initiatives visant à renforcer les fonds propres 21

3.3.2. La concentration du secteur sous l'impulsion d'Action Logement et de CDC Habitat 23

3.4. La question territoriale reste au cœur des évolutions du secteur 24

1. Principales caractéristiques du secteur du logement social en France

1.1. Le parc social représente environ 42 % du parc locatif français

Le rapport de la Commission des comptes du logement pour 2017 recense 5,2 millions de logements sociaux en France, c'est-à-dire 17,6% des résidences principales et 41,7 % du parc locatif (cf. tableau 1).

Tableau 1 : Composition du parc de logements en France

Type	Nombre (en milliers)	Part (en %)
Résidences principales	**29 557**	**82**
Propriétaires occupants	17 065	47
Locataires	12 492	35
▪ *Secteur libre*	*7 282*	*20*
▪ *Secteur social*	*5 210*	*14*
Résidences secondaires	**3 429**	**10**
Logements vacants	**3 049**	**8**
Ensemble	**36 035**	**100**

Source : Comptes du logement 2017.

Comparé à celui des autres pays européens, il s'agit d'un des parcs les plus importants en nombre de logements avec celui du Royaume-Uni. En proportion, il se situe également à un niveau élevé, les plus importants étant ceux des Pays-Bas, de l'Autriche et du Danemark.

Il n'y a toutefois pas de définition unifiée du logement social dans l'Union européenne, l'Allemagne ou les Pays-Bas disposant, par exemple, d'un parc important de logements à loyers réduits ou régulés n'entrant pas forcément dans la catégorie du logement social au sens français du terme.

1.2. Le modèle français du logement social est souvent présenté comme « généraliste » par opposition à des modèles « résiduels » ou « universalistes » mais le caractère social de son occupation s'est accentué ces dernières années

La documentation sur le logement social en Europe[1] distingue généralement des modèles « généralistes », qui sont ceux de la France ou de l'Allemagne (c'est-à-dire un parc social ouvert assez largement mais sous conditions de ressources), par opposition à des modèles « résiduels », tels que celui du Royaume-Uni, ou encore aux modèles « universalistes » qui étaient ceux de la Suède ou des Pays-Bas jusqu'à une date récente. Au Royaume-Uni, le logement social apparaît en effet comme « réservé aux plus pauvres ». À l'inverse, les Pays-Bas ou la Suède n'imposaient aucune condition de ressources pour accéder au parc social, jusqu'au récent contentieux qui les a opposés à la Commission européenne[2].

[1] Cf. Laurent Ghekiere « Le développement du logement social dans l'Union européenne : quand l'intérêt général rencontre l'intérêt communautaire », Dexia éditions, septembre 2007 ou « Le développement du logement social dans l'Union européenne » in *Recherches et Prévisions* n°94, 2008

[2] Cf. annexe sur le benchmark international.

En France, la vocation du parc social à produire du logement à un coût abordable va de pair avec un objectif de mixité sociale. Les différentes catégories de logements locatifs sociaux sont ainsi théoriquement ouvertes à une fraction importante des ménages, de l'ordre de 65% à 70% selon la plupart des sources, étant précisé que les plafonds de ressources dépendent de la taille des ménages, de la localisation du logement et des caractéristiques de son financement.[3]

Pour autant, une étude réalisée par l'Ancols en 2016[4] notait que « *l'ensemble des bailleurs interrogés constatent les mêmes évolutions en termes de structure de la demande : une paupérisation des demandeurs, des attributaires et des locataires ; une réduction de taille des ménages demandeurs et des locataires* ».[5]

Le volet quantitatif de l'étude montre effectivement une diminution des ressources moyennes des ménages demandeurs entre 2013 et 2014. Il confirme l'occupation sociale et très sociale du parc, en cohérence avec l'Enquête nationale sur le logement (ENL), dont la dernière date de 2013 : 36 % des ménages locataires du secteur social sont sous le seuil de bas revenu (contre 25% dans le parc privé, à même implantation géographique et même type de logement) et un quart sous le seuil de très bas revenus. Seuls un peu plus du quart des ménages locataires du secteur social dispose d'un revenu mensuel par unité de consommation dépassant 1 250 € et 6 %, d'un revenu supérieur à 2 000 €.

En revanche, la même étude réalisée pour l'Ancols considère que « les ménages à très bas revenus sont en général très éloignés du seuil de ressources de la filière de financement du logement. Leurs revenus ne représentent en moyenne que 18 % des plafonds de ressources, contre 38 % pour les ménages à bas revenus et 78 % pour les autres ménages. Par ailleurs, 99 % des ménages à très bas revenus disposent de ressources inférieures ou égales à 50 % du plafond et 30 %, de ressources représentant au plus 10 % du plafond.

Tous les bailleurs sociaux rencontrés par la mission et toutes « familles » confondues ont confirmé cette évolution qui semble structurelle : la faiblesse des ressources des nouveaux entrants et le poids important parmi eux des familles monoparentales.

1.3. Le secteur est géré par des organismes dédiés, dont l'activité est strictement réglementée

Dans d'autres pays européens, comme l'Allemagne, le secteur du logement social se définit par les aides publiques qu'il reçoit, ces dernières pouvant aller aussi bien à des entreprises privées que publiques[6], à des sociétés détenues par des collectivités territoriales ou à des particuliers, mais il n'y a pas forcément de « secteur dédié ». En France, il existe un secteur dédié, c'est-à-dire des entreprises publiques ou privées dont l'objet social est principalement le logement locatif social et dont l'activité est encadrée à ce titre.

---

[3] Un avis de la commission des affaires économiques du Sénat du 27 janvier 2016 estimait que 65,5 % des ménages peuvent accéder à un logement financé par un PLUS, 30 % par un prêt locatif aidé d'intégration (PLAI), et 81 % par un prêt locatif social (PLS).

[4] Réalis Conseils pour l'Ancols : *Étude de l'offre locative du secteur des organismes d'HLM et SEM au regard de la demande de logement social en France métropolitaine. Rapport de l'analyse qualitative,* Mathilde Cordier, Alain Royer, décembre 2016. Cf. p. 162-163

[5] Cela dit, les familles avec enfants sont surreprésentées dans les zones les plus tendues et les personnes seules le sont dans les zones plus détendues (ibid. p. 146).

[6] Depuis la réforme de 1989, les coopératives et les sociétés publiques de logement communal ont toutefois perdu leur statut d'utilité publique et tout le logement social relève désormais du droit privé.

1.3.1. Quatre types de structures gèrent l'essentiel du parc de logements locatifs sociaux

Il s'agit :

- des offices publics de l'habitat (OPH) ;
- des sociétés anonymes (SA), dites « entreprises sociales pour l'habitat » (ESH) ;
- des sociétés d'économie mixte (SEM), qui font partie de l'ensemble plus vaste des « entreprises publiques locales » (EPL) ;
- des sociétés coopératives (COOP).

Les SA HLM et les offices publics, qui détiennent et gèrent l'essentiel du patrimoine locatif social, sont les opérateurs historiques. Leur création remonte aux grandes lois sur le logement social[7] de la fin du XIXe siècle et du début du XXe.

Les SA sont issues des initiatives privées du patronat en faveur du logement ouvrier et se sont développées grâce à la loi Siegfried (1894), qui ouvre aux sociétés construisant des « habitations à bon marché » (HBM) la possibilité d'emprunter à taux réduit auprès d'organismes publics tels que la Caisse des Dépôts ou les Caisses d'épargne, tout en les exonérant pendant cinq ans de fiscalité (impôt sur les portes et fenêtres et impôt foncier).

S'agissant des **offices**, c'est la loi Bonnevay (1912) qui est à l'origine de la création d'un secteur public du logement social, en ayant autorisé la création d'établissements publics communaux ou départementaux, à la demande d'une collectivité locale.

Cette différence de généalogie est encore présente aujourd'hui, les SA disposant pour la plupart d'un agrément national et/ou appartenant à des groupes, tandis que les offices sont plus ancrés sur le territoire de leur collectivité de rattachement[8].

Les SEM, principalement des sociétés d'économie mixte locales, sont de création plus récente et se sont développées dans les années 1980, dans le cadre de la décentralisation.[9]

Elles ont en commun avec les SA d'être des entreprises privées, et avec les offices d'être fortement ancrées sur un territoire. À la différence des autres opérateurs, leur objet social n'est pas forcément uniquement le logement et leur patrimoine n'est pas forcément conventionné[10] (79%, selon les *Chiffres clés 2016* publiés par la DHUP). Pour la construction et la gestion de logements sociaux, elles doivent bénéficier d'un agrément depuis 2014 (loi ALUR du 24 mars 2014, art. L481-1 du CCH).

Les « coopératives HLM » sont des sociétés anonymes coopératives de production, à capital variable, instituées par la loi n° 71-580 du 16 juillet 1971, ou des coopératives d'intérêt collectif d'Hlm (scic Hlm) créées par la loi du 1er août 2003. Elles détiennent moins de 1% du parc locatif mais jouent un rôle important en matière d'accession sociale à la propriété et de location-accession.

---

[7] Lois Siegfried (1894), Strauss (1906), Ribot (1908), Bonnevay (1912).

[8] Depuis les lois ALUR et NOTRe, la collectivité de rattachement est soit un établissement public de coopération intercommunale (EPCI), soit un département, soit un établissement public territorial, soit la métropole de Lyon.

[9] La plupart des SEM intervenant dans le secteur du logement sont des SEM locales, appartenant à la mouvance des entreprises publique locales et adhérant à la Fédérations des EPL. Leur régime juridique est défini, pour l'essentiel, par la loi n° 83-597 du 7 juillet 1983, à laquelle s'ajoutent les dispositions du CCH concernant celles dont l'activité comprend le logement social.

[10] Depuis 1977, le conventionnement à l'aide personnalisée au logement (APL) est l'une des caractéristiques principales du logement dit « social » par rapport au secteur libre ou intermédiaire (art. L. 351 et suivants du CCH).

Il faut ajouter à cet ensemble les organismes agréés pour la maîtrise d'ouvrage d'insertion (MOI)[11] dont le parc conventionné, de l'ordre de 30 000 logements, est social, voire très social, mais leur structure financière et leurs conditions de financement sont différentes de celles des organismes HLM (recours plus important à des fonds propres parfois issus de donations et legs, accès aux prêts sur fonds d'épargne, tel que le PLA-I, mais également à des subventions de l'ANAH). **Sauf mention contraire, ils ne sont pas concernés par le champ couvert par le présent rapport.**

Si l'on considère le parc soumis à cotisations à la Caisse de garantie du logement locatif social (CGLLS), c'est-à-dire le parc locatif, y compris logements-foyers, détenu en droits réels par les bailleurs sociaux, auquel s'ajoute le parc conventionné des SEM, le parc compte environ 5,3 M d'unités principalement détenues par les OPH, les ESH et les COOP (cf. tableau 2).

Tableau 2 : Détention du parc de logements locatifs sociaux en 2017 (y.c. logements foyers)

Type d'organisme	Nombre	Parc soumis à cotisation	Part du parc (en %)
OPH	263	2 447 587	46,2 %
ESH (SA HLM)	241	2 369 401	44,7 %
COOP	39	55 678	1,0%
Sous-total	**543**	**4 872 666**	**91,9 %**
EPL (SEM)	162	401 703	7,55 %
MOI	120	29 991	**0,55 %**
Total	**825**	**5 304 360**	**100 %**

Source : CGLLS, cotisation additionnelle 2017[12].

Pour les SEM, seul le patrimoine conventionné est soumis à cotisations CGLLS, la différence avec leur patrimoine locatif total (561 155 en 2016, selon les *Chiffres clés* publiés par le ministère de la Cohésion des territoires, DHUP) étant de l'ordre de 150 000 logements.

1.3.2. Leur objet social et leur activité sont strictement délimités par le code de la construction et de l'habitation (CCH)

L'activité des bailleurs sociaux est régie par le Livre IV du code de la construction et de l'habitation (CCH), intitulé « Habitations à loyer modéré ». Il s'applique aux organismes HLM, des dispositions particulières étant prévues pour les sociétés d'économie mixte de construction et de gestion des logements sociaux (Titre 8).

Les offices publics (art L.421-1 et suivants du CCH) sont des établissements publics locaux à caractère commercial (EPIC), à but non lucratif.

[11] Leur dénomination est issue de la réforme des agréments en 2009 (art. L365-2 du CCH) et ils correspondent, pour la plupart, aux anciennes « associations agréées loi Besson » pour le logement des personnes défavorisées.

[12] Les chiffres issus de la cotisation additionnelle 2018 montrent une progression du parc des ESH, désormais sensiblement égal à celui des OPH : 2 424 836 pour les ESH et 2 426 571 pour les OPH. Quant au nombre d'opérateurs, il est tombé à 791, la diminution étant due uniquement aux ESH (-12), aux EPL (-29) et, dans une moindre mesure aux organismes agréés pour la MOI (-6), le nombre d'OPH étant resté identique (263).

Les SA (art. L.422-2 et suivants du CCH) sont des sociétés privées, au sens de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, mais leur objet social est strictement défini et délimité par le CCH, qui restreint également le caractère lucratif de leur activité, notamment à travers le plafonnement du prix de cession des actions et des dividendes[13], et interdit toute augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission[14]

1.4. Les compétences sont partagées entre l'État et les collectivités territoriales

À la différence de l'Allemagne, pays dans lequel la compétence logement relève principalement des *Länder*, l'État garde, en France, la responsabilité de définir les grands équilibres sociaux et territoriaux, d'assurer l'effectivité du droit au logement et de soutenir la construction et la réhabilitation des logements à travers sa politique d'aides.

Les compétences sont cependant partagées, le rôle des collectivités territoriales étant essentiel, à un niveau aussi bien décisionnel que financier ou opérationnel :

- le maire est l'autorité compétente de droit commun pour la délivrance d'un permis de construire dans une commune dotée d'un plan local d'urbanisme (PLU), sauf délégation à un établissement public de coopération intercommunale (EPCI) ou intervention du préfet pour des projets relevant en tout ou partie de l'État ;
- les communes et départements étaient depuis longtemps collectivités de rattachement d'OPH ou sont actionnaires principaux de SEM locales dans le cadre des politiques de décentralisation, tandis que la période récente a vu la montée en charge des EPCI[15] ;
- les EPCI sont chargés d'élaborer et de mettre en œuvre le Programme local de l'habitat (PLH), principal document stratégique de programmation en matière de politique du logement, devenu obligatoire pour les métropoles, les communautés urbaines, les communautés d'agglomération et certaines communautés de communes[16] ;
- Les EPCI ont la compétence de droit commun concernant les plan locaux d'urbanisme (PLU), sauf opposition des communes ;
- les Conventions d'utilité sociale (CUS) signées entre l'État ou certaines collectivités territoriales et les organismes de logement social associent largement les collectivités des territoires concernés ;
- sur le plan financier, les conseils départementaux ou les EPCI qui en font la demande peuvent, depuis 2005, bénéficier de la délégation de compétence de la part de l'État pour attribuer les aides à la pierre et beaucoup financent également des dispositifs complémentaires d'aide au logement ;
- enfin, le système de financement du logement social repose en grande partie sur la garantie par les collectivités territoriales des emprunts contractés par les bailleurs sociaux auprès de la CDC.

[13] Au taux du Livret A, majoré de 1,5 points (150 points de base), art. L.424-4 du CCH.

[14] Sauf dérogation accordée par le ministre chargé du logement, après avis du comité permanent du Conseil supérieur HLM, art. L.424-5 du CCH.

[15] Ou établissements publics territoriaux (EPT) sur le territoire de la métropole du grand Paris, ou métropole de Lyon.

[16] Communautés de communes compétentes en matière d'habitat de plus de 30 000 habitants et comprenant au moins une commune de plus de 10 000 habitants.

2. Principales caractéristiques du système de financement des bailleurs sociaux

La politique du logement en France se caractérise par la gamme très étendue d'aides mobilisées. Au sein de cet ensemble, le trait le plus saillant du système de financement des bailleurs sociaux est la liaison existant entre les prêts à très long terme distribués par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) sur le Fonds d'épargne (le financement des investissements étant principalement assuré par l'emprunt) et les subventions et/ou exonérations fiscales auxquels ils ouvrent droit.

Le financement de l'investissement en logement locatif social repose sur une gamme diversifiée de subventions, d'avantages fiscaux, de fonds propres et de prêts permettant l'accroissement de l'offre sous toutes ses formes (construction neuve, acquisition d'immeubles existants avec ou sans travaux ou acquisition d'immeubles neufs construits par des promoteurs immobiliers). Une fois les logements mis en location, le financement de la gestion est entièrement assuré par les loyers des occupants, ceux des locataires à plus faibles ressources étant couverts en partie par l'aide personnalisée au logement (APL).

La base du financement est l'agrément, c'est-à-dire l'autorisation par l'État des opérations nouvelles, qui permet la mise en place d'un conventionnement, l'ouverture des droits à l'APL pour les locataires éligibles et entraîne l'attribution d'une subvention de l'État, l'application d'un taux réduit de TVA, une exonération de taxe foncière sur la propriété bâtie pour l'immeuble financé, ainsi que l'accès aux prêts réglementés de la Caisse des dépôts.

2.1. Les aides publiques au logement social correspondent à une palette très variée d'interventions, de même que les aides au logement dans leur ensemble

2.1.1. Précisions sur les sources

Les aides au secteur du logement peuvent être abordées à travers deux sources principales :

- **Les Comptes du logement** (INSEE, Commission des comptes du logement).
- **L'Effort de la Nation en faveur du logement** (ENL), document budgétaire établi chaque année par le ministère chargé du logement dans le cadre de la préparation de la loi de finances.

Pour 2017, la Commission des comptes du logement les estimait à **41,9 Md€**, soit 1,8% du PIB, et l'ENL à **40,9 Md€**, à mettre en regard avec 74,4 Md€ de prélèvements fiscaux sur le secteur du logement, principalement dus aux droits de mutation et à la TVA. Le périmètre couvert par ces deux sources est, cela dit, légèrement différent.[17]

[17] Source DHUP, réponse au questionnaire budgétaire parlementaire (QBP) n° 006, commission des finances de l'Assemblée nationale, PLF pour 2019

Par exemple, l'ENL n'inclut pas les avantages de taux des logements locatifs sociaux sur les fonds du livret A (taux réduit des prêts accordés par le fonds d'épargne, durée longue des prêts), tandis que les Comptes du logement incluent ces aides, dites « de circuit » et de taux. En revanche, il comprend les dépenses de gestion ou de fonctionnement (par exemple, celles de la CNAF pour le versement des aides personnelles) alors que les Comptes du logement ne comptabilisent que les sommes directement versées aux bénéficiaires (ménages ou organismes). L'exonération d'impôt sur les sociétés ou le taux de TVA réduit dont bénéficient les bailleurs sociaux sont ainsi comptabilisés au titre d'une dépense fiscale (logique de ressources) dans l'ENL, alors que les Comptes du logement mesurent l'avantage de taux obtenu (logique d'emploi).

En d'autres termes, l'Effort de la Nation se place du point de vue des contributeurs et les Comptes du logement de celui des bénéficiaires.

Il convient néanmoins de recourir à ces deux sources. Dans l'ENL, pour les années 2008 à 2017, les montants indiqués correspondent aux crédits consommés. Pour l'année 2018, il s'agit de ceux inscrits en loi de finances initiale ou les chiffres estimés en fin de gestion, lorsque ces derniers sont disponibles. Pour 2019, ce sont les montants présentés par le projet de loi de finances.

Au sens de l'ENL, la dépense totale en faveur du logement a fortement augmenté en 2009 (passant de 35,6 à 39 Md€ et de 1,78 à 2,01% du PIB) pour atteindre un pic en 2016 (près de 41,9 Md€, soit 1,88% du PIB) et entamer sa décrue à partir de 2017, l'évolution étant principalement liée au montant des aides personnelles au logement (cf. tableau 3).

Tableau 3 : Effort de la Nation en faveur du logement en M€ : principaux agrégats

-	2008	2016	2017	2018	2019
Aides budgétaires	7 755	16 406	16 431	15 280	14 104
- dont aides personnelles	5 085	15 338	15 502	14 238	13 096
- dont construction locative et amélioration du parc	486	100	84	38	0
- dont compensation exonération TFPB	111	214	117	123	123
Dépenses fiscales	12 428	16 399	16 099	16 409	15 707
Contributions extérieures	13 935	7 490	7 054	6 768	6 672
- dont employeurs au FNAL	2 282	2595	2 713	2 791	2 767
- dont Action Logement	3 860	3 547	3473	2 771	2 773
- dont FNAP	NI	385	270	375	375
Collectivités locales	1 498	1 564	1 341	1351	1 351
Total	**35 617**	**41 862**	**40 926**	**39 808**	**37 834**
Total en % du PIB	1,78	1,88	1,79	1,71	1,60

Source : DHUP.

La ventilation de l'ENL a été fortement marquée, ces dernières années, par des modifications de périmètre, dont les deux plus importantes sont :

- la budgétisation des aides personnelles, à partir de 2015 ;
- la création du Fonds national des aides à la pierre (FNAP) en 2016.

La montée en charge du FNAP est allée de pair avec la diminution de la ligne budgétaire « Construction locative et amélioration du parc (ancienne « ligne fongible ») précédemment consacrée aux aides budgétaires directes à la pierre.

2.1.2. Aides à la personne et aides à la pierre

Depuis la réforme de 1977, les aides publiques sont traditionnellement classées en « aides à la personne » (destinées aux ménages pour les aider à se loger) et « aides à la pierre » (aides aux investisseurs, pour construire, acquérir, améliorer le parc de logements), certaines pouvant toutefois être considérées à la fois comme aides à l'investissement et aides aux ménages (par exemple le « prêt à taux zéro » (PTZ) s'agissant de l'accession sociale à la propriété).

Les aides personnelles représentent l'essentiel des aides à la personne et atteignaient un montant de 18,2 Md€ en 2017, soit près de 45 % de la dépense totale de logement, dont 15,5 Md€ versés par l'Etat et 3,7 Md€ de contribution des employeurs au Fonds national des aides personnelles (FNAL). Elles comprennent l'allocation de logement familiale (ALF), l'allocation de logement sociale (ALS) et l'aide personnalisée au logement (APL), cette dernière concernant plus particulièrement les bailleurs sociaux, dont l'essentiel du parc est conventionné à l'APL, c'est-à-dire qu'il ouvre le bénéfice de cette allocation à leurs locataires, sous conditions de ressources, ces dernières variant par zones géographiques et en fonction de la composition des ménages. **Sur les 6,5 millions de bénéficiaires des aides personnelles, un peu plus de 2,6 millions[18] sont logés dans le parc social, soit environ 41 %.[19]**

Leur versement en tiers payant est un facteur important de la sécurisation des loyers du parc social, souligné par plusieurs des investisseurs potentiels rencontrés par la mission, le taux de recouvrement des loyers étant de l'ordre de 98% selon l'Ancols. En revanche, il ne s'agit pas d'une aide spécifique, les barèmes des trois aides ayant été unifiés, en secteur locatif tout au moins. Enfin, la réforme de 2017, qui prévoit la baisse du montant des aides personnalisées au logement versées aux allocataires du parc social, à compenser par une « réduction de loyer de solidarité » (RLS), est un élément de contexte important pour les bailleurs sociaux, même si l'évaluation de son impact n'est pas directement dans l'objet de la mission.

Encadré 1 : La réduction de loyer de solidarité (RLS)

La réduction de loyer de solidarité (RLS) a été prévue par l'article 126 de la loi de finances pour 2018. Elle consiste en une réduction du montant d'APL versé aux allocataires du parc social, compensée par une baisse de loyer répercutée seulement à hauteur de 90 à 98% pour la modification du calcul de l'APL, de façon à ce qu'aucun allocataire n'y perde. Pour 2018, le taux choisi, fixé par arrêté, était de 98%.

En 2018, le montant global de la RLS était de 800 M€, soit environ 4,3% des quelques 18 M€ de loyers annuels perçus par les bailleurs sociaux, hors logements foyers. Par bailleur, la diminution en pourcentage des loyers, est différenciée selon les opérateurs car le montant fixe est à répartir et son impact dépend à la fois de la proportion de ménages éligibles à l'APL logés dans leur parc et du niveau global de leurs loyers. Un système de bonus-malus consistant à ramener la contribution de chaque bailleur au taux pivot de perte sur loyers de 4,3 % a été appliqué via leur cotisation à la CGLLS.

Globalement la réforme dite « de la RLS » est plus vaste, puisque les économies 2018 à réaliser sur les APL étaient de 1 500 M€, dont 800 M€ de RLS et 700 M€ d'augmentation du taux de TVA réduit dont bénéficient les bailleurs sociaux, passé de 5,5 % à 10 % au 1er janvier 2018. La RLS devait ensuite atteindre 800 M€ en 2019 et 1500 M€ en 2020 L'accord HLM-Gouvernement pour 2020-2022 du 25 avril 2019 a ramené le montant de la RLS à 1 300 M€ et prévu qu'Action Logement prendrait en charge les 300 M€ de cotisations des bailleurs sociaux au FNAP. Quant à la TVA, elle repassera à 5,5%, dans les zones ANRU, notamment.

Pour apprécier le montant de la dépense publique consacrée aux bailleurs sociaux, il convient donc de raisonner hors aides à la personne. Comme le montre le tableau 4, cela revient d'ailleurs à raisonner quasiment hors aides budgétaires à partir de 2019, sauf compensation par l'État de l'exonération de TFPB due aux collectivités territoriales.

[18] 2 682 986, selon les dernières données issues de la cotisation 2019 à la CGLLS (comptes 2018), dont 1 228 471 logés par les OPH (46%), 1 159 121 par les ESH (43%), 222 146 par les SEM (8%), 50 174 par les COOP et 23 074 par des organismes agréés pour la MOI.

[19] Les dernières données issues de la cotisation 2019 à la CGLLS (comptes 2018).

Tableau 4 : Aides budgétaires selon l'ENL, en M€

-	2008	2016	2017	2018	2019
Garantie des risques locatifs	10	11	9	9	5
Aides personnelles	5 085	15 338	15 502	14 238	13 096
ANIL/ADIL	7	7	7	8	8
Total aides budgétaires à la personne	5 102	15 356	15 518	14 256	13 110
Construction locative et amélioration du parc	486	100	84	38	0
Rénovation urbaine-Budget Etat	59	0	0	15	25
Logements adaptés	105	224	279	314	325
Fonds d'aide à la rénovation thermique	274	4	5	118	138
Autres (Accession à la propriété, ANAH, LHI…)	288	361	308	290	255
Total aides budgétaires à la pierre	1 212	689	671	775	743
Soutien aux politiques de l'État	57	25	26	27	27
Épargne Logement (prime)	1 270	124	98	98	100
Compensation exonération TFPB	111	214	117	123	123
Total aides budgétaires	**7 755**	**16 408**	**16 431**	**15 280**	**14 104**

Source : DHUP.

La ligne budgétaire « Construction locative et amélioration du parc », qui représentait autrefois l'essentiel des aides à la pierre, a en effet été portée à zéro en 2019, le relais ayant été pris par le FNAP créé en 2016[20]. Ce dernier est financé principalement par recettes affectées : jusqu'en 2019 par les cotisations des bailleurs sociaux à la CGLLS et, à compter de 2020, par Action Logement.

Si l'on retient la compensation de l'exonération de TFPB et même en affectant la totalité de la dotation « Rénovation urbaine » au logement locatif social, le total des aides budgétaires au secteur, selon l'ENL, serait au maximum de 201 M€ en 2017, sur 913 M€, soit 22 %.

En dehors des aides personnelles, l'essentiel des aides au secteur du logement dans son ensemble est, en effet, surtout constitué d'aides fiscales, de subventions provenant d'autres contributeurs que l'État via des taxes affectées et de subventions des collectivités territoriales.

2.1.3. Aides fiscales et autres contributions

L'ENL distingue les aides fiscales, principalement assumées par l'État, les aides des collectivités territoriales et celles d'autres contributeurs, au premier rang desquels Action Logement.

2.1.3.1. La dépense fiscale

Elle est estimée par l'ENL à 16,1 Md€ en 2017 et à 15,7 Md€ pour 2019, dont environ 25% concerne les bailleurs sociaux.

[20] En remplacement d'un « Fonds de péréquation », créé en 2012, également géré par la CGLLS en compte de tiers.

Ces derniers bénéficient en effet d'une exonération de l'IS, d'une exonération de TVA sur les terrains à bâtir, ainsi que de la TVA à taux réduit sur les opérations de construction et d'aménagement (taux de 5,5 %, porté à 10 % en 2018). Ces avantages fiscaux se décomposent ainsi, selon l'ENL :

Tableau 5 : Dépense fiscale selon l'ENL, en M€

-	2008	2016	2017	2018	2019
Exonération des organismes HLM d'IS et de taxe sur les plus-values immobilières (PVI).	650	1 230	1 215	1 150	1 190
Régime TVA des terrains à bâtir pour la construction de logements sociaux	60	205	205	205	205
Régime TVA sur la construction, l'aménagement et la vente de logements sociaux	780	2190	2 485	2 500	2 485
- dont locatif intermédiaire		*35*	*35*	*50*	*50*
Total bailleurs sociaux	1 490	3 625	3 870	3 805	3 830
Autres (PTZ, aides à l'investissement locatif, TVA à taux réduit pour travaux d'entretien, CITE, exonération d'intérêt des PEL et des CEL, etc.)	10 938	12 774	12 229	12 604	11 877
Total général	12 428	16 399	16 099	16 409	15 707

Source : D'après l'Effort de la Nation en faveur du logement (ENL), ministère de la Cohésion des Territoires, DHUP.

Les Comptes du logement les estiment quant à eux à 4,8 Md€ en 2017, hors exonération de TFPB, cette dernière étant évaluée à 3,1 Md€ en 2017[21], soit un total de 7,9 Md€.

Une exonération de longue durée de taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) bénéficie en effet aux logements locatifs sociaux. Fixée à 15 ans en règle générale, sa durée est prolongée de 10 ans depuis 2004 lorsque, pour le financement de ces opérations, la décision d'octroi du prêt ou de la subvention a été prise au plus tard le 31 décembre 2022. L'exonération de TFPB est l'une des aides qui concourent le plus significativement à l'équilibre des opérations de construction des bailleurs sociaux, avec les subventions d'investissement.

Quant à la TVA à taux réduit, elle représentait, en 2017, un avantage de l'ordre de 2,2 M€, réparti comme suit, selon les Comptes du logement (cf. tableau 6).

[21] L'ENL ne comptabilise, en aide budgétaire, que la compensation versée par l'Etat aux collectivités territoriales (117 M€ en 2017, une prévision de 123 M€ pour 2019).

Tableau 6 : Montant de l'avantage fiscal lié au taux réduit de TVA pour l'investissement des bailleurs sociaux en 2017

Type de prêt	Montant (en M€)	Part (en %)
Neuf	**1 564,9**	**71,1**
PLUS	*746,7*	*33,9*
PLAI	*382,4*	*17,4*
PLS	*411,8*	*18,7*
PLUS/PLAI ANRU	*24,0*	*1,1*
Ensemble travaux	**636,9**	**28,9**
PLUS	*35,0*	*1,6*
PLAI	*14,3*	*0,6*
PLS	*32,8*	*1,5*
Autres	*0,6*	*0,0*
Prêts à l'amélioration (PAM/PALULOS)	*297,9*	*13,5*
TVA réduite sur fonds propres	*256,3*	*11,6*
Total des mesures et avantages fiscaux liés au taux réduits de TVA pour le logement locatif social	**2 202**	**100,0**

Source : Comptes du logement 2017.

Elle a été portée à 10 % au 1er janvier 2018, dans le cadre de la réforme ayant créé la réduction de loyer solidarité (RLS), l'écart étant estimé à 700 M€ selon le Protocole d'accord du 13 décembre 2017 signé entre l'État et le Fédération des ESH le 13 décembre 2017.

2.1.3.2. Autres contributeurs que l'État

Leur apport total est estimé à 7 Md€ en 2017 et 6,7 Md€ prévus en 2019 : il s'agit d'Action Logement principalement, dont la contribution à la politique du logement est estimée par l'ENL à 3,47 Md€ en 2017 et 2,77 Md€ pour 2019.

Par rapport à 2008, la diminution de la ligne correspond à la budgétisation des aides personnelles présentée ci-dessus.

En ce qui concerne Action Logement, ses interventions sont très diversifiées, concernant aussi bien des aides traditionnelles en faveur du logement des salariés que le financement de l'Anah, l'accession à la propriété ou le locatif social.

Il convient également de remarquer que les bailleurs sociaux sont contributeurs, via leurs cotisations à la CGLLS, dont une part croissante est affectée au FNAP et à l'ANRU.

Tableau 7 : Autres contributeurs à la dépense de logement, selon l'ENL, en M€

-	2008	2016	2017	2018	2019
Contribution régimes sociaux à l'AL et l'APL (FNPF)	7 561	528	-	-	-
Employeurs au FNAL	2 282	2 595	2 713	2 791	2 767
Taxe sur les bureaux (FNAL)	-	-	116	116	116
Action Logement	**3 860**	**3 547**	**3473**	**2 771**	**2 773**
- dont ANRU	*69*	*850*	*850*	*692*	*692*
- dont FNAP	-	-	-	*50*	*50*
- dont emplois en faveur du locatif social	*1 013*	*1 193*	*1 182*	*795*	*720*
- dont organisme national de vente	-	-	-	*333*	*333*
Contribution OLS à l'ANRU via la CGLLS	-	30	30	30	184
Contribution OLS à l'Ancols via la CGLLS	-	12	11	11	11
Contribution OLS au FNAP rattachée par fond de concours	-	385	270	375	375
Diverses taxes et mesures de compensation, recettes enchères de quotas carbone (ANAH)	232	393	441	674	446
Total 1	**13 935**	**7 490**	**7 054**	**6 768**	**6 672**
Majoration SRU	-	4	14	28	28
Prélèvement SRU (FNAP)	-	-	4,34	0,39	0,39
Subventions	-	70	58	58	
Subventions d'équipement versées	-	1 318	1 088	1 088	1 088
Immobilisations financières	-	7	11	11	11
FSL	-	165	165	-	-
Collectivités locales	1 498	1 564	1 341	1351	1 351
Total 2	**15 433**	**9 054**	**8 395**	**8 119**	**8 023**

Source : mission, d'après l'Effort de la Nation en faveur du logement (ENL), ministère de la Cohésion des Territoires, DHUP.

L'accord HLM-gouvernement signé le 25 avril 2019 dans le cadre de la clause dite « de revoyure », complété par un accord parallèle signé avec Action logement, a toutefois modifié le cadre financier pour les années 2020-2022 : le montant global demandé aux bailleurs sociaux a été ramené à 1 300 M€, dont 950 M€ de RLS. Leur contribution au FNAP passe de 375 M€ à 300 M€ et elle est, de surcroît, intégralement prise en charge par Action Logement.

2.1.3.3. Contributions des collectivités territoriales

Elles sont estimées à 1,34 Md€ en 2017 et 1,35 M€ pour 2019 par l'ENL. À noter qu'il n'existe pas de source directe de leurs interventions en faveur du logement social, ces dernières étant vraisemblablement sous-estimées. Il convient en effet de distinguer, d'une part, la délégation des aides à la pierre et, d'autre part, les contributions additionnelles des collectivités territoriales.

- **Délégation des aides à la pierre**

Depuis 2005, en application de la loi du 14 août 2004 sur les libertés et responsabilités locales, la ligne budgétaire correspondant aux aides à la pierre (aujourd'hui les crédits du FNAP) peut être déléguée par l'État aux intercommunalités et conseils départementaux qui en font la demande, ces derniers prenant alors en charge leur répartition sur leur territoire. Plus de la moitié de l'enveloppe nationale serait désormais distribuée par des collectivités territoriales.

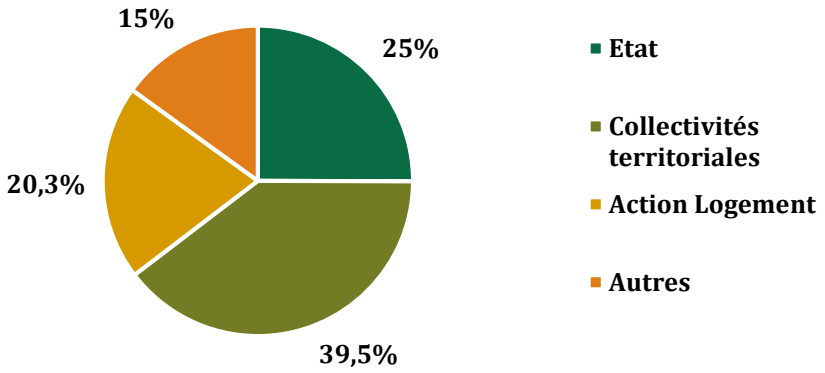
- **Contributions additionnelles**

Tant les régions que les départements, les EPCI et certaines communes ont développé, depuis les années 1990, des mécanismes d'aides financières extrêmement diverses pour la production de logements sociaux, en complément des aides d'État. Selon les cas, ces aides prennent une forme de subvention forfaitaire et automatique, ajoutée aux mécanismes nationaux, ou sont, de plus en plus souvent, assorties de conditions formulées en fonction des priorités de la collectivité, généralement sociales ou environnementales.

Dans la plupart des grandes villes se cumulent ainsi des aides de la région, du département et de l'agglomération, répondant à des critères différents et qui conduisant les opérateurs à optimiser leurs projets pour bénéficier maximum de ressources. Ces aides ne donnent lieu à aucune consolidation nationale et restent de ce fait assez mal connues.

Par ailleurs, les interventions des collectivités locales ne se limitent pas à des subventions mais peuvent prendre la forme d'autres apports, non forcément quantifiables, notamment en matière de foncier. La Métropole de Lyon estime ainsi que la majorité des 4 000 opérations annuelles projetées sur son territoire se font grâce à son intervention : 12 % grâce à sa politique foncière, par mise à disposition du terrain via un bail emphytéotique, 27 % en opération d'aménagement, 29 % avec des outils tels que la VEFA, cette collectivité imposant systématiquement aux promoteurs un quota de logements locatifs sociaux dans chaque programme. Elle considère que cette action a des effets positifs, Lyon se caractérisant comme une zone dans laquelle le foncier est cher mais où les loyers médians sont restés stables sur les trois dernières années.

Graphique 1 : Origine des subventions d'investissement en 2017



Source : Compte du logement 2017.

2.1.4. Avantages de taux et « aides de circuit »

Les avantages de taux ne sont pas pris en compte dans l'ENL. Ils sont évalués par les Comptes du logement et correspondent au produit d'un avantage unitaire exprimé en pourcentage (l'économie réalisée pour un euro emprunté avec l'emprunt aidé plutôt qu'avec un emprunt concurrentiel) par le montant du prêt aidé.

Les avantages de taux consentis aux bailleurs sociaux représentent une aide évaluée en 2017 à 1,0 Md€ sur un total de 2,8 Md€ (c'est-à-dire incluant les prêts aux ménages), en baisse de 26,1 % par rapport à 2016, en raison principalement de la baisse des taux de marché (cf. tableau 8). Le montant de prêts aidés versés aux bailleurs sociaux, de 10,1 Md€ en 2017, est également en baisse, de 7,5 %.

Tableau 8 : Montant des avantages de taux en 2017

Bénéficiaires et types de prêts	Montant (en M€)	Part (en %)
Prêts aux bailleurs sociaux	**1 012**	**35,7**
Prêts au logement locatif social	*746*	*26,3*
Prêts à l'amélioration et Eco-prêt logement social	*101*	*3,6*
Prêts Action Logement au locatif social	*165*	*5,8*
Prêts aux ménages	**1 820**	**64,3**
PTZ	*1 667*	*58,9*
Eco-PTZ	*37*	*1,3*
Prêts Action Logement	*7*	*0,2*
Autres prêts conventionnés	*109*	*3,9*
Ensemble	**2 813**	**100**

Source : Compte du logement 2017.

Quant à l'aide de circuit, elle correspond notamment à la durée des emprunts consentis par la Caisse des Dépôts aux bailleurs sociaux, sur des maturités très longues, et à leur accès privilégié aux fonds de l'épargne réglementée (Livret A, LEP, LDD).

2.2. Le modèle de financement du logement social repose principalement sur l'emprunt et tout particulièrement sur les prêts du Fonds d'épargne géré par la Caisse des Dépôts et consignations

Les prêts au logement locatif social sont la composante principale du financement de l'investissement en logements sociaux. Ces prêts de très long terme (40 ans, voire 50 ans pour la partie du prêt finançant la charge foncière et 60 ans dans les zones tendues à compter de 2014[22]) sont distribués majoritairement par le Fonds d'épargne, géré par la CDC et financé principalement par l'épargne des Français sur livret A. **Il s'agit de la grande spécificité du système de financement du logement locatif social en France, qui consiste à consacrer une épargne très liquide en financements de très long terme, à travers un processus de transformation.**

Les taux de ces prêts sont variables et indexés sur la rémunération du livret A, qui peut être revue une fois au 1er février et 1er août (éventuellement au 1er mai ou au 1er novembre en cas de variation important du taux). Le taux du livret A est bloqué à 0,75 % depuis le 1er aout 2015. A compter du 1er février 2020, il devrait être calculé comme la moyenne arithmétique entre le taux interbancaires Eonia et de l'inflation sans que sa variation puisse dépasser 1,5 point à la hausse ou à la baisse.

2.2.1. Impact sur la structure financière des bailleurs sociaux

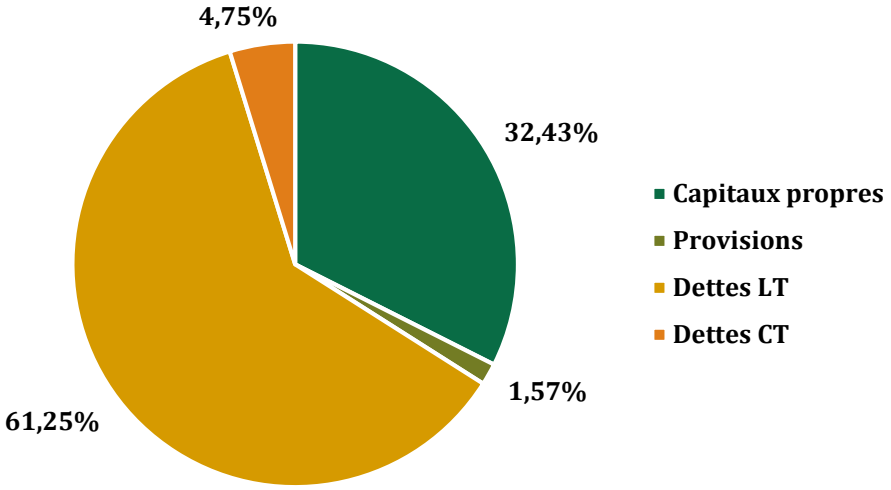
Les organismes HLM utilisent ainsi le levier d'endettement pour financer les nouvelles opérations en anticipation des loyers futurs. Le loyer doit permettre de couvrir les charges liées à l'exploitation (entretien, maintenance, gestion administrative, accompagnement social).

Alliés aux subventions d'investissement, les prêts à très long terme du logement locatif social sont destinés à permettre d'abaisser le « loyer de sortie » des opérations, pour le placer à un niveau inférieur à celui du marché et compatible avec les ressources des locataires, l'APL ayant pour fonction réciproque d'élever le niveau de loyer accessible au locataire pour le rapprocher de celui du marché.

[22] *Dans le cadre du « plan logement 2 » : allongement possible de 60 à 80 ans des prêts fonciers en zone tendue avec l'Octofoncier : 4Md€ de prêts fonciers dans le cadre des prévisions sur 2019-2022.*

Il en résulte une structure de bilan atypique, aussi bien au passif (importance de l'endettement à long terme) qu'à l'actif (poids des immobilisations corporelles).

Graphique 2 : Composition du passif des OPH et des ESH en 2016



Source : Mission.

Tableau 9 : Le financement des acquisitions de logements et des travaux par les bailleurs sociaux en 2017 (en M€)

Type	HLM	Autres bailleurs sociaux
Logements neufs	**9 797**	**1 147**
Fonds propres	*1 258*	*104*
Aides	*935*	*212*
Emprunts aidés	*7 159*	*750*
Emprunts non aidés	*444*	*82*
Acquisition de logements d'occasion	633	935
Fonds propres	*82*	*896*
Aides	*82*	*7*
Emprunts aidés	*422*	*28*
Emprunts non aidés	*47*	*3*
Travaux sur immeubles existants	**4 926**	**470**
Fonds propres	*2 108*	*168*
Aides	*225*	*44*
Emprunts aidés	*2 551*	*256*
Emprunts non aidés	*41*	*2*
Total acquisitions et travaux	**15 356**	**2 551**
Fonds propres	*3 448*	*1 168*
Aides	*1 242*	*264*
Emprunts aidés	*10 133*	*1 033*
Emprunts non aidés	*533*	*86*

Source : Compte logement 2017.

Par ailleurs, l'analyse de la structure financière d'un organisme de logement social s'effectue à terminaison des opérations, c'est-à-dire corrigée du bilan des opérations en cours ou non soldées, en neutralisant les décalages de trésorerie. Cela permet d'obtenir une structure financière projetée qui s'analyse principalement au travers du potentiel financier[23] à terminaison. Ce dernier représente les ressources disponibles pour de nouveaux investissements lorsque toutes les opérations engagées sont terminées.

2.2.2. Un système de financement qui a conduit à une segmentation « par produits »

Les taux des prêts de la CDC sont différenciés en fonction du projet financé. La gamme des prêts du plus au moins aidé, c'est-à-dire du taux d'intérêt le plus bas au taux le plus haut :

- prêt locatif aidé d'intégration (PLAI) pour des logements réservés aux ménages qui cumulent difficultés financières et sociales, dont le taux est égal à celui du Livret A – 20 points de base (pb) ;
- prêt locatif à usage social (PLUS) mis en place en 1999, produit « standard » du logement social dont le taux est égal à celui du Livret A + 60 pb et qui prend en compte des objectifs de mixité sociale ;
- prêt locatif social (PLS), en priorité pour des logements situés dans les zones où le marché locatif est tendu, dont le taux est égal à celui du Livret A + 111 pb.

Les logements locatifs financés par l'un de ces trois prêts donnent lieu à une convention prévoyant l'encadrement de la destination des logements (notamment des plafonds de loyer et de ressources) et permettant aux locataires de bénéficier des aides personnalisées au logement (APL). Ils sont comptabilisés au titre de l'article 55 de la loi SRU (quota de logements sociaux par commune – articles L. 302-5 et suivants du CCH). Des subventions sont accordées pour la réalisation de logements PLUS et PLAI. À celles-ci peut s'ajouter une subvention pour surcharge foncière qui peut également être accordée pour le PLS. Les logements PLUS, PLAI et PLS bénéficient également d'avantages fiscaux (TVA à taux réduit et exonération de TFPB pendant 25 ans).

Le PLAI et le PLUS sont distribués uniquement par la CDC et peuvent financer l'acquisition ou la construction de logements à usage locatif, ainsi que, le cas échéant, les travaux d'amélioration correspondants. Ces prêts, destinés uniquement organismes HLM, SEM de construction de logements, aux collectivités territoriales ou EPCI n'ayant pas d'organismes sur leur territoire, ainsi qu'aux organismes agréés pour la maîtrise d'ouvrage d'insertion (MOI) :

- ouvrent droit à une subvention de l'État ;
- permettent de bénéficier de la TVA à taux réduit de 10 % (taux applicable depuis le 1er janvier 2018) et d'une exonération de TFPB pendant 25 ans ;
- peuvent permettre de bénéficier d'une subvention foncière complémentaire pour dépassement des valeurs foncières de référence.

Le montant du prêt est fixé en fonction du plan de financement prévisionnel, afin de couvrir au plus la totalité du prix de revient, déduction faite des subventions.

Le PLS[24] peut financer l'acquisition ou la construction de logements à usage locatif, ainsi que, le cas échéant, les travaux d'amélioration correspondants. Le PLS n'ouvre pas droit à une subvention de l'État mais permet de bénéficier de la TVA à taux réduit (taux identique à celui applicable aux opérations PLUS et PLAI) et d'une exonération de TFPB pendant 25 ans.

---

[23] Le potentiel financier correspond à un fonds de roulement classique, à deux différences près : les dépôts de garantie des locataires et la provision pour gros entretien (PGE).

[24] Circulaires UHC/DH 2/3 n° 2001-14 du 6 mars 2001 et UHC/FB3/29 n° 2003-79 du 30 décembre 2003.

Les PLS sont distribués soit directement par la CDC, soit par les établissements de crédit ayant signé une convention annuelle de refinancement avec la CDC. Le taux des prêts aux organismes de logements sociaux, ainsi que le taux maximum des prêts aux autres emprunteurs, est le même quel que soit l'établissement qui le propose (cf. tableau 10). La CDC dispose d'une enveloppe de prêts distincte de celle des établissements de crédit, qu'elle peut accorder dans les mêmes conditions que les autres établissements, aux seules personnes morales. Le taux d'intérêt est indexé sur le taux du livret A et s'élève à 1,86 % pour les organismes de logement social (taux donné pour un livret A à 0,75 %, taux en vigueur au 1er août 2018).

Le montant minimum du prêt est égal à 50 % du prix de revient de l'opération. Il peut couvrir au plus la totalité du prix de revient, déduction faite des subventions (art. R 331-20 du CCH).

Tableau 10 : Enveloppes de prêt et taux des PLS en 2018

Établissement distributeur	Enveloppe (en M€)	Taux pour les organismes HLM, SEM de logement social et emprunteurs bénéficiant d'une garantie de collectivité territoriale (en %)	Taux pour les autres emprunteurs personnes morales (en %)		Taux pour les emprunteurs personnes physiques (en %)	
			Taux min	Taux max	Taux min	Taux max
CDC	1 720	1,86	1,86	2,11	-	-
Établissements de crédit	2 580	1,86	1,86	2,11	1,86	2,16
Total	**4 300**	-	-	-	-	-

Source : "Les aides financières au logement", Ministère de la Cohésion des territoires et des Relations avec les collectivités territoriales, octobre 2018.

Le cas particulier du logement intermédiaire.

Parmi les autres prêts sous conditions de ressources et de loyer distribués par la CDC, figure le PLI (prêt locatif intermédiaire), financé non par le livret A mais par le Livret d'épargne populaire (LEP) pour des logements dont les loyers se situent entre ceux des logements locatifs sociaux et ceux du marché libre (taux égal à celui du Livret A + 140 pb, soit 2,15 % au 1er août 2014). Le PLI n'entre pas dans le quota de logements sociaux de la loi SRU et n'ouvre pas droit à subvention. Il est relativement tombé en désuétude, compte tenu du coût élevé de la ressource.

En revanche, s'est développée depuis le 1er janvier 2014 une nouvelle catégorie de logements dits eux aussi « intermédiaires » (entre logements sociaux et logements libres) dont les loyers, en principe situés à 15 % ou 20 % en dessous de ceux du marché, sont destinés à couvrir les besoins des classes moyennes, tout particulièrement en zones tendues. Leur production, qui existait précédemment grâce aux prêts du Crédit foncier de France et du 1% Logement, a en effet été relancée par la loi ALUR. Le nouveau dispositif a été créé par l'ordonnance du 20 février 2014 relative au logement intermédiaire et il est assorti d'avantages fiscaux : « dispositif Duflot » remplacé en septembre 2014 par le « dispositif Pinel ». Ces « logements intermédiaires » ne sont pas financés par les prêts de la CDC, mais sa filiale à 100%, CDC Habitat a joué un rôle moteur dans leur développement.

En 2014, en concertation avec les pouvoirs publics, CDC Habitat s'est associée à 17 grands investisseurs institutionnels privés pour créer le FLI (Fonds de logement intermédiaire), le premier fonds d'investissement dédié à la production de logements intermédiaires et géré par une filiale de CDC Habitat, AMPERE Gestion.

En 2015, un décret du ministre de Finances du 24 septembre 2015 autorise à la fois la création de la Société pour le logement intermédiaire (SLI) et la souscription par l'Etat au capital de cette société en cours de constitution. Le décret précise également que le capital apporté par l'Etat s'élève à 750 millions d'euros. Cette structure est également géré par AMPERE Gestion.

Enfin, en 2017, le principal acteur du logement intermédiaire, l'OGIF, filiale du collecteur Astria dépendant d'Action Logement et qui fédérait les membres de l'APLI (association pour le logement intermédiaire) a fusionné avec le groupe Résidences de la Région Parisienne (RRP) pour fonder la société In'li.

Le financement de la réhabilitation.

Jusqu'en 2009, les bailleurs sociaux pouvaient bénéficier d'une prime à l'amélioration des logements à usage locatif et à occupation sociale (PALULOS) pour leurs travaux de réhabilitation. Cette subvention n'est désormais plus versée sauf dans des cas très spécifiques mais le prêt à l'amélioration (PAM) de la CDC ayant le même objet demeure. Son taux est égal à celui du PLUS et il permet de financer sur une durée de 5 à 25 ans des travaux de rénovation, ceux relatifs à l'amélioration de la performance énergétique bénéficiant toutefois d'un prêt au taux plus avantageux : l'éco-prêt logement social.[25]

2.2.3. Le rôle prépondérant du Fonds d'épargne de la CDC

La Caisse des dépôts et consignations joue un rôle central dans le système français de financement du logement social et peut être considérée comme sa clé de voûte.

La CDC intervient, en effet, à la fois au titre de prêts réglementés, pour lesquels il n'y a pas de contingentement autre que celui déterminé par la puissance publique à travers l'agrément des opérations, instruites par les services déconcentrés de l'Etat ou ceux des délégataires des aides à la pierre, mais également par la mise en place d'enveloppes complémentaires de prêts au profil spécifique, négociés avec les pouvoirs publics et Action Logement.

En 2014, elle a ainsi mis en place une première génération de prêts de haut de bilan, dit prêts de haut de bilan bonifiés (PHBB) à la demande de l'État.

En février 2018, dans le cadre du Plan Logement décidé par les pouvoirs publics pour accompagner les bailleurs sociaux et la réforme de la RLS, un dispositif complémentaire a été mis en place à hauteur de 10 Md€, afin de soutenir les bailleurs sociaux dans leur transformation et encourager leurs efforts d'investissement :

- **2 Md€ de prêts de haut de bilan bonifiés par Action Logement**, permettant ans un différé total d'amortissement sur 20 ans et un taux d'intérêt de 0 %. Les tirages de PHBB se sont élevés en 2017 à près de 900 M€ et 2 Md€ de prêts sont déployés en 2018, 2019 et 2020 ;
- **2 Md€ de prêts à taux fixe,** dont 1 Md€ pour la réhabilitation lourde et thermique, 700 M€ de prêt « booster » avec différé d'amortissement pendant les 20 premières années, à taux fixe, suivies d'une deuxième période pouvant aller jusqu'à 40 ans, à TLA + 60 pb, et 300 M€ de financements sur mesure ;
- **2 Md€ de prêts à taux fixe** dédiés au réaménagement de la dette des organismes engagés dans des projets de restructuration.
- **3 Md€** de mesures ou d'allongement de dette sur 5 ou 10 ans (plus de 16 Md€ de demandes initiales) ;
- 1 Md€ en capacité d'investissement en fonds propres en zones tendues via l'offre Tonus.

[25] Mise aux normes de foyers de travailleurs migrants (FTM) et réhabilitation de locaux communaux vacants en vue de leur transformation en logement social.

2.2.4. Un circuit fermé et mutualisé dont la garantie est assurée par les collectivités territoriales

2.2.4.1. Une double mutualisation

Si les taux sont différenciés selon les caractéristiques plus ou moins sociales du prêt, la CDC prête à tous les organismes indépendamment de la qualité de leur signature : en d'autres termes, il n'y a pas de notation (*scoring*) et de tarification en fonction du risque. C'est pourquoi la mutualisation est double, concernant aussi bien les opérations que les opérateurs.

2.2.4.2. Un système principalement garanti par les collectivités territoriales

La garantie obéit aux mêmes principes de non différenciation. Elle est assurée par les collectivités territoriales, gratuitement, en échange de droits de réservation (20 %). Tous les intervenants rencontrés par la mission ont insisté sur le rôle majeur de cette garantie.

À titre subsidiaire, lorsque les collectivités territoriales ne peuvent pas garantir et seulement sur les PLUS ou équivalents [26] et les PLAI, la CGLLS peut se substituer à elle. Sa rémunération est de 2% *flat* sur les PLUS et gratuite sur les PLAI.

2.2.4.3. Une sécurisation complémentaire, assurée par la CGLLS

Une deuxième mission de la CGLLS a été conçue comme complémentaire de son activité de garantie : prévenir les difficultés financières des opérateurs de logement locatif social et, le cas échéant, les placer sous protocole d'aide (plans de consolidation financière ou plans de rétablissement de l'équilibre). Son rôle de protection, à la fois des opérateurs et du Fonds d'épargne, permet d'expliquer la quasi absence de sinistres rencontrés par le secteur. Ces mécanismes d'aide ou de soutien sont issus de la solidarité financière entre bailleurs sociaux, puisque la CGLLS est financée par deux cotisations directement prélevées sur les organismes.

Le fait que les bailleurs sociaux soient éligibles à ces interventions, de même que le contrôle du secteur par l'Agence nationale de contrôle du logement social (Ancols), a été souligné par plusieurs des investisseurs privés rencontrés par la mission comme un facteur de sécurisation.

[26] La liste des prêts pouvant être garantis par la CGLLS est limitativement énumérée par l'arrêté interministériel du 18 mars 2002 modifié relatif au fonds de garantie de la CGLLS. Elle correspond aux principaux produits pour la construction, l'acquisition-amélioration et la réhabilitation de logements mis en place par la CDC 'auxquels s'ajoutent les deux générations de PHBB), dès lors que leurs caractéristiques sociales correspondent à celles du PLUS et du PLAI.

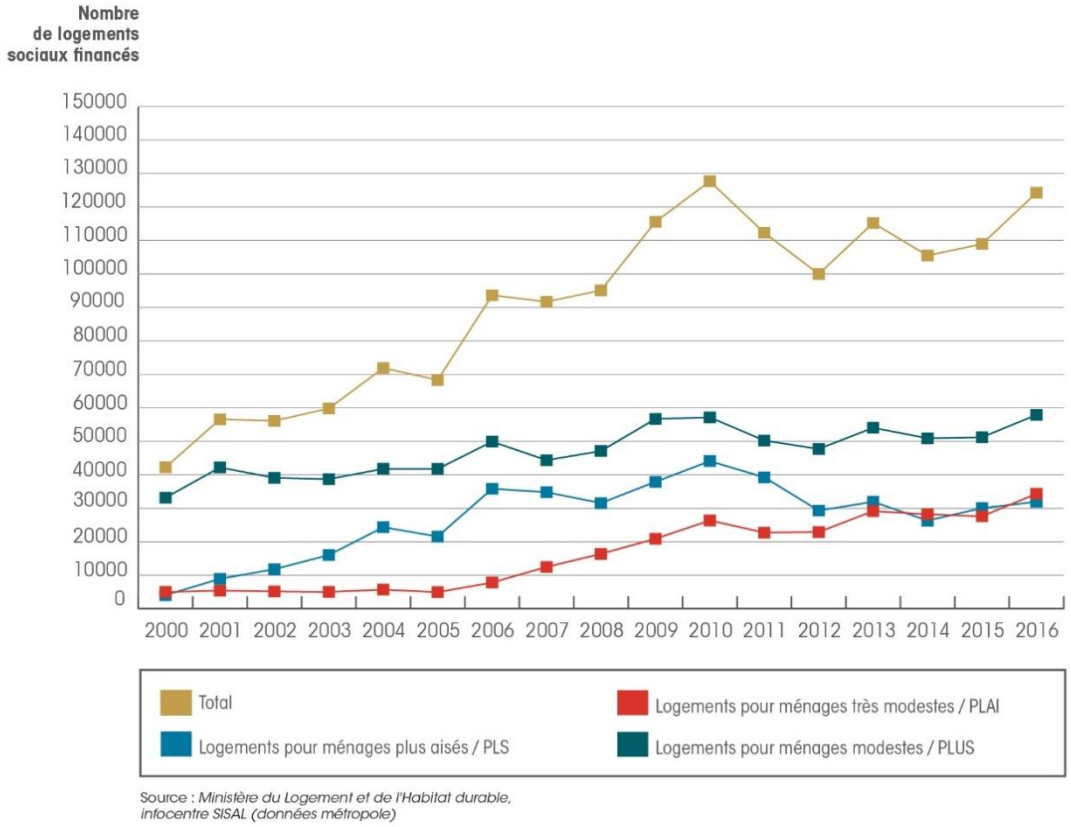
3. La relance de la construction depuis 2004 : une déformation du modèle ?

3.1. L'augmentation du parc social et la relance de la construction depuis le début des années 2000 sont à contre-courant des évolutions constatées dans les autres pays européens

En Allemagne et au Royaume-Uni, notamment, les années 1990 et 2000 ont vu d'importantes ventes de logements sociaux par les pouvoirs publics.

Au contraire, en France, le Plan de cohésion sociale (PCS) à partir de 2004 et l'effort parallèle en faveur de la rénovation urbaine (création de l'ANRU en 2003), soutenus par des financements directs de la part de l'Etat et du 1% Logement, ont permis la relance de la construction : la production annuelle de logements locatifs sociaux a ainsi plus que doublé, passant d'environ 50 000 à 100 000, le segment le plus social (PLAI) enregistrant une croissance encore plus forte (cf. graphique 3).

Graphique 3 : Logements sociaux financés par type de prêt entre 2000 et 2016 (hors DOM)



Source : Ministère de la Cohésion des territoires, DHUP, infocentre SISAL.

L'année 2018 marquerait un léger retrait, avec toutefois une poursuite de la croissance des PLAI. Selon la DHUP, au cours de l'année 2018 (hors DOM et hors reconstitution ANRU), 108 612 logements sociaux ont été financés (- 4 % par rapport à 2017) :

- 32 747 PLAI (+ 8 %) ;
- 48 776 PLUS (- 4 %) ;
- 27 089 PLS (- 15 %).

La ventilation « par familles » confirme le rôle moteur des ESH dans le développement du parc, de même que le fléchissement récent de l'effort construction, tout au moins en ce qui concerne le parc conventionné (cf. tableau 11).

Tableau 11 : Nombre de premières MES déclarées pour la cotisation

-	2018	2017	2016	2015
COOP	3 090	3 317	3 245	2 471
OPH	24 710	28 378	31 139	34 657
ESH	50 168	50 565	52 835	54 293
SEM	12 138	11 064	13 045	12 566
MOI	1 177	1 552	1 617	1 519
Total	**91 283**	**94 876**	**101 881**	**105 506**

Source : CGLLS.

Enfin, il convient de noter que ces dernières années ont vu le développement de la « vente en l'état futur d'achèvement » (VEFA), plus précisément la possibilité ouverte aux opérateurs sociaux de réserver des logements construits par des promoteurs. Les VEFA représenteraient désormais environ 40% des programmes neufs des organismes HLM, ce qui tend à modifier l'appréciation de leur impact économique en matière de construction neuve et d'effet d'entrainement sur le secteur du bâtiment. Jusqu'aux années 2000, leur rôle était considéré comme contra-cyclique, c'est-à-dire qu'ils prenaient le relais en cas de fléchissement de la construction privée ; désormais, le cycle d'activité des promoteurs et celui des bailleurs sociaux sont plus étroitement imbriqués.

3.2. Dans le même temps, la montée des coûts de construction a fortement pesé sur les fonds propres des bailleurs

En début de période, la relance de la construction s'est accompagnée d'un fort afflux de fonds propres ou « fonds gratuits », aussi bien pour les SA que pour les offices HLM, du fait des aides directes mises en place par l'Etat et confortées par Action Logement, mais ces dernières sont désormais orientées à la baisse.

Une étude réalisée par le Cabinet Roland Berger pour la fédération des ESH en mars 2017 estimait ainsi que, de 2000 à 2013, la mise de fonds propres par les organismes HLM était globalement passée de 5 % à 15 % du coût des opérations, tandis qu'entre 2009 et 2013, le taux de subvention avait baissé de 5 points, passant de 14 % à 9 %, les subventions de l'État ayant le plus fortement diminué (7 % à 1 %).

3.3. La recherche de nouvelles sources de financement a ainsi conduit à une recomposition du secteur, amorcée avant la réforme de la RLS et les orientations définies par la loi ELAN

3.3.1. La multiplication d'initiatives visant à renforcer les fonds propres

Avant même que la réforme de la RLS ne vienne contraindre leur capacité à reconstituer leurs fonds propres, un certain nombre de bailleurs sociaux s'étaient déjà engagés dans des démarches permettant de les conforter, notamment à travers la vente HLM, la diversification des activités et la mise en œuvre de stratégies de rationalisation de la gestion locative.

3.3.1.1. La vente HLM

Encouragée par les pouvoirs publics et relancée par la loi ELAN, la vente HLM sous ses différentes formes (vente aux locataires ou vente en bloc avec ou non démembrement de propriété) est une réponse directe à la recherche de fonds propres.

3.3.1.2. La diversification des activités

Le secteur du logement social demeure actuellement dans une logique de croissance mais aussi de diversification : beaucoup de bailleurs sociaux, notamment les ESH, ont cherché à diversifier leurs activités, non seulement par la création de filiales de logement intermédiaire et de filiales spécialisées, mais également par le développement de toute une gamme de métiers de l'immobilier : accession sociale, activité de syndic de copropriétés, de gestionnaire de biens… Cette diversification concerne moins les offices, même si l'on peut citer l'exemple du groupe Valophis, opérateur social présent principalement dans le Val-de-Marne, dont la filiale Expansiel opère sur le secteur libre.

3.3.1.3. Les efforts de gestion

La RLS semble avoir eu un effet accélérateur sur les plans de transformation mis en place par certains d'entre eux. Par exemple, 1001 Vies Habitat (nouveau nom du groupe Logement français) se donne pour objectif de revenir en cinq ans au niveau d'autofinancement d'avant la réforme (ce dernier est passé de 50 M€ en 2017 à 25 M€ prévus en 2019). Ce plan inclut un travail sur toute la chaîne de gestion, notamment celle qui ne nécessite pas de contact physique avec le locataire et peut être industrialisée, grâce la mutualisation des fonctions supports au sein du groupe (création d'une centrale d'achats) et la digitalisation.

Les marges de manœuvre dont disposent les organismes en matière de réduction de frais de gestion sont toutefois très contrastées et dépendent de multiples facteurs, en liaison avec le territoire sur lequel ils opèrent : état du parc et objectifs de développement, caractéristiques sociodémographiques de leurs locataires, taille et composition de leur masse salariale… Les réformes projetées, comme une industrialisation plus poussée et la digitalisation, peuvent également impliquer une transformation du métier des gardiens d'immeubles qui ne peut se faire que sur le long terme.

3.3.1.4. Le rééquilibrage des bilans

Enfin, dans une logique moins opérationnelle mais plus capitalistique, certains bailleurs ont cherché à rééquilibrer leurs bilans, jugeant que leur ratio d'endettement n'était pas satisfaisant. Entrent dans le cadre de cette stratégie diverses opérations de fusion et de regroupement. Plus généralement, il convient de remarquer que les plus importants organismes du secteur, en termes de nombre de logements, sont désormais adossés à des actionnaires puissants, pouvant le cas échéant les alimenter en fonds propres.

En dehors du cas particulier d'Action Logement et de CDC Habitat, aussi bien HRS (filiale du groupe BPCE) qu'ICF (filiale de la SNCF) ou 1001Vies Habitat (filiale d'AXA) bénéficient d'un actionnaire principal, souvent pour des raisons historiques. Plus récemment, le groupe Arcade a choisi de faire monter au capital une mutuelle, VYV, considérant qu'au-delà d'objectifs financiers, les valeurs attachées à la santé et au logement pouvaient se rejoindre. Seul Polylogis dispose d'un actionnariat plus diversifié, tandis que Vilogia, détenu par le « patronat du Nord » (groupe Auchan principalement) vient de se détacher de la mouvance d'Action Logement.

3.3.2. La concentration du secteur sous l'impulsion d'Action Logement et de CDC Habitat

Le nombre de bailleurs sociaux diminue avec régularité depuis des années (le nombre de cotisants à la CGLLS, hors MOI, étant ainsi passé de 817 en 2007 à 705 en 2017). La loi ELAN vient de relancer le mouvement de regroupement en l'imposant aux organismes de moins de 12 000 logements.

Cependant, en ce qui concerne les SA, la concentration du secteur autour de trois grands groupes (Action Logement, CDC Habitat, HRS-BPCE), amorcée vers 2014, a surpris par sa rapidité.

Les tableaux suivants permettent de la mesurer, étant précisé qu'ils concernent le parc locatif social *stricto sensu*, c'est-à-dire conventionné à l'APL et soumis aux cotisations CGLLS (hors logement intermédiaire et parc libre des bailleurs sociaux).

Tableau 12 : Les 10 groupes les plus importants en nombre de logements en 2012

Groupes ou bailleurs	Nombre d'organismes	Nombre cumulé	Nombre de logements	Part en cumulé du parc (en %)
SNI (devenue CDC Habitat)	17	17	267 675	-
CIL Solendi	16	33	235 111	10
HRS (Habitat en région service, groupe BPCE)	9	42	136 592	-
Paris Habitat	1	43	126 170	15
ICF (Chemins de fer)	4	47	89 825	-
Arcade	10	57	85 537	18
CIL Astria	5	62	81 705	-
1001 Vies Habitat	7	69	78 344	21
Polylogis	5	74	63 154	-
Maisons et Cités	1	75	61 369	23
Total	-	-	-	23

Source : CGLLS, d'après les cotisations 2014 (fin 2012 pour le nombre de logements et logements foyers).

En 2012, les dix premiers groupes, représentant 75 bailleurs, disposaient de près d'un quart du parc (23 %). Les 20 premiers, 110 organismes, en représentaient un tiers (33 %).

Cinq ans après, Action Logement Immobilier (ALI) regroupe 62 organismes disposant de près de 900 000 logements conventionnés et les dix premiers groupes représentent plus d'un tiers du parc. Ce sont tous des groupes d'ESH[27], sauf Paris Habitat, qui est l'OPH de la Ville de Paris.

[27] Étant précisé que CDC Habitat, la tête de réseau du groupe, est une SEM nationale.

Tableau 13 : Les 10 groupes les plus importants en nombre de logements en 2017

Groupe ou bailleur	Nombre d'organismes	Nombre cumulé	Nombre de logements	Part cumulée du parc (en %)
ALI (Action Logement Immobilier)	62	62	893 042	-
CDC Habitat	15	77	273 373	21
HRS (Habitat en région service, groupe BPCE)	9	86	136 592	-
Paris Habitat	1	87	126 500	27
Arcade	6	93	96 420	-
ICF (Chemins de fer)	4	97	95 076	30
1001 Vies Habitat (ex Logement français)	8	105	82 747	-
Polylogis	5	110	68 53	33
Maisons et Cités	1	111	68 461	-
Vilogia	1	112	62 333	35
Batigère	3	115	52 646	-
Total	115	115	-	-

Source : CGLLS, d'après les cotisations 2019 (2017 pour le nombre de logements et logements foyers).

De la 11e à la 20e position (d'environ 30 000 à 50 000 logements conventionnés), on trouve une SEM, la Régie immobilière de la ville de Paris (RIVP), puis des OPH : Partenord Habitat, Valophis, l'OPH du Pas-de-Calais, celui des Hauts-de-Seine, Lille Métropole Habitat, 13 Habitat, Habitat 76 et l'OPH de la Métropole de Lyon, c'est-à-dire les opérateurs de grandes collectivités territoriales. Ajoutés aux dix premiers, ils représentent environ 42 % du parc.

3.4. La question territoriale reste au cœur des évolutions du secteur

Les conflits d'objectifs auxquels est confrontée la politique du logement en France ont été décrits dans d'autres rapports d'inspection, comme par exemple celui de la mission conjointe IGF-IGAS-CGEDD d'août 2014 consacré à l'évaluation de la politique du logement. Sans entrer dans l'analyse détaillée des débats qui la traversent, concernant par exemple la mixité sociale *versus* le logement des publics les plus démunis (« modèle généraliste » *versus* « modèle résiduel »), le niveau des loyers dans le parc public *versus* le parc privé ou le rôle complémentaire des aides à la pierre et des aides à la personne, la mission a néanmoins tenu compte d'un important enjeu, souligné par plusieurs des acteurs qu'elle a rencontrés : la différenciation croissante entre les zones considérées comme « tendues » et les « zones détendues », qui interroge le ciblage des politiques publiques.

La relance de la construction depuis 2004 a mis en lumière une différenciation croissante entre zones tendues et zones détendues, ce qui, dans un contexte de réduction des aides publiques, a pu conduire à accroître la concurrence pour l'obtention de ces ressources « gratuites ».

La réforme de la RLS participe de cette dichotomie. La réduction s'est appliquée en fonction du nombre d'allocataires APL logés dans le parc de chaque bailleur HLM et à des loyers moyens dont le niveau est hétérogène selon les organismes (de 204 € à 576 € par mois), ce qui tend à favoriser les bailleurs logeant peu d'allocataires APL et proposant des loyers élevés, principalement ceux d'Ile-de-France. En contrepartie, le système de « bonus-malus » mis en place à travers la cotisation à la CGLLS a consisté à neutraliser cette conséquence, c'est à dire à ramener tous les organismes à la moyenne du pourcentage de perte sur loyers, conduisant parfois des organismes moins constructeurs et situés dans des zones plus détendues à en bénéficier.

Certains des bailleurs rencontrés par la mission ont évoqué la perte d'autofinancement consécutive à la RLS, considérant qu'elle était sans doute surmontable mais que la variable d'ajustement tenait au niveau souhaité d'investissement, et particulièrement de construction. En d'autres termes, pour rétablir leur équilibre prévisionnel à moyen terme, à défaut d'aides publiques supplémentaires ou d'intervention en capital de leurs actionnaires, le plus efficace était de moins construire ou de moins rénover. La question de la diversification des financements est donc indissociable de la fixation des objectifs souhaités en matière de développement du parc.

Le maintien d'un niveau élevé de construction neuve s'applique en premier lieu aux zones tendues mais il est aussi plus consommateur d'aides publiques. Pour autant, les besoins des zones plus détendues existent, notamment en matière de réhabilitation et de recomposition du parc, de son adaptation à de nouveaux usages, de maintien à domicile des personnes âgées, de logements de populations précarisées, etc.

ANNEXE II

Analyses statistiques

Annexe II

SOMMAIRE

1. CONTEXTE 2

1.1. Le logement social en France et sa composition 2

1.2. Évolution de la production 2

2. STOCK DE PLS ET DE PLUS 8

3. VENTES HLM 10

4. DONNÉES SUR LES OPÉRATIONS 13

4.1. Évolution de la part des fonds propres 14

4.2. Recul des subventions étatiques 21

5. COÛT DES OPÉRATIONS 24

Annexe II

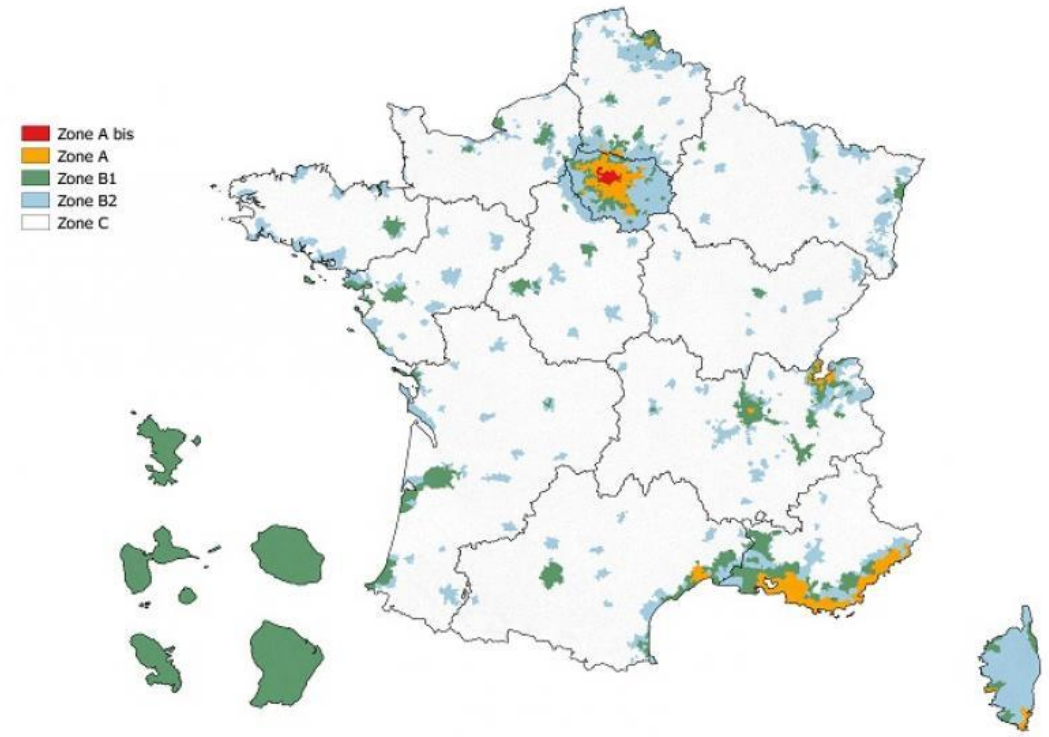
Pour les données issues du Répertoire du parc locatif social (RPLS), la mission a utilisé le tableau ci-dessous pour répartir les différents modes de financement dans les quatre grandes catégories de logement social.

Tableau 1 : Répartition des différentes catégories de logement selon le financement initial

PLI ou assimilés	PLS ou assimilés	PLUS ou assimilés	PLAI ou assimilés
PLI PCL	PLS PPLS PCLS PLA CFF PAP locatif	PLA PLUS PLUS CD Financement ANAH Autres financements postérieurs à 1976 HBM PLR/PSR HLMO ILM ILN Prêts spéciaux du CFF Autres financements antérieurs à 1977 Financement indéterminé	PLA d'intégration PLA à loyer minoré, très social ou d'insertion

Source : Synthèse ANCOLS selon circulaire DEVU1007856C du 12 avril 2010 relative aux conventions d'utilité sociale.

Graphique 1 : Répartition du territoire par zonage ABC au 21 juin 2019



Source : DHUP.

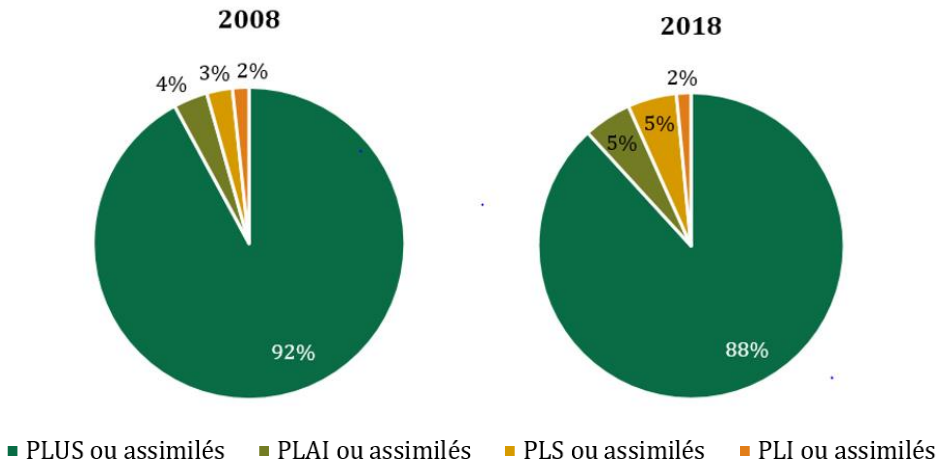
1. Contexte

1.1. Le logement social en France et sa composition

La France dispose, en 2017, du deuxième plus grand parc de logements locatifs sociaux en Europe juste derrière le Royaume-Uni. Le chiffre de 4,8 M de logements correspond à une définition européenne permettant une comparaison entre les pays différente des définitions françaises (5,2 M de logements locatifs sociaux en 2017 selon la CGLLS). Le secteur social représente près 17 % de l'ensemble des résidences principales en France.

Au 1er janvier 2018, le nombre de logements locatifs sociaux est passé à 4 929 k, la part des PLAI et des PLS a augmenté au détriment de la part de PLUS.

Graphique 2 : Composition du parc par produit en France métropolitaine



Source : RPLS 2013 et 2018.

1.2. Évolution de la production

Depuis 2009, 110 438 logements sont mis en chantier en moyenne chaque année. Le nombre de logements reste stable chaque année avec une nette augmentation de la part des PLAI (18 % en 2009 contre 30 % en 2018). Plus de 50 % des opérations (en nombre de logements) sont lancées par des ESH et environ un quart par des OPH. De plus, la moitié des logements sont construits en zone B.

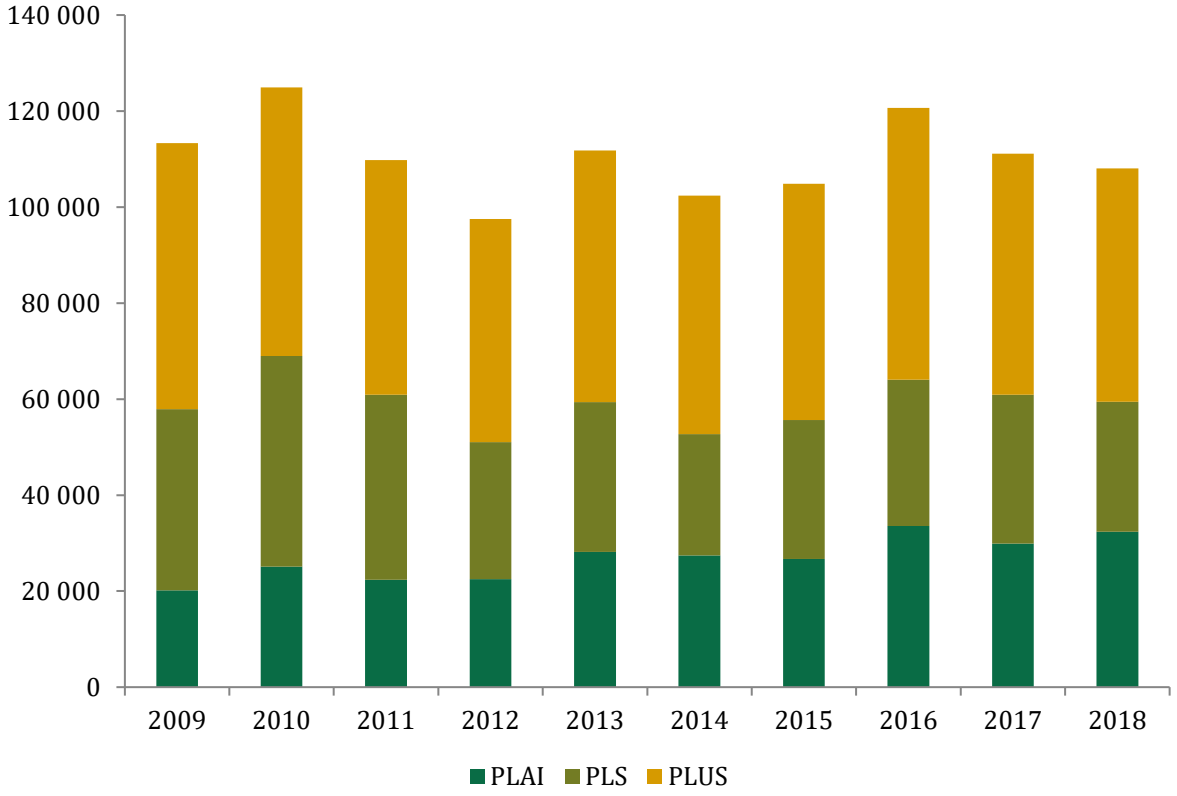
Tableau 2 : Opérations de construction et d'acquisition-amélioration de logements sociaux lancées depuis 2009 par produit

Année	PLAI	PLS	PLUS	Total
Neuf				
2009	15 761	28 293	47 534	91 588
2010	19 867	27 607	47 394	94 868
2011	18 875	25 408	42 138	86 421
2012	19 280	22 941	41 963	84 184
2013	24 814	26 037	47 411	98 262
2014	23 364	20 909	43 653	87 926
2015	22 135	23 374	43 235	88 744
2016	29 213	26 463	51 264	106 940
2017	25 806	27 160	45 508	98 474
2018	28 779	23 050	44 485	96 314
Acquisition-amélioration				
2009	4 434	9 392	7 921	21 747
2010	5 229	16 282	8 513	30 024
2011	3 470	13 183	6 722	23 375
2012	3 234	5 570	4 511	13 315
2013	3 375	5 165	4 976	13 516
2014	4 039	4 422	6 010	14 471
2015	4 559	5 550	6 005	16 114
2016	4 332	4 026	5 389	13 747
2017	4 085	3 833	4 722	12 640
2018	3 606	3 983	4 123	11 712
Ensemble				
2009	20 195	37 685	55 455	113 335
2010	25 096	43 889	55 907	124 892
2011	22 345	38 591	48 860	109 796
2012	22 514	28 511	46 474	97 499
2013	28 189	31 202	52 387	111 778
2014	27 403	25 331	49 663	102 397
2015	26 694	28 924	49 240	104 858
2016	33 545	30 489	56 653	120 687
2017	29 891	30 993	50 230	111 114
2018	32 385	27 033	48 608	108 026

Source : SISAL.

Annexe II

Graphique 3 : Opérations de construction et d'acquisition-amélioration de logements sociaux lancées depuis 2009 par produit



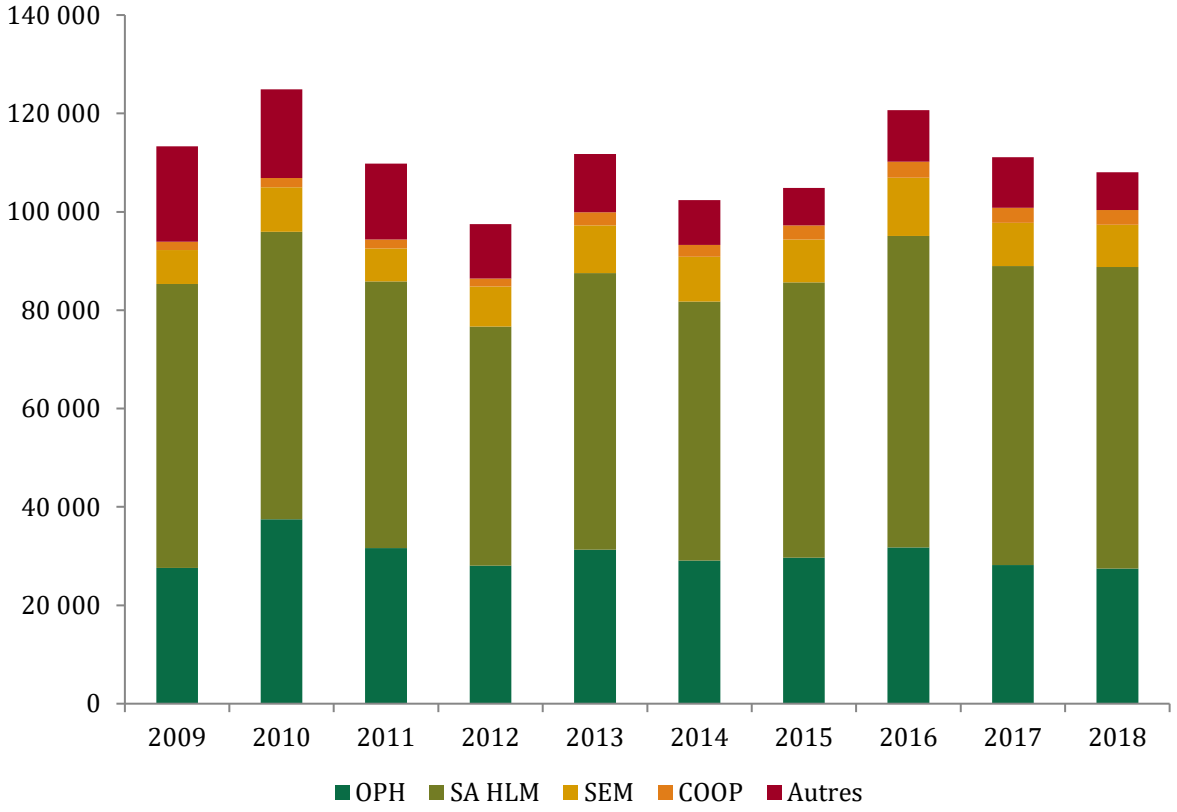
Source : SISAL.

Tableau 3 : Opérations de construction et d'acquisition-amélioration de logements sociaux lancées depuis 2009 par catégorie de maitre d'ouvrage

Année	OPH	SA HLM	SEM	COOP	Autres	Total
	Neuf					
2009	22 035	45 765	5 503	1 489	16 796	91 588
2010	23 806	46 759	6 698	1 571	16 034	94 868
2011	23 256	43 139	4 667	1 484	13 875	86 421
2012	24 322	44 009	4 884	1 505	9 464	84 184
2013	27 606	50 770	7 009	2 330	10 547	98 262
2014	24 400	47 614	6 408	2 034	7 470	87 926
2015	24 239	49 644	5 852	2 485	6 524	88 744
2016	27 025	58 990	8 454	2 950	9 521	106 940
2017	24 461	55 143	6 746	2 778	9 346	98 474
2018	22 725	57 135	6 884	2 886	6 684	96 314
	Acquisition-amélioration					
2009	5 535	11 981	1 421	187	2 623	21 747
2010	13 699	11 693	2 319	325	1 988	30 024
2011	8 364	11 070	2 080	284	1 577	23 375
2012	3 741	4 581	3 278	109	1 606	13 315
2013	3 695	5 468	2 673	339	1 341	13 516
2014	4 716	5 007	2 689	377	1 682	14 471
2015	5 423	6 317	2 878	402	1 094	16 114
2016	4 716	4 334	3 439	246	1 012	13 747
2017	3 712	5 668	2 050	252	958	12 640
2018	4 721	4 188	1 733	115	955	11 712
	Ensemble					
2009	27 570	57 746	6 924	1 676	19 419	113 335
2010	37 505	58 452	9 017	1 896	18 022	124 892
2011	31 620	54 209	6 747	1 768	15 452	109 796
2012	28 063	48 590	8 162	1 614	11 070	97 499
2013	31 301	56 238	9 682	2 669	11 888	111 778
2014	29 116	52 621	9 097	2 411	9 152	102 397
2015	29 662	55 961	8 730	2 887	7 618	104 858
2016	31 741	63 324	11 893	3 196	10 533	120 687
2017	28 173	60 811	8 796	3 030	10 304	111 114
2018	27 446	61 323	8 617	3 001	7 639	108 026

Source : SISAL.

Graphique 5 : Opérations de construction et d'acquisition-amélioration de logements sociaux lancées depuis 2009 par catégorie de maitre d'ouvrage



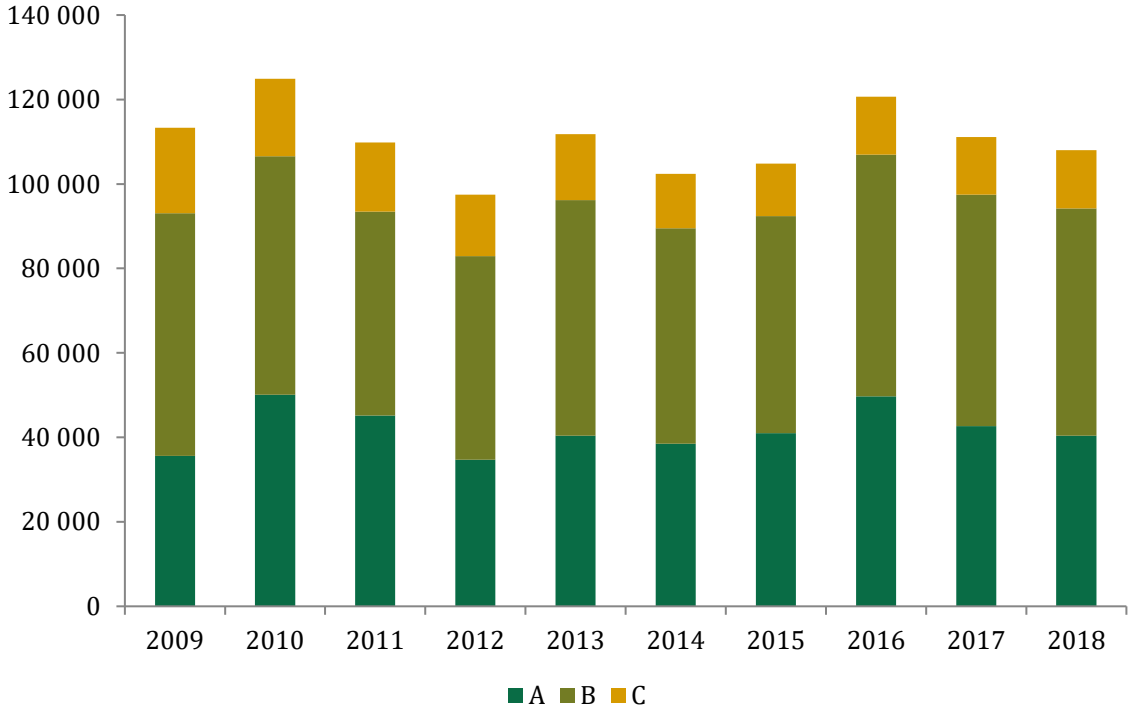
Source : SISAL.

Tableau 4 : Opérations de construction et d'acquisition-amélioration de logements sociaux lancées depuis 2009 par type de zone

Année	A	A bis	B1	B2	C	Total
Neuf						
2009	17 212	5 148	29 482	22 047	17 699	91 588
2010	16 799	10 876	30 200	20 412	16 581	94 868
2011	17 950	9 342	27 893	16 338	14 898	86 421
2012	17 884	9 121	27 744	16 615	12 820	84 184
2013	22 881	9 942	32 596	18 678	14 165	98 262
2014	21 813	8 469	29 145	16 867	11 632	87 926
2015	23 105	8 002	29 607	16 834	11 196	88 744
2016	31 082	10 146	34 339	18 784	12 589	106 940
2017	25 480	9 396	33 548	17 774	12 276	98 474
2018	24 929	8 399	32 196	18 109	12 681	96 314
Acquisition-amélioration						
2009	5 939	7 329	3 213	2 712	2 554	21 747
2010	10 089	12 333	3 354	2 526	1 722	30 024
2011	11 851	6 040	2 382	1 649	1 453	23 375
2012	3 072	4 650	2 139	1 661	1 793	13 315
2013	3 537	4 034	2 308	2 212	1 425	13 516
2014	2 608	5 621	3 209	1 786	1 247	14 471
2015	3 987	5 940	3 364	1 531	1 292	16 114
2016	2 162	6 336	2 827	1 303	1 119	13 747
2017	3 613	4 173	1 924	1 597	1 333	12 640
2018	1 999	5 091	2 309	1 168	1 145	11 712
Ensemble						
2009	23 151	12 477	32 695	24 759	20 253	113 335
2010	26 888	23 209	33 554	22 938	18 303	124 892
2011	29 801	15 382	30 275	17 987	16 351	109 796
2012	20 956	13 771	29 883	18 276	14 613	97 499
2013	26 418	13 976	34 904	20 890	15 590	111 778
2014	24 421	14 090	32 354	18 653	12 879	102 397
2015	27 092	13 942	32 971	18 365	12 488	104 858
2016	33 244	16 482	37 166	20 087	13 708	120 687
2017	29 093	13 569	35 472	19 371	13 609	111 114
2018	26 928	13 490	34 505	19 277	13 826	108 026

Source : SISAL.

Graphique 5 : Opérations de construction et d'acquisition-amélioration de logements sociaux lancées depuis 2009 par catégorie de maitre d'ouvrage



Source : SISAL.

2. Stock de PLS et de PLUS

Tableau 5 : Stock de PLS et PLUS de plus de 15 ans[1]

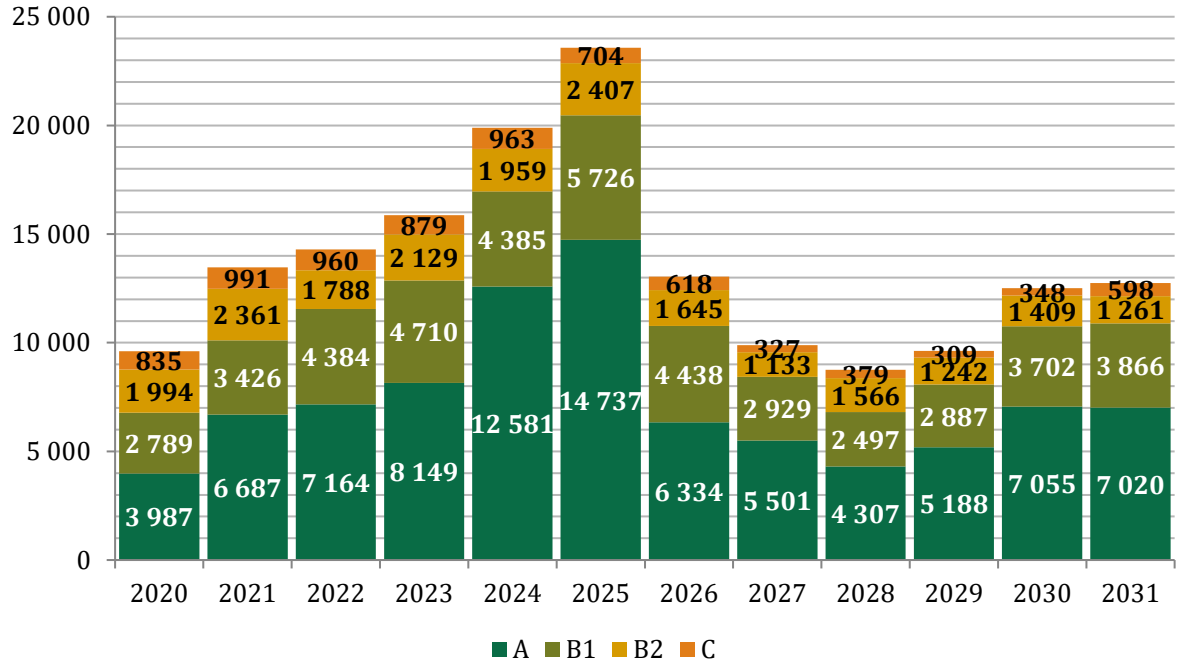
Catégorie	PLS	PLUS	Total
Total	59 379	3 460 338	3 519 717
hors OPH et SEM	40 405	1 450 917	1 491 322
Zone A	24 759	1 151 971	1 176 730
Zone A hors OPH et SEM	16 739	517 134	533 873
Zone B1	14 774	912 534	927 308
Zone B1 hors OPH et SEM	10 646	391 439	402 085
Zone B2	16 205	843 947	860 152
Zone B2 hors OPH et SEM	11 159	363 640	374 799
Zone C	3 641	551 887	555 528
Zone C hors OPH et SEM	1 861	178 704	180 565
Paris	5 340	151 346	156 686
Paris hors OPH et SEM	1 290	32 093	33 383
Paris et petite couronne	14 189	575 792	589 981
Paris et petite couronne hors OPH et SEM	8 642	198 939	207 581

Source : RPLS 2017.

[1] Cela correspond aux logements qui sont entrées dans le patrimoine du bailleur avant l'année 2004.

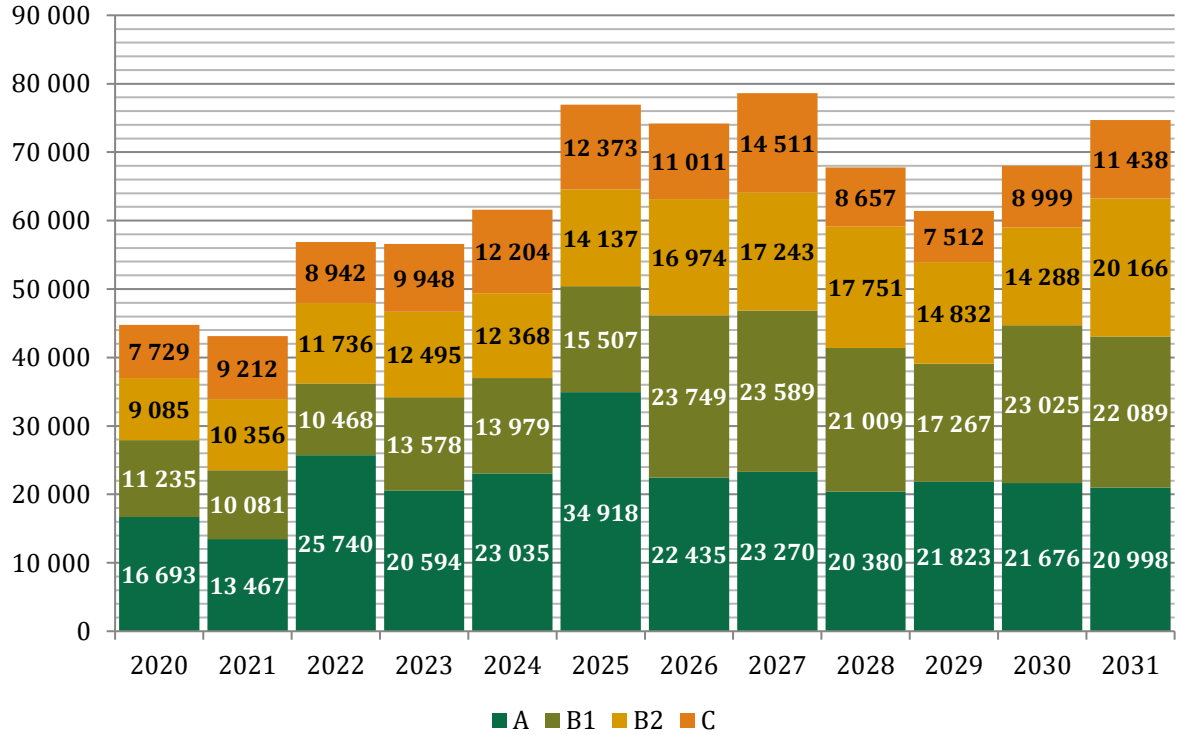
Annexe II

Graphique 4 : Flux de nouveaux logements PLS de plus de 15 ans par zones sur 2020-2031



Source : RPLS 2017.

Graphique 5 : Flux de nouveaux logements PLUS de plus de 15 ans par zones sur 2020-2031



Source : RPLS 2017.

Tableau 6 : Stock de PLS et PLUS de plus de 10 ans[2]

Catégorie	PLS	PLUS	Total
Total	122 386	3 723 283	3 845 669
hors OPH et SEM	84 642	1 589 649	1 674 291
Zone A	56 255	1 251 500	1 307 755
Zone A hors OPH et SEM	38 199	566 079	604 278
Zone B1	32 458	971 875	1 004 333
Zone B1 hors OPH et SEM	24 499	430 210	454 709
Zone B2	25 858	899 986	925 844
Zone B2 hors OPH et SEM	17 845	391 635	409 480
Zone C	7 815	599 922	607 737
Zone C hors OPH et SEM	4 099	201 725	205 824
Paris	12 144	185 683	197 827
Paris hors OPH et SEM	3 253	37 581	40 834
Paris et petite couronne	30 992	634 373	665 365
Paris et petite couronne hors OPH et SEM	18 224	218 825	237 049

Source : RPLS 2017.

3. Ventes HLM

Tableau 7 : Nombre de logements vendus par année

Année	Ventes à un autre organisme	Ventes avec sortie du parc locatif social	Dont ventes à l'occupant	Part des ventes à l'occupant dans les sorties du parc (en %)
2011	11 936	10 980	6 497	59
2012	5 474	12 269	5 505	45
2013	13 236	11 198	4 806	43
2014	9 385	10 337	3 554	34
2015	35 962	9 360	2 754	29
2016	29 825	9 281	3 144	34
2017	19 064	10 193	2 898	28

Source : RPLS.

Tableau 8 : Nombre de logements vendus selon le type de financement initial et l'année (hors ventes à un autre organisme)

Année	PLI ou assimilés	PLS ou assimilés	PLUS ou assimilés	PLAI ou assimilés
2011	993	218	9 477	292
2012	1 335	414	10 185	335
2013	801	357	9 282	758
2014	680	306	9 085	266
2015	658	379	8 063	260
2016	697	366	7 958	260
2017	777	440	8 504	472

Source : RPLS.

[2] Cela correspond aux logements qui sont entrés dans le patrimoine du bailleur avant l'année 2004.

Annexe II

Tableau 9 : Nombre de logements vendus selon la catégorie d'organisme (hors ventes à un autre organisme)

Année	OPH	ESH	SEM	COOP	Autres[3]
2012	3 292	8 323	300	73	281
2013	3 900	6 505	413	90	290
2014	2 917	6 127	938	48	307
2015	2 757	5 677	686	48	192
2016	3 016	5 210	737	64	254
2017	3 319	6 238	393	63	180

Source : RPLS.

[3] Les autres catégories sont les Organisme agréés pour le logement des personnes défavorisées, les sociétés civiles sous égide de SACI, les sociétés immobilières commerciales et les autres personnes morales.

Tableau 10 : Nombre de logements vendus selon le type de droit immobilier, l'origine du patrimoine et l'année

Type de droit immobilier	Construction par l'organisme	Acquisition sans travaux	Acquisition avec travaux	Acquisition en Vefa
2011				
Pleine propriété	19 539	607	2 373	23
Bail à réhabilitation	1	1	0	0
Bail emphytéotique	78	19	0	0
Usufruit	0	0	0	0
Bail à construction	233	2	5	0
Inconnu	35	0	0	0
2012				
Pleine propriété	14 065	749	2 217	37
Bail à réhabilitation	0	49	0	0
Bail emphytéotique	317	6	15	0
Usufruit	10	0	0	0
Bail à construction	177	0	3	0
Inconnu	98	0	0	0
2013				
Pleine propriété	20 526	600	2 145	149
Bail à réhabilitation	0	0	4	0
Bail emphytéotique	184	41	6	0
Usufruit	1	1	0	0
Bail à construction	659	94	22	0
Inconnu	2	0	0	0
2014				
Pleine propriété	16 292	506	1 704	51
Bail à réhabilitation	0	87	2	0
Bail emphytéotique	331	39	20	0
Usufruit	132	0	1	0
Bail à construction	515	19	23	0
Inconnu	0	0	0	0
2015				
Pleine propriété	38 711	1 262	3 010	1 325
Bail à réhabilitation	1	1	1	0
Bail emphytéotique	553	18	29	0
Usufruit	3	0	0	126
Bail à construction	195	5	70	0
Inconnu	12	0	0	0
2016				
Pleine propriété	32 993	1 125	3 742	675
Bail à réhabilitation	1	16	1	0
Bail emphytéotique	150	55	106	0
Usufruit	1	0	0	0
Bail à construction	214	11	7	0
Inconnu	9	0	0	0
2017				
Pleine propriété	23 630	1 752	2 760	404
Bail à réhabilitation	14	4	0	0
Bail emphytéotique	240	143	18	0
Usufruit	0	0	0	2
Bail à construction	210	65	6	0
Inconnu	4	0	0	5

Source : RPLS.

Tableau 11 : Plus-value moyenne par logement en euros courants

Année	COOP	OPH	ESH	Total
2009	33 318,08	36 326,57	7 180,23	11 269,88
2010	31 341,36	65 129,68	46 843,11	50 583,46
2011	17 148,39	58 843,72	44 196,48	47 340,35
2012	45 630,02	61 157,56	51 966,08	54 545,45
2013	79 505,04	42 287,94	57 570,85	51 978,75
2014	40 686,25	64 507,57	60 333,39	61 284,01
2015	59 012,55	67 400,85	50 562,90	57 290,51
2016	54 528,70	-16 239,11	58 158,49	-7 733,41
2017	58 760,29	53 939,25	50 689,09	51 692,45

Source : Harmonia.

4. Données sur les opérations

Les données sur les opérations sont issues du Système d'information pour le suivi des aides au logement (SISAL). SISAL collecte quotidiennement les données qui proviennent du Suivi et programmation des logements sociaux (SPLS) et GALION, les applications du ministère chargé du logement permettant de programmer et d'instruire les dossiers de financement des aides à la pierre. La mission s'est intéressée aux opérations dites « consolidées (hors programmation) ». Les opérations dont le gestionnaire est l'Agence Nationale pour la Rénovation Urbaine (ANRU) sont exclues de l'analyse. Les financements suivants ne sont pas pris en compte :

- la défiscalisation prévue à l'article 199 undecies C du CGI ;
- la défiscalisation prévue à l'article 217 undecies C du CGI ;
- le crédit d'impôt prévu à l'article 244 quater x du CGI ;
- des financements de divers banques – PSLA, refinancement, fond propre.

Tableau 12 : Opérations retenus pour l'analyse

Maitre d'ouvrage	Nature de l'opération	Type de financement
OPH SA HLM/ESH SEM/EPL Société coopérative HLM	Acquisition-amélioration Réhabilitation Neuf	PLAI PLS PLUS PLUS-CD Mixte

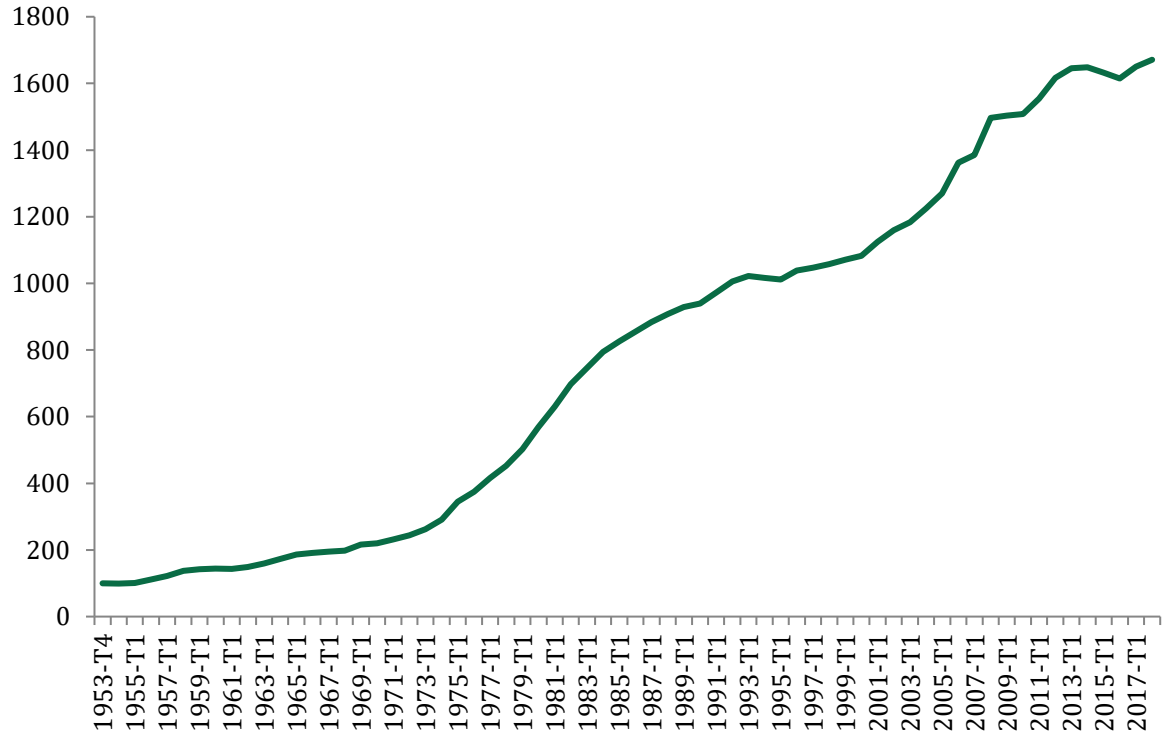
Source : Mission, d'après SISAL.

La mission a utilisé l'indice du coût de la construction (ICC) afin de travailler en euros constants. L'ICC mesure l'évolution du prix de construction des bâtiments neufs à usage principal d'habitation non communautaire en France métropolitaine et est calculé par l'Insee en collaboration avec le service de la donnée et des études statistiques (SDES) du ministère de la Transition écologique et solidaire. Cet indice est calculé chaque trimestre à partir des données de l'enquête trimestrielle sur le prix de revient des logements neufs. La mission a travaillé en base 2015[4] avec une évolution annuelle[5]. Pour travailler en euros constants, la mission a multiplié le montant en euros courants de chaque année par le ratio $\frac{100}{Indice\ de\ l'année\ correspondante}$.

[4] L'Insee publie l'indice en base 1953. Le passage en base 2015 s'est effectué avec une règle de trois.

[5] Une moyenne arithmétique des quatre trimestres de chaque année a été effectuée.

Graphique 6 : Indice du coût de la construction (base 100 au 4eme trimestre 1953)



Source : Insee.

4.1. Évolution de la part des fonds propres

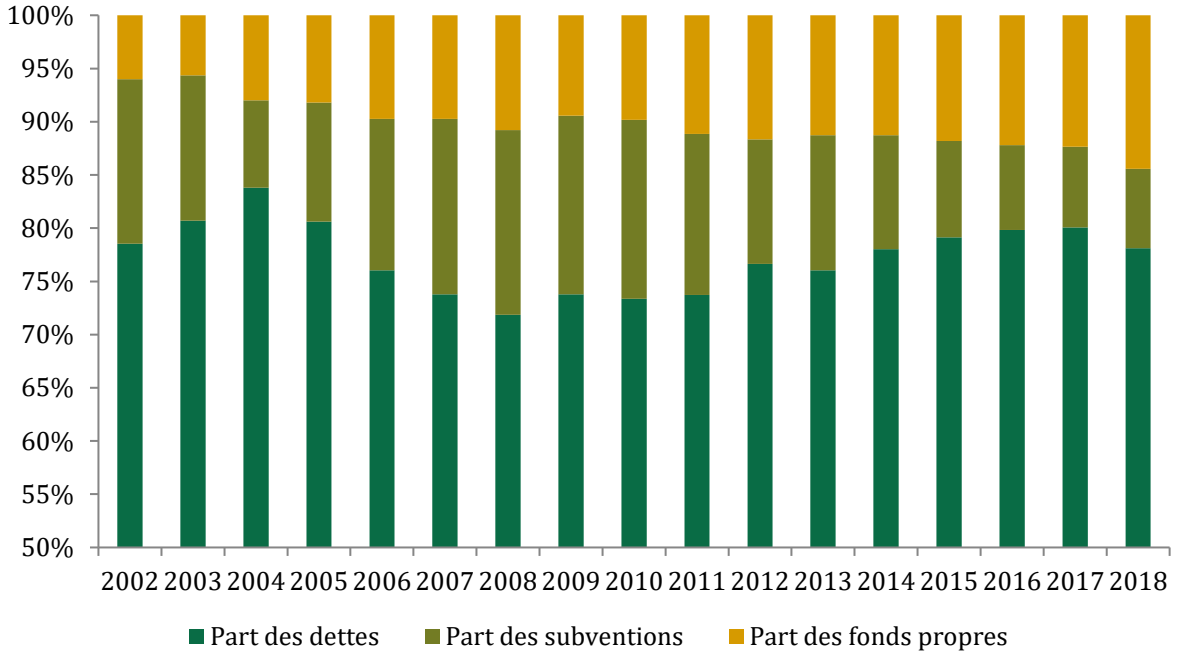
Tableau 13 : Classification des différents financements

Fonds propres	Prêts	Subvention
Fonds propres	Banque postale (PLS, PLI ou PSLA) Caisse d'épargne (PLS, PLI ou PSLA) CDC (PLS, PLI ou PSLA) Crédit agricole (PLS, PLI ou PSLA) Crédit coopératif (PLS, PLI ou PSLA) Crédit foncier (PLS, PLI ou PSLA) Crédit mutuel (PLS, PLI ou PSLA) Prêt CDC foncier Prêt CDC logement Prêt principal (PLS, PLI ou PSLA) Société générale (PLS, PLI ou PSLA) Prêts PEEC Prêts PEEC remboursement in fine Prêts PEEC-concours privilégiés Eco-prêt logement social Eco prêt réhabilitation total Prêt CIL Prêt énergie performance construction Prêt expérimental CDC (PEX) Prêt phare CDC Prêt principal (hors éco-prêt) Prêt CDC à l'amélioration	Subvention État principale Surcharge foncière Prime spécifique IDF Programme d'investissement d'avenir PLAI adapté Subvention commune Subvention EPCI Subvention Département Subvention région Subvention PEEC Subvention ANRU Subvention Europe Subvention CGLLS Subvention autres collectivités Subvention collectivité

Source : Mission, d'après sisal.

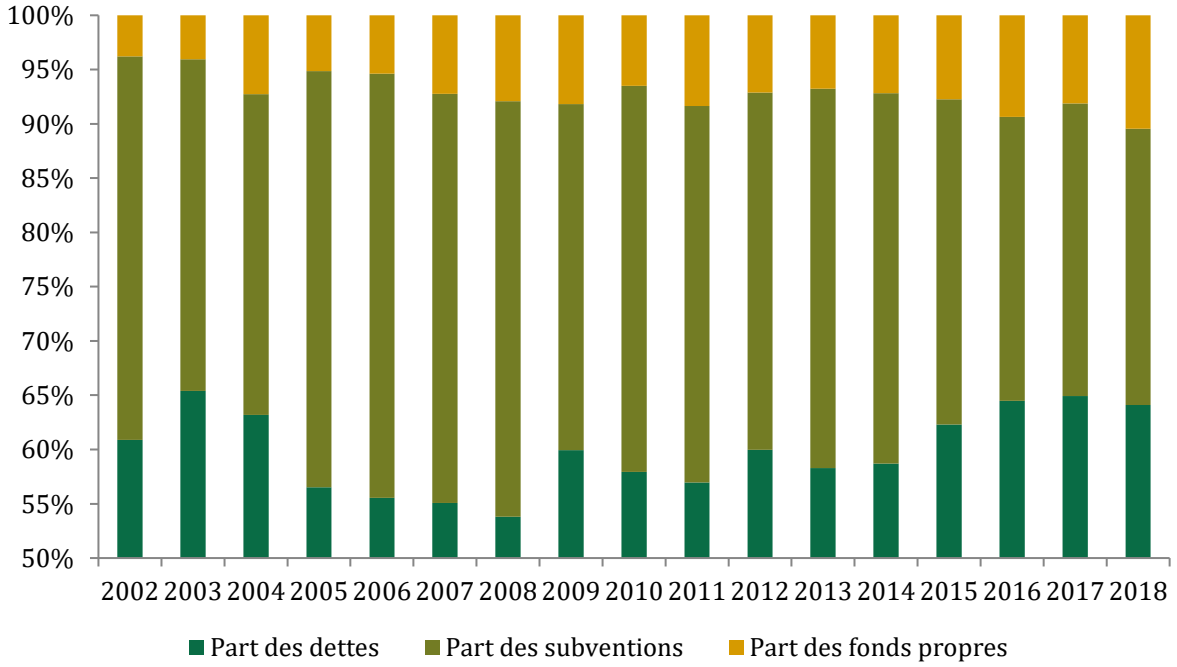
Depuis les années 2000, on observe une diminution de la part des subventions au profit des fonds propres dans les modes de financement des opérations de construction de logement social. Ce constat est valable pour toutes les catégories de logements.

Graphique 7 : Répartition des modes de financement dans les opérations de construction depuis 2002 (en % du total)



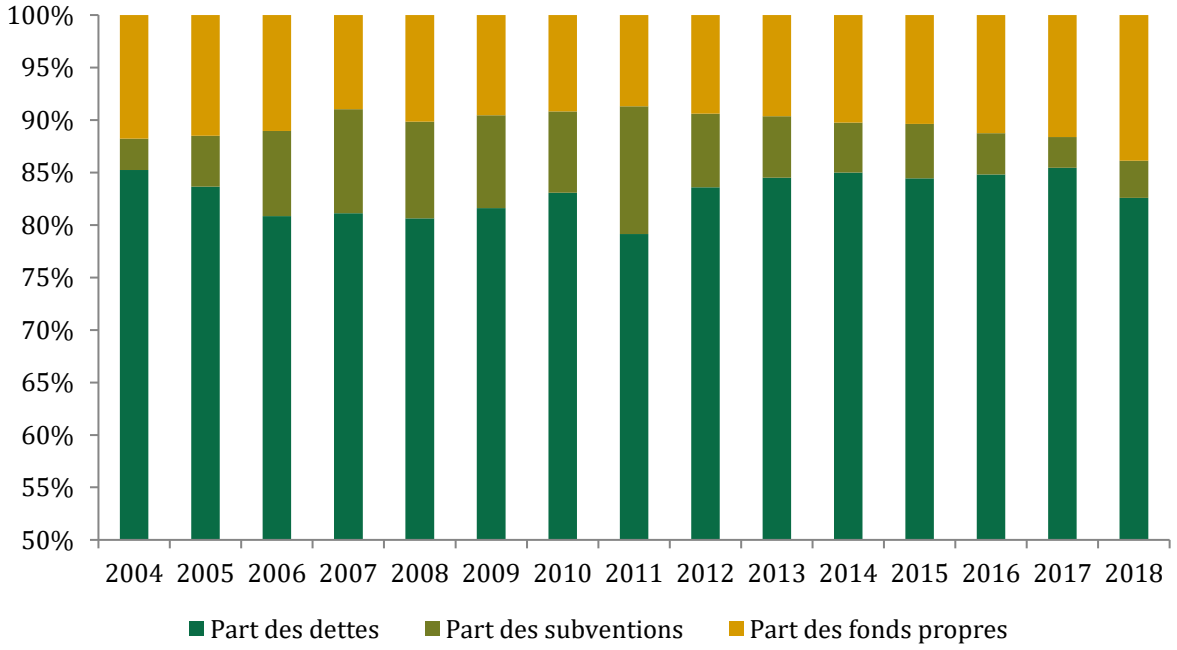
Source : SISAL.

Graphique 8 : Répartition des modes de financement dans les opérations de construction de PLAI depuis 2002 (en % du total)



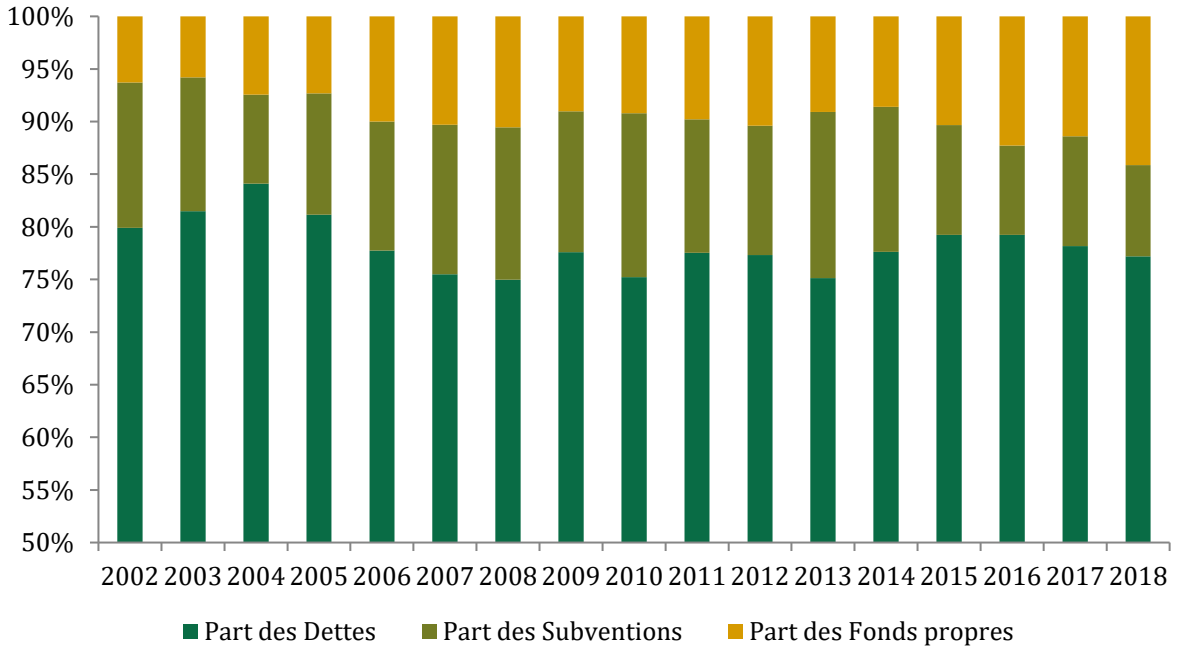
Source : SISAL.

Graphique 9 : Répartition des modes de financement dans les opérations de construction de PLS depuis 2004 (en % du total)



Source : SISAL.

Graphique 10 : Répartition des modes de financement dans les opérations de construction de PLUS depuis 2002 (en % du total)

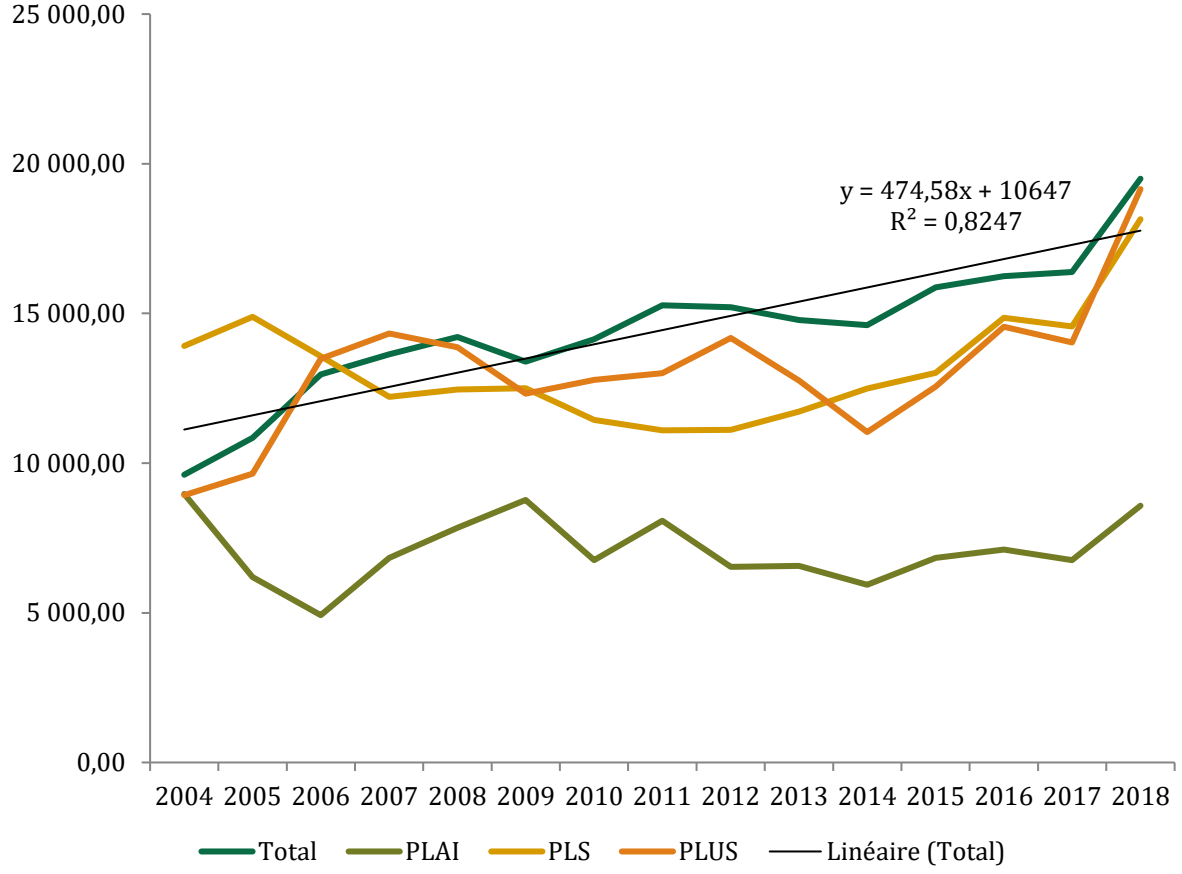


Source : SISAL.

En moyenne, la quantité de fonds propres pour construire un logement a augmenté de 475 € chaque année entre 2004 et 2018.

La quantité de fonds propres par logement pour les opérations de construction est de 16 384 € en 2017 et de 19 500 € en 2018. Si l'on reprend les données de plus-values par logement vendu, on arrive à un ratio de 3,1 en 2017 contre 2,6 en 2018.

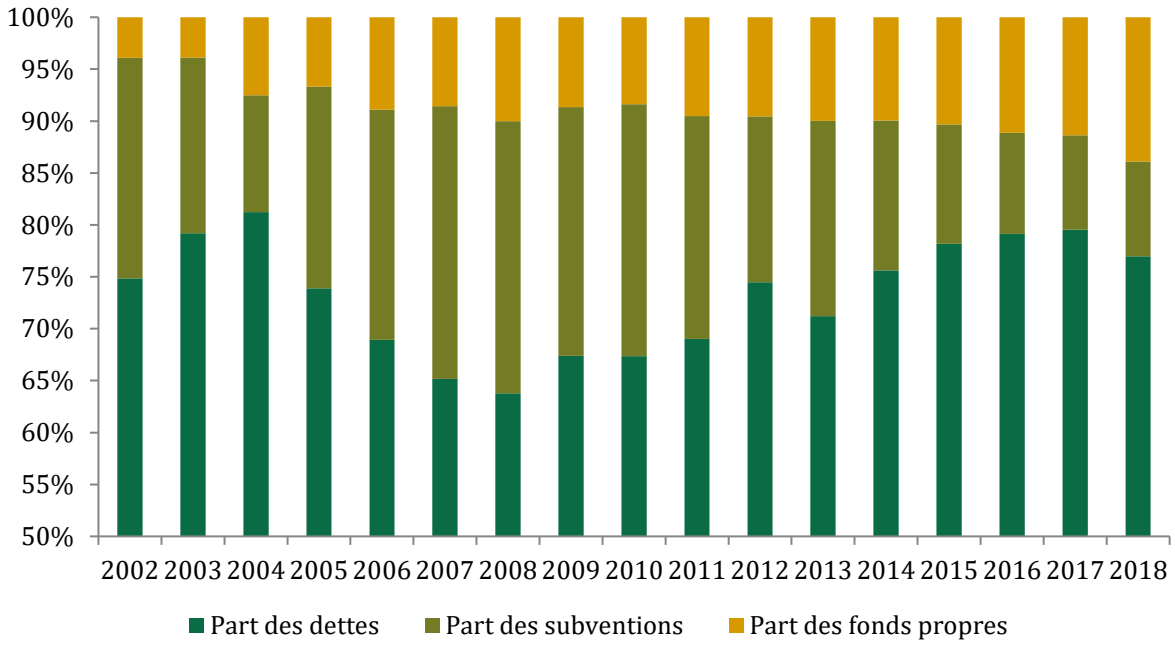
Graphique 11 : Fonds propres par logement et par produit pour les opérations de construction depuis 2004 en euros constants (base 2015)



Source : SISAL.

La hausse de la part des fonds propres est encore plus significative en zone A. En 2002, la quantité de fonds propres représentait 4 % du montant d'une opération de construction en zone A contre 14 % en 2018.

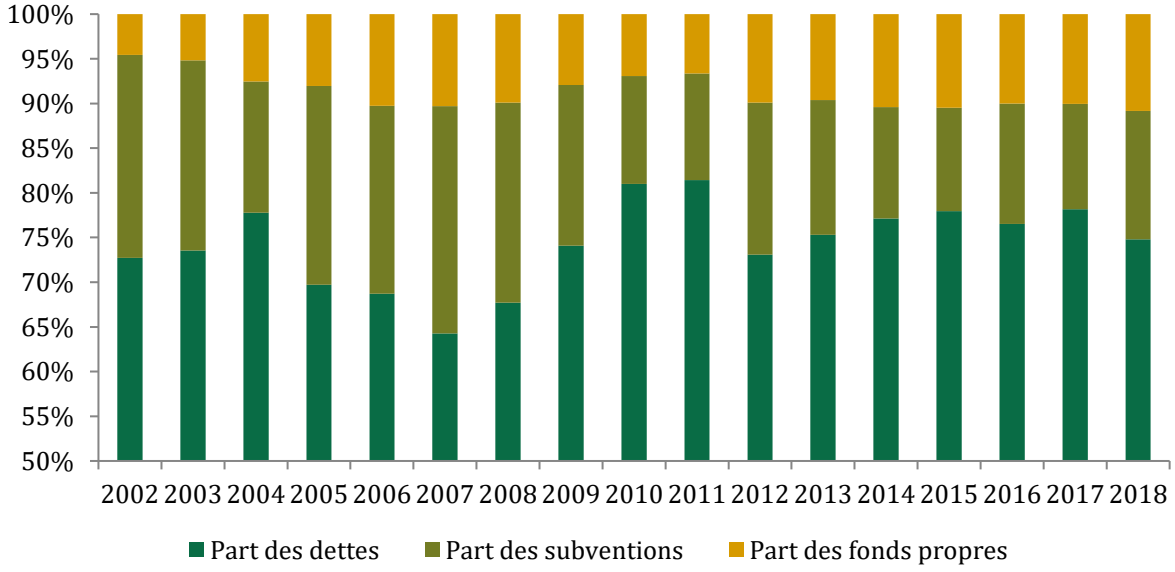
Graphique 12 : Répartition des modes de financement dans les opérations de construction en zone A depuis 2002 (en % du total)



Source : SISAL.

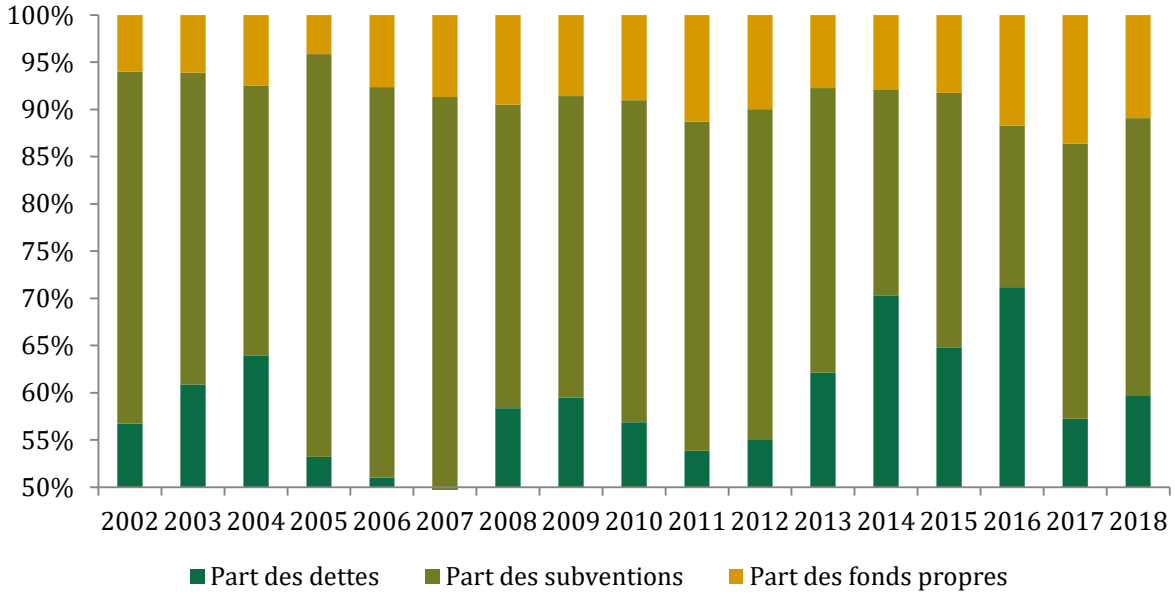
La part des fonds propres dans les opérations d'acquisition-amélioration et de réhabilitation a également augmenté passant de 6 % en 2002 à 11 % en 2018. Cette hausse se retrouve pour les différentes catégories de logement social.

Graphique 13 : Répartition des modes de financement dans les opérations de réhabilitation et d'acquisition-amélioration depuis 2002 (en % du total)



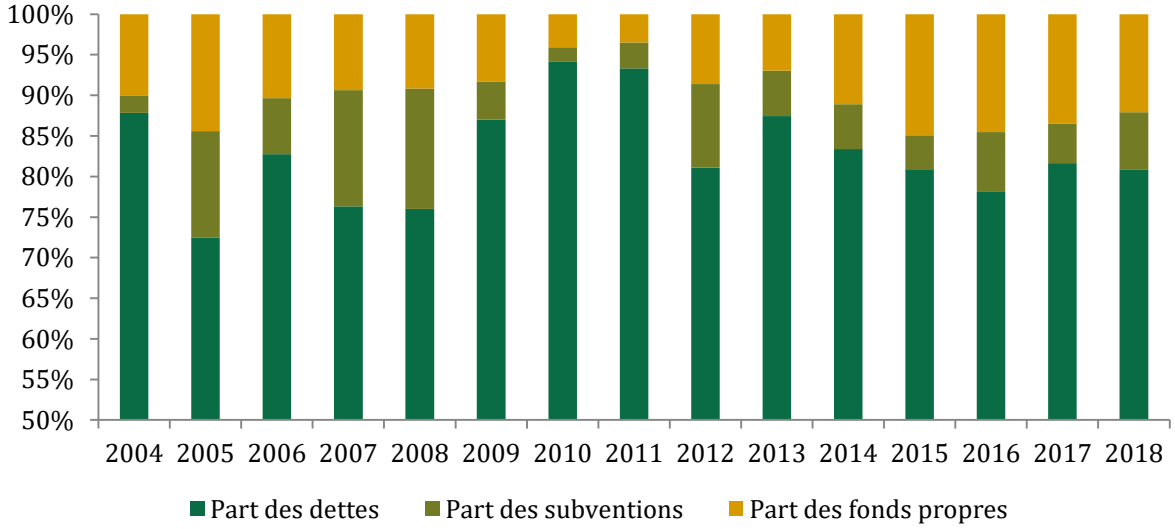
Source : SISAL.

Graphique 14 : Répartition des modes de financement dans les opérations de réhabilitation et d'acquisition-amélioration de PLAI depuis 2002 (en % du total)



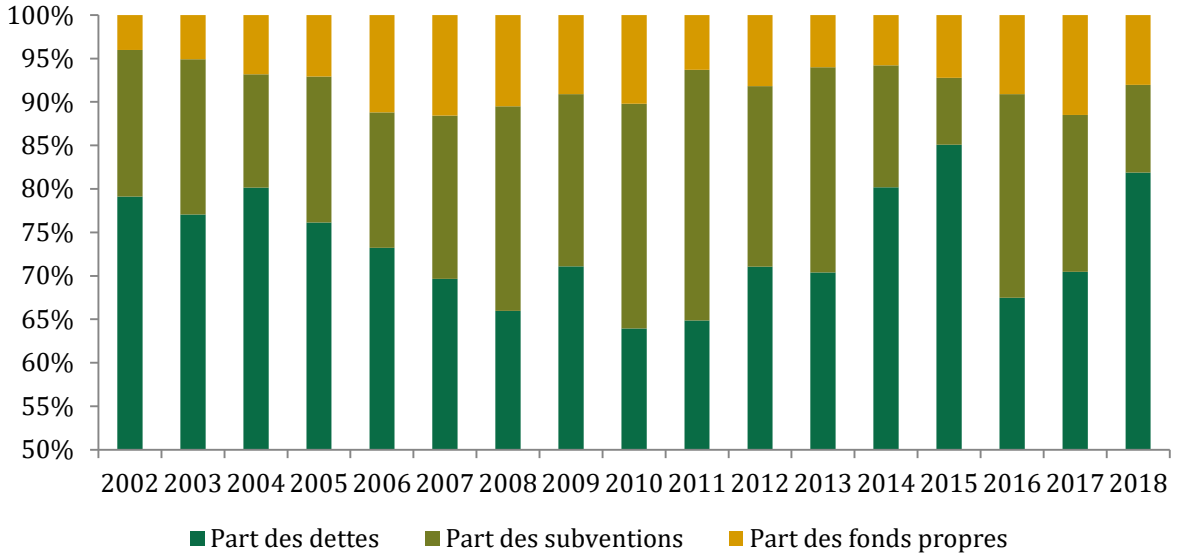
Source : SISAL.

Graphique 15 : Répartition des modes de financement dans les opérations de réhabilitation et d'acquisition-amélioration de PLS depuis 2004 (en % du total)



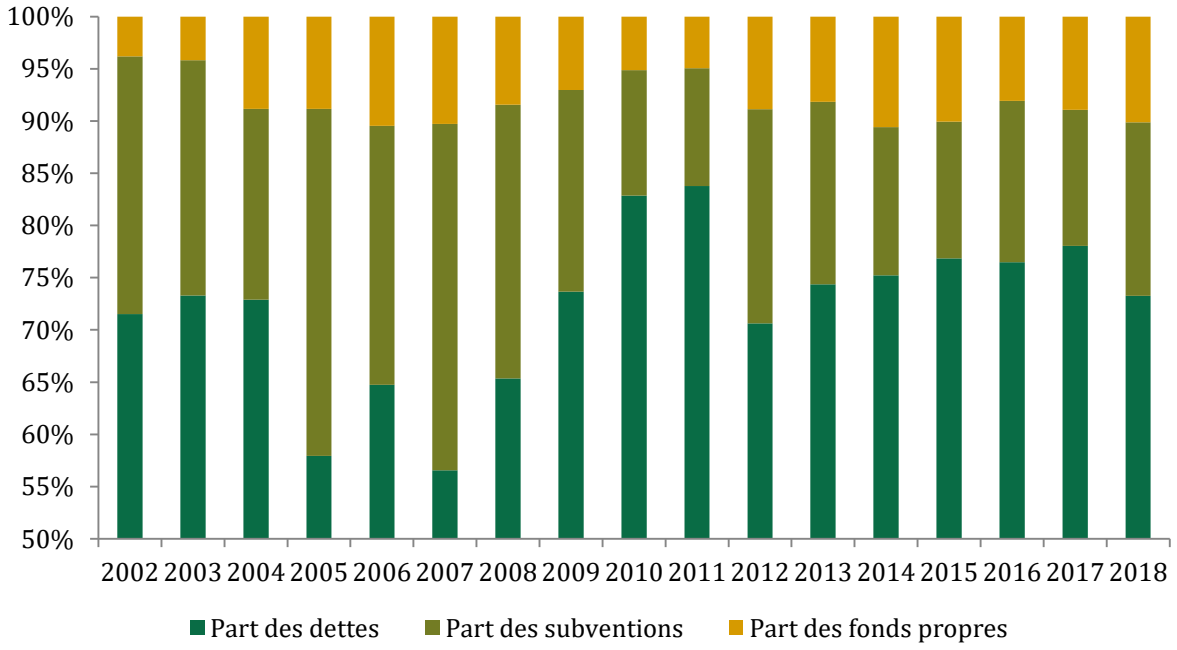
Source : SISAL.

Graphique 16 : Répartition des modes de financement dans les opérations de réhabilitation et d'acquisition-amélioration de PLUS depuis 2002 (en % du total)



Source : SISAL.

Graphique 17 : Répartition des modes de financement dans les opérations de réhabilitation et d'acquisition-amélioration en zone A depuis 2002 (en % du total)



Source : SISAL.

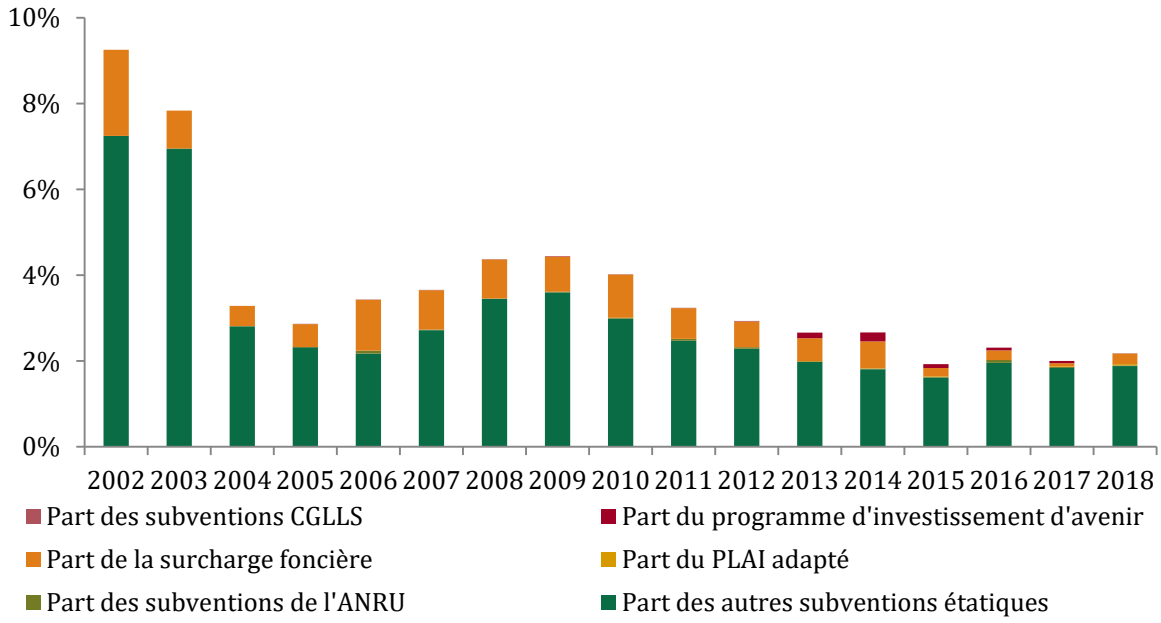
4.2. Recul des subventions étatiques

Depuis le début des années 2000, on observe une diminution de la part des subventions étatiques dans les opérations de construction de logement social. Les différentes subventions étatiques ont été répartit en 6 catégories :

- les subventions de la CGLLS ;
- les surcharges foncières ;
- les subventions de l'ANRU ;
- le programme d'investissement d'avenir ;
- le PLAI adapté ;
- les autres subventions étatiques.

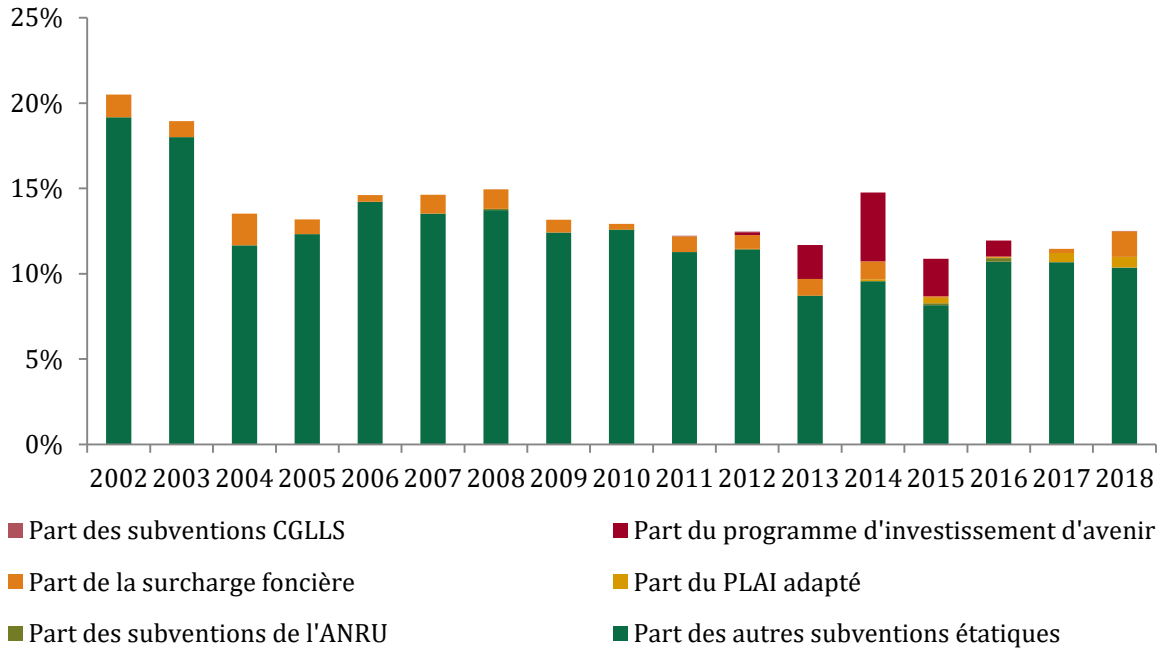
En 2002, les subventions étatiques représentaient près de 10 % du financement d'un logement social neuf contre 2 % en 2018.

Graphique 18 : Évolution de la part des subventions étatiques dans les productions de logement social neuf depuis 2002



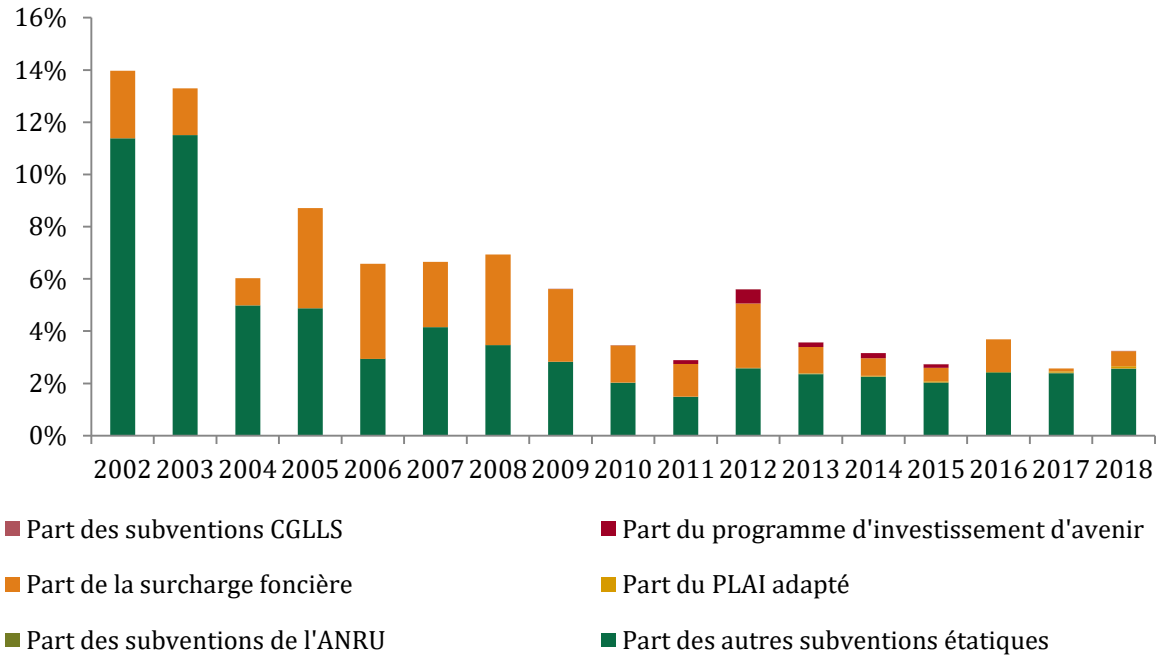
Source : SISAL.

Graphique 19 : Évolution de la part des subventions étatiques dans les productions de PLAI neuf depuis 2002



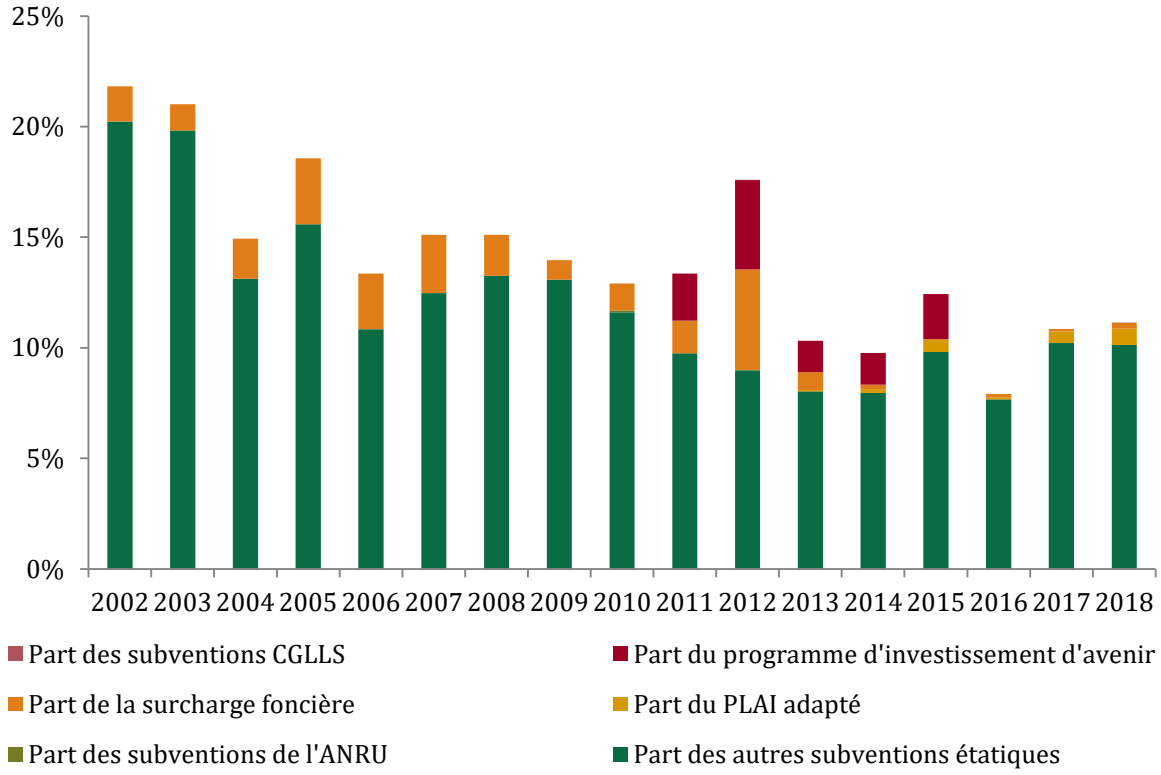
Source : SISAL.

Graphique 20 : Évolution de la part des subventions étatiques dans les acquisition-améliorations et réhabilitation de logements sociaux depuis 2002



Source : SISAL.

Graphique 21 : Évolution de la part des subventions étatiques dans les acquisition-améliorations et réhabilitation de PLAI depuis 2002

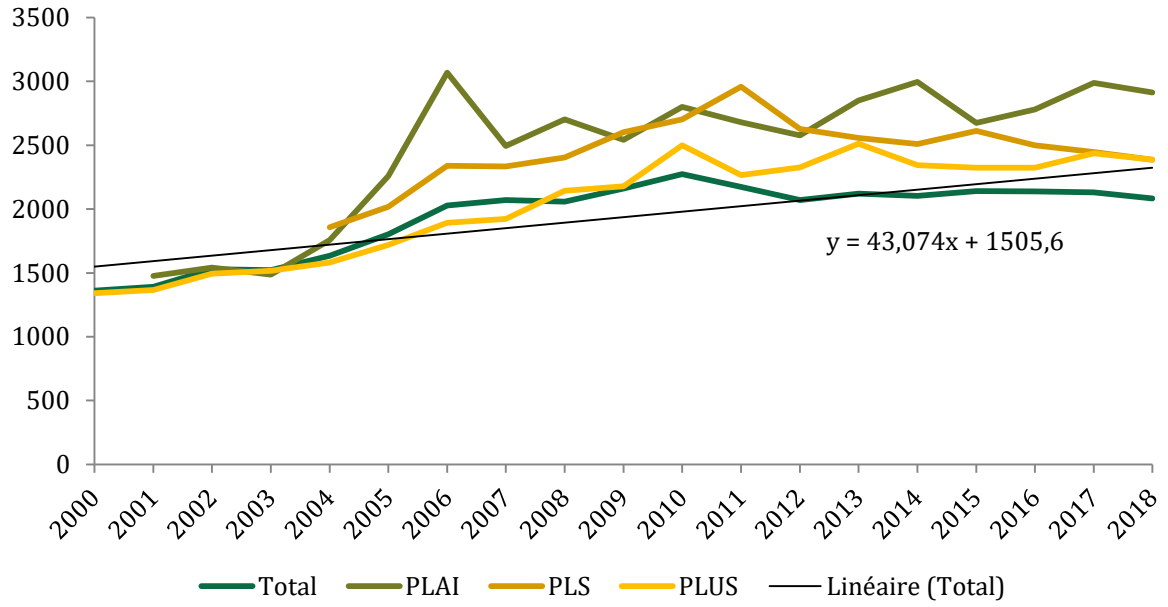


Source : SISAL.

5. Coût des opérations

Le prix par mètre carré de surface utilisable a augmenté en moyenne de 43 euros chaque année entre 2000 et 2018 en euros constants.

Graphique 22 : Coût moyen de production d'un logement social neuf en €/m² de surface utilisable (SU) par année (euros constants 2015)



Source : SISAL.

Le total prend en compte les opérations mixtes. Ces dernières représentent la majorité des opérations de construction de logement social.

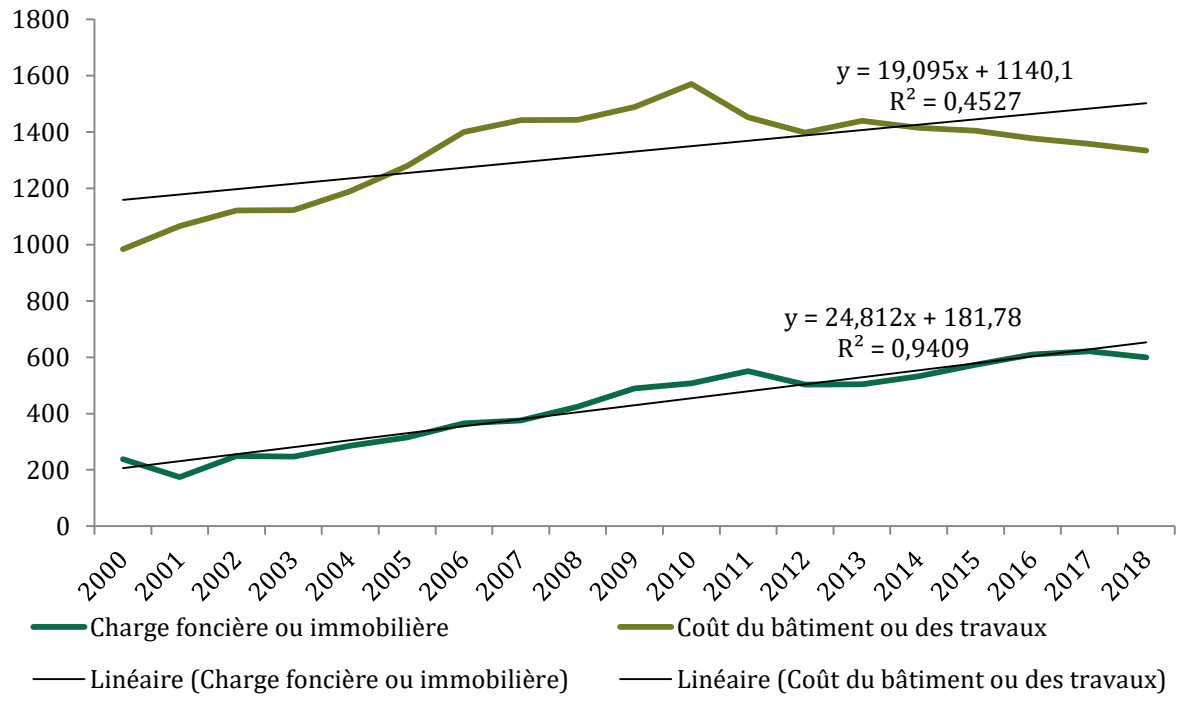
Tableau 14 : Localisation des opérations de construction selon le type de financement de 2000 à 2018

Produit	Zone A (%)	Zone B (%)	Zone C (%)
PLAI	23	49	28
PLS	24	66	15
PLUS	9	44	47
Ensemble	20	54	26

Source : SISAL.

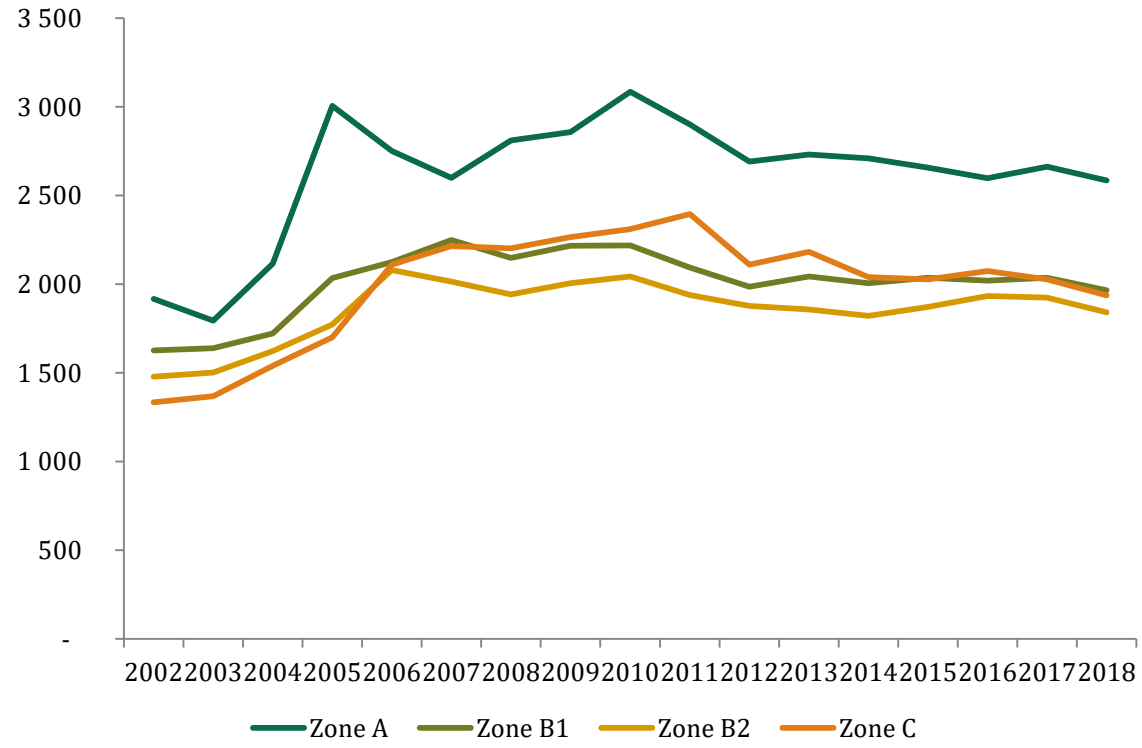
Cette augmentation du coût des opérations s'explique par une augmentation de la charge foncière (une augmentation moyenne par année de 25 euros par mètre carré de surface utilisable) ainsi que du coût du bâtiment ou des travaux (19 euros supplémentaires chaque année par mètre carré de surface utilisable). La hausse des coûts du foncier est encore plus importante en zone A, à hauteur de 30 euros supplémentaires par an en moyenne depuis 2002.

Graphique 23 : Evolution du coût du foncier et du bâtiment pour un logement social neuf en €/m² de SU (euros constants 2015)



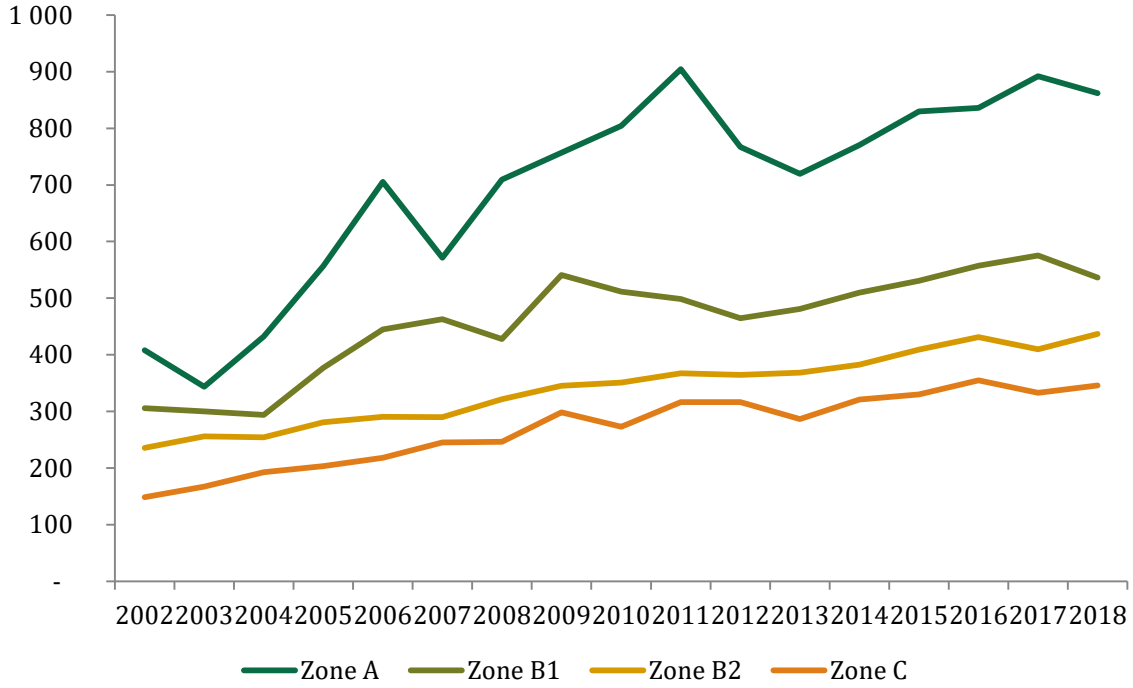
Source : SISAL.

Graphique 24 : Coût moyen de production d'un logement social neuf en €/m² de surface utilisable (SU) par année et par zone (euros constants 2015)



Source : SISAL.

Graphique 25 : Évolution du coût du foncier pour un logement social neuf en €/m² de SU par année et par zone (euros constants 2015)



Source : SISAL.

ANNEXE III

Le financement en dette des bailleurs sociaux

Annexe III

SOMMAIRE

1. LE FONDS D'ÉPARGNE, UN OBJET SPÉCIFIQUE SERVANT DES BUTS D'INTÉRÊT GÉNÉRAL, A MONTRÉ AU FIL DU TEMPS SON UTILITÉ 1

1.1. La Caisse des dépôts et consignations gère pour le compte de l'État le Fonds d'épargne, qui centralise une partie de l'épargne réglementée des Français et finance principalement le secteur du logement locatif social 1

1.2. Le Fonds d'épargne est doté d'un régime de gouvernance spécifique au sein de la Caisse des dépôts et consignations 2

1.3. La CDC dispose dans la gestion de l'encours des prêts sur le Fonds d'épargne de certaines souplesses 4

1.4. Le cadre de gestion précise les modalités de détermination du prélèvement de l'État sur le Fonds d'épargne 5

2. LE FONDS D'ÉPARGNE CONSTITUE UN OUTIL DE FINANCEMENT ORIGINAL, CONTRACYCLIQUE, TRANSFORMANT UNE ÉPARGNE À VUE EN DES PRÊTS À TRÈS LONG TERME POUR FINANCER DES POLITIQUES PUBLIQUES JUGÉES PRIORITAIRES 5

2.1. Le Fonds d'épargne constitue un instrument financier singulier 5

2.2. Les ressources du Fonds d'épargne ont permis, dans la période récente, de fournir des prêts au secteur du logement social pour un montant d'environ 15 Md€ par an, principalement pour des constructions neuves et des acquisitions 7

2.3. Le Fonds d'épargne dispose aujourd'hui d'un quasi-monopole sur le financement des opérations de construction et de réhabilitation des logements sociaux 8

2.4. Un contexte de taux d'intérêt durablement bas affaiblit la conciliation entre l'objectif de rémunération adéquate de l'épargne populaire et celui de réduction du coût d'une production et d'une rénovation importantes de logements sociaux. 10

3. DANS UN CONTEXTE OÙ LE RISQUE DE CONTREPARTIE EST LIMITÉ PAR UN PUISSANT ENVIRONNEMENT INSTITUTIONNEL, LE MODÈLE PRUDENTIEL DU FONDS D'ÉPARGNE EST RENDU ATYPIQUE DU FAIT DU POIDS PRÉPONDÉRANT DU RISQUE GLOBAL DE TAUX 11

3.1. Le secteur du logement locatif social français présente globalement un faible niveau de risque 11

3.2. La garantie gratuite des collectivités locales sur les prêts de la CDC au logement social constitue un élément essentiel du dispositif de financement 11

3.3. Le modèle prudentiel du Fonds d'épargne est une construction interne à la CDC qui s'inspire largement des travaux du comité de Bâle 12

3.4. Le Fonds d'épargne apparaît comme un acteur très contraint dans sa gestion des risques prudentiels 13

3.5. La couverture du risque se traduit par des besoins en fonds propres prélevés sur le résultat du Fonds d'épargne 14

3.6. Un récent accroissement du niveau de risque porté par le Fonds d'épargne a conduit à consacrer une plus grande part du résultat annuel à sa couverture ... 15

4. LA GESTION DU FONDS D'ÉPARGNE PERMET DE PRÉSERVER UNE MARGE DE LIQUIDITÉ AINSI QU'UN RENDEMENT PAR DES INVESTISSEMENTS EN ACTIFS FINANCIERS 16

4.1. Les ressources du Fonds d'épargne qui ne sont pas consacrées aux prêts sont placées en actifs financiers 16

4.2. La modulation du portefeuille d'actifs financiers permet de gérer à court terme les variations du passif 18

4.3. D'autres marges de manœuvres sur les prêts sont disponibles pour, le cas échéant, employer des ressources surabondantes 18

5. LE SYSTÈME DE PRÊTS D'INTÉRÊT GÉNÉRAL DU FONDS D'ÉPARGNE AU SECTEUR DU LOGEMENT SOCIAL REPOSE SUR UNE DOUBLE MUTUALISATION, À LA FOIS DU RISQUE ET DU COÛT, AUX BÉNÉFICES DES OLS LES PLUS FRAGILES ET DES LOGEMENTS LES PLUS SOCIAUX 20

6. LA RECHERCHE DE FINANCEMENTS EXTÉRIEURS PAR LES OLS DEVRAIT DÉBOUCHER À TOUT LE MOINS SUR UN PANACHAGE DES SOURCES DE DETTES 20

6.1. Le contexte inédit de taux amène de plus en plus d'OLS à s'interroger sur l'opportunité de diversifier leurs lignes de dette 20

6.2. La diversification par le biais de financements bancaires 22

6.3. La diversification par le biais de financements obligataires 23

6.4. Si la dynamique de concentration du secteur se poursuit, le développement des capacités d'ingénierie financière pourrait appuyer un mouvement plus puissant de diversification 23

6.5. Le Fonds d'épargne a utilisé intensivement depuis 2012 les enveloppes de remise actuarielle pour limiter les refinancements extérieurs de ses prêts qui auraient risqué de déstabiliser son modèle économique 24

7. LA CONCURRENCE FACE À LA RESSOURCE TLA, SI ELLE VENAIT À TROP S'AMPLIFIER, SERAIT PORTEUSE DE RISQUES POUR LA CDC, DE RÉDUCTION DE LA PART DES PRÊTS TRÈS SOCIAUX ET MATÉRIALISERAIT UN ALÉA MORAL . 24

7.1. Le développement de financements extérieurs à la CDC, s'ils « juniorisent » la créance de cette dernière tout en bénéficiant de la sécurisation du système qu'elle apporte, matérialiserait un aléa moral injustifié 24

7.2. Des financements extérieurs à maturité plus courte démultiplieraient les points de refinancement, alors que le modèle économique et financier des OLS est fondé sur le lissage des annuités sur un temps très long 25

7.3. Un choc de diversification, par des opérations de refinancement massives des OLS, provoquerait un phénomène d'anti-sélection au niveau du Fonds d'épargne qui limiterait sa capacité à développer les prêts très sociaux et ne serait pas sans conséquences budgétaires pour l'État 27

1. Le Fonds d'épargne, un objet spécifique servant des buts d'intérêt général, a montré au fil du temps son utilité

1.1. La Caisse des dépôts et consignations gère pour le compte de l'État le Fonds d'épargne, qui centralise une partie de l'épargne réglementée des Français et finance principalement le secteur du logement locatif social

Aux termes de l'article L. 518-2 du code monétaire et financier, « *la Caisse des dépôts et consignations et ses filiales constituent un groupe public au service de l'intérêt général et du développement économique du pays. (…) Elle est chargée de la protection de l'épargne populaire, du financement du logement social (…)* ».

L'article L. 221-5 du code monétaire et financier, dans sa rédaction issue de la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 réformant la distribution de l'épargne réglementée, confie à la Caisse des dépôts et consignations (ci-après « la CDC », « la Caisse » ou « la Caisse des Dépôts ») la centralisation et la gestion d'une quote-part des dépôts de l'épargne réglementée collectés par les établissements financiers. Les produits concernés sont :

- le livret A[1] ;
- le livret de développement durable et solidaire – LDD[2] ;
- le livret d'épargne populaire (LEP)[3].

Bénéficient également de la garantie de l'État les créances détenues sur le fonds d'épargne par les établissements distribuant les livrets mentionnés au premier alinéa.

L'article L. 221-6 du code monétaire et financier dispose que les établissements distribuant le livret A et ceux distribuant le livret de développement durable et solidaire perçoivent une rémunération en contrepartie de la centralisation opérée. Ses modalités de calcul sont fixées par décret en Conseil d'État. Le système d'option pour les banques sur le taux de centralisation a été supprimé par LF 2018. Aujourd'hui, le taux de centralisation est de 59,5 %.

Ce rôle joué par la CDC de centralisation d'une partie de l'épargne réglementée et de financement du logement social est historique. En effet, la Caisse assure depuis de 1837 la centralisation et la gestion financière d'une grande partie de l'épargne réglementée. Dès 1894, la CDC est autorisée à consentir des prêts sur cette ressource pour les habitations à bon marché (HBM).

Aux termes de l'article L.221-7 du code monétaire et financier, les sommes centralisées par la CDC sont gérées dans un fonds dénommé Fonds d'épargne. La Caisse peut émettre des titres de créances au bénéfice du Fonds d'épargne ainsi que lui prêter. Si les emplois du fonds d'épargne sont fixés par le ministre chargé de l'économie, les sommes centralisées au Fonds d'épargne « *sont employées en priorité au financement du logement social* ». Le code monétaire et financier dispose également qu'une partie de ces sommes peut être utilisée pour l'acquisition et la gestion des instruments financiers suivants, définis à l'article L.211-1 du même code :

- les titres de capital émis par les sociétés par actions ;
- les titres de créances ;
- les parts ou actions d'organismes de placement collectif ;

[1] Article L. 221-5 du code monétaire et financier.

[2] Article L. 221-5 du code monétaire et financier.

[3] Article R. 221-58 du code monétaire et financier, qui prévoit en outre qu'une fraction des dépôts collectés au titre du LEP peut être laissée au libre emploi des établissements collecteurs.

- les contrats financiers à terme qui figurent sur une liste fixée par décret ;

Les effets de commerce et les bons de caisse ne sont pas des instruments financiers entrant dans ce périmètre.

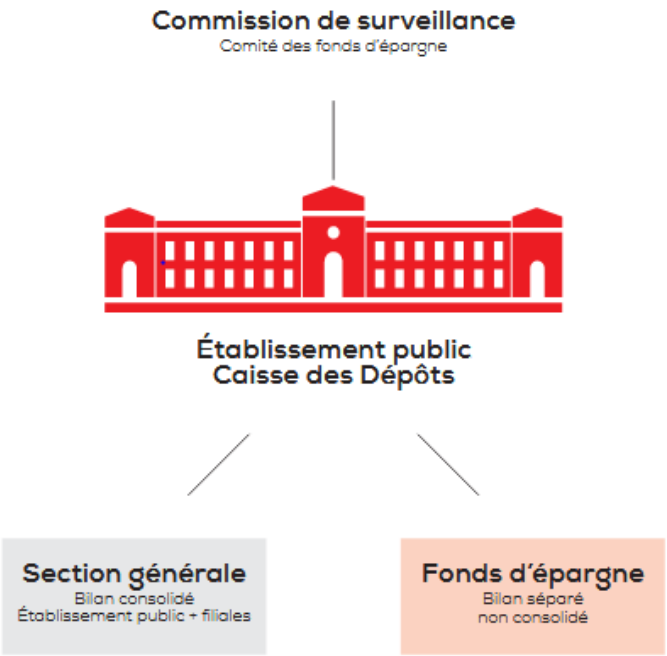
Les sommes déposées par les épargnants sur les livrets dont les dépôts sont centralisés dans le fonds d'épargne et les intérêts afférents à ces sommes bénéficient de la garantie de l'É dans la limite de 100 000 € par déposant et par établissement où sont déposées ces sommes[4]. Lorsque sa garantie est appelée, l'État est subrogé dans les droits de l'établissement à l'égard du Fonds d'épargne à hauteur des sommes versées par lui au titre de la garantie et dans la limite des dépôts centralisés par l'établissement dans le Fonds d'épargne.

La Caisse des dépôts et consignations ne perçoit directement aucune rémunération pour la gestion du Fonds d'épargne. Les frais de gestion du Fonds d'épargne sont imputés sur les charges annuelles de ce fonds.

1.2. Le Fonds d'épargne est doté d'un régime de gouvernance spécifique au sein de la Caisse des dépôts et consignations

L'activité du Fonds est retracée dans une comptabilité séparée de celle de la Section générale (cf. graphique 1) de l'établissement public et est examinée régulièrement par le comité des fonds d'épargne constitué depuis 2003 au sein de la Commission de surveillance de la Caisse[5].

Graphique 1 : Gouvernance et organisation du Fonds d'épargne



Source : Rapport annuel 2017 du Fonds d'épargne.

[4] Premier alinéa de l'article 120 de la loi n° 2008-1443 du 30 décembre 2008 de finances rectificative pour 2008.

[5] La CDC est placée « *sous la protection spéciale du parlement* » (loi du 28 avril 1816) par l'intermédiaire de la Commission de surveillance, composée de parlementaires, de membres du Conseil d'État et de la Cour des comptes.

L'activité du Fonds est confiée à la direction des fonds d'épargne (DFE) qui repose sur les prêts sur fonds d'épargne, conçus et déployés par la Banque des Territoires, et la gestion des actifs financiers déléguées au pôle Gestion des actifs de la CDC. La gestion du Fonds est confiée à la direction des fonds d'épargne (DFE), les prêts sur fonds d'épargne étant conçus et déployés par la Banque des Territoires et la gestion des actifs financiers étant déléguée au pôle Gestion des actifs de la CDC.

En 2007, le rapport Camdessus appelait à une clarification des relations entre la Caisse des dépôts et consignations et l'État, d'autant plus que le Fonds d'épargne est un outil qui sert à transformer la collecte d'une épargne réglementée en prêts à destination de politiques publiques ciblées. Le bon fonctionnement d'un tel outil supposait donc de définir en amont les choix publics relatifs aux missions d'intérêts général auxquelles cette épargne serait dévolue et de disposer d'un cadre de gouvernance clair.

Le cadre de gestion du Fonds d'épargne est établi par une convention entre l'État et la CDC du 17 mars 2011. Cet accord, qui ne prévoit pas de limite de durée, formalise les relations entre l'État et la Caisse des Dépôts pour la gestion des fonds centralisés de l'épargne réglementée.

Le cadre de gestion comporte une convention de gestion, un règlement régissant les prêts du Fonds d'épargne et un règlement en matière de gestion des actifs financiers. Le cadre de gestion stipule que :

- la DFE réalise deux fois par an une prévision triennale des résultats et besoins en fonds propres du Fonds d'épargne, construite à partir des données du bilan connues à la date d'évaluation, d'hypothèses concernant l'environnement économique et l'évolution du bilan, ainsi que des objectifs d'allocation d'actifs (article II.D de la convention) ;
- les règles afférentes aux prêts sur Fonds d'épargne sont définies par le règlement régissant les prêts du Fonds d'épargne. Ce dernier relève de la compétence du ministre chargé de l'économie, qui peut le modifier par lettre adressée au directeur général de la CDC (article V de la convention) ;
- les autorisations données par le ministre chargé de l'économie, qu'elles concernent le financement du logement social ou un emploi d'intérêt général, qu'elles soient ponctuelles ou pérennes, le sont par lettres adressées au directeur général de la CDC ;
- si la détermination des principales caractéristiques des prêts est de la seule responsabilité du ministre chargé de l'économie, la décision d'octroyer un prêt et la détermination de ses modalités, dans le respect des caractéristiques de la catégorie de prêt concernée, sont de la seule responsabilité de la CDC ;
- la gestion financière de l'encours de prêts est assurée par la DFE.

La liste des prêts entrant sous l'acception « prêts au logement social et à la politique de la ville » est précisée en annexe de la convention.

Aux termes du règlement régissant les prêts du Fonds d'épargne :

- S'agissant des prêts au logement social et à la politique de la ville
  - l'octroi se fait sans opérer de discrimination quant à la situation géographique ou la qualité de l'emprunteur ;
  - les taux des prêts au logement social et à la politique de la ville peuvent être :
    - indexés sur le taux de la ressource à partir de laquelle ils sont financés, de manière à réaliser l'adéquation entre les revenus de ces prêts et le coût de la ressource utilisée,
    - indexés sur l'inflation,
    - indexés sur le taux de l'Euribor, de l'Eonia et les combinaisons ou capitalisations de ces indices,
    - à taux fixe ;
  - tout prêt sur Fonds d'épargne au logement social et à la politique de la ville doit faire l'objet d'une garantie couvrant 100 % du montant prêté.
- S'agissant des autres prêts d'intérêt général :
  - les objets financés correspondent à l'exercice de missions d'intérêt général, venant en appui des politiques publiques soutenues par le gouvernement. Ils sont en rapport avec le champ naturel d'intervention du Fonds d'épargne : le logement social, la politique de la ville et leurs prolongements en termes d'aménagement du territoire, refinancement inclus ;
  - les prêts d'intérêt général sur Fonds d'épargne doivent conférer aux emprunteurs ou aux personnes publiques concernées par le projet considéré un bénéfice particulier que le marché n'est pas en mesure de leur apporter. Ils doivent faire l'objet d'une garantie couvrant 100% du montant prêté ;
  - toute enveloppe de prêts ouverte dans le cadre de ces autres politiques d'intérêt général ne pourra être consentie à un taux inférieur au coût de la ressource centralisée au Fonds d'épargne (sauf à ce qu'un tiers précisément identifié bonifie de façon irrévocable le taux des prêts sur ses fonds propres et verse au Fonds d'Épargne la différence d'intérêts correspondante).

1.3. La CDC dispose dans la gestion de l'encours des prêts sur le Fonds d'épargne de certaines souplesses

La CDC peut proposer à ses clients des mesures de modification du profil de leurs prêts (changement de profil d'amortissement, modification de la durée résiduelle…) ou de nouvelles indexations (inflation, taux variable ou taux fixe) en accompagnement de la gestion de leur dette.

Au titre de sa politique commerciale, la CDC peut proposer des remises actuarielles selon les critères d'opportunité qu'elle aura définis. Il est ainsi possible de :

- réaménager des prêts, pour accompagner les besoins des emprunteurs en leur donnant les marges de manœuvre nécessaires à leur développement, dans le cadre d'une gestion active de leur dette ou pour restructurer les encours des emprunteurs en risque de défaut ou en défaut avéré, afin d'assurer la sécurité financière du Fonds d'épargne ;
- définir, dans l'intérêt du Fonds d'épargne, les conditions financières d'indemnité de remboursement anticipé sur les prêts réaménagés.

1.4. Le cadre de gestion précise les modalités de détermination du prélèvement de l'État sur le Fonds d'épargne

En tant qu'outil du financement d'activités d'intérêt général, le Fonds d'épargne n'a pas vocation à être aussi profitable qu'un établissement de crédit. Pour autant, le Fonds doit dégager chaque année les fonds propres nécessaires à la croissance et à la couverture de ses activités, ainsi qu'apporter à l'État la rémunération de sa garantie, telle que prévue à l'article R. 221-11 du code monétaire et financier[6], laquelle est indispensable à son modèle. La détermination du montant du prélèvement repose tout d'abord sur une information par la CDC de l'État et de la commission de surveillance, qui inclut :

- les résultats réalisés l'année précédente ;
- les fonds propres disponibles ;
- les besoins de fonds propres au titre des différents risques assumés par le Fonds d'épargne ;
- une projection à trois ans des résultats et des besoins en fonds propres en fonction de l'évolution anticipée de l'activité et de la stratégie de gestion du Fonds d'épargne à moyen terme.

Le ministre chargé de l'économie propose un montant de prélèvement sur lequel la commission de surveillance rend son avis (décret n°2008-1264 du 4 décembre 2008). Après avis de la commission de surveillance, le montant du prélèvement est fixé par décret.

Le cadre de gestion stipule, de plus, que le prélèvement de l'État doit laisser au passif du Fonds d'épargne le montant de fonds propres nécessaire pour couvrir ses risques et limiter ainsi la probabilité d'une mise en jeu de la garantie de l'État sur le Fonds d'épargne.

2. Le Fonds d'épargne constitue un outil de financement original, contracyclique, transformant une épargne à vue en des prêts à très long terme pour financer des politiques publiques jugées prioritaires

2.1. Le Fonds d'épargne constitue un instrument financier singulier

Comme le mentionne la Cour des comptes dans ses observations définitives de 2017 sur le Fonds d'épargne après le relèvement des plafonds[7], il « *ne semble pas avoir d'équivalent dans d'autres pays* ».

Il présente tout d'abord **une capacité de transformation inédite dans le domaine de la gestion d'actifs**. Une épargne liquide, à vue, est ainsi transformée en prêts de maturité longue, pour certains jusqu'à 60-70 ans, sur des durées que ne propose donc pas le marché.

Au passif, la ressource est principalement issue de la centralisation de la collecte des trois livrets, avec une structure de taux identique, construite sur le taux du livret A. Cela conduit le Fonds à disposer d'un passif assez homogène, dont les variations annuelles dépendent de la collecte. Depuis 2014, celle-ci présente une relative stabilité, avec un encours global des dépôts centralisés au Fonds d'épargne évoluant annuellement dans une fourchette de +/- 3 % (cf. tableau 1).

---

[6] « *Chaque année est prélevée sur le fonds d'épargne prévu à l'article L. 221-7 la rémunération de la garantie accordée par l'État aux dépôts collectés par les établissements de crédit et centralisés en tout ou partie dans le fonds. Le montant de cette rémunération est fixé par décret après avis de la commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations* ».

[7] Observations définitives S2017-1112, première chambre, Cour des comptes, 2017.

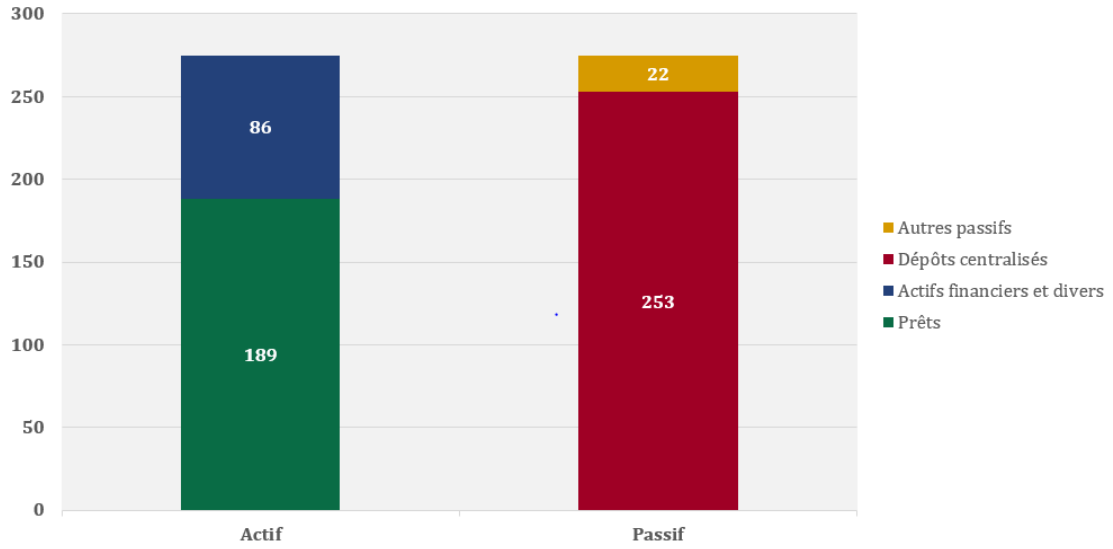
Tableau 1 : Encours comptable des dépôts centralisés à la CDC à fin décembre

-	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dépôts centralisés (en Md€)	256	243	244	238	237	245	253
Croissance n/n-1 (en %)	-	- 5	0	- 2	0	+ 3	+ 3

Source : Rapport annuel 2018 du Fonds d'épargne.

L'actif est composé pour l'essentiel de prêts à long et à très long terme consentis au secteur du logement locatif social : à la fin de l'année 2018, l'encours atteint 189 Md€ de prêts, pour 275 Md€ à l'actif, soit 69 % du total. Le reste de l'actif est composé d'un portefeuille de placement de 86 Md€ (cf. graphique 2). Il s'agit là d'une part élevée par rapport au secteur de l'assurance-vie, car une partie importante de ces placements sont en actions. Comme la capacité de prêt est constante et non contingentée, le portefeuille de placements financiers absorbe les fluctuations. Il apporte un surcroît de rentabilité et contribue à la liquidité du fonds.

Graphique 2 : Structuration du bilan du Fonds d'épargne au 31 décembre 2018 (en Mds€)



Source : Rapport annuel 2018 du Fonds d'épargne ; mission.

Le Fonds d'épargne n'est pas soumis à la cyclicité économique et financière. Il a d'ailleurs démontré son utilité comme outil contracyclique lors de la crise financière de 2008-2010. Comme le rappelle la Cour des comptes dans ses observations définitives 2017, alors que les encours de prêts du Fonds d'épargne avaient montré une grande stabilité depuis la fin des années 1990, ils ont connu une forte croissance depuis 2008, principalement au service de la relance de la construction du logement social. La production de prêts du Fonds d'épargne a en effet augmenté, passant de 4 à 5 Md€ au début des années 2000 à 18-20 Md€ de 2012 à 2015.

En outre, **le Fonds d'épargne n'adopte pas, dans l'octroi de ces prêts, le comportement classique d'une banque**. Une institution financière prêteuse appliquerait en effet des taux d'autant plus élevés que les échéances sont longues et différenciés selon la qualité de la signature de l'emprunteur ou la localisation géographique du bien. Or, le principal facteur de fixation du taux, et conséquemment des marges par types de prêts, est leur objet. Certains objets étant considérés comme plus prioritaires, au sein de la politique publique concernée, peuvent même se voir accorder des prêts à marges négatives.

Enfin, le modèle du Fonds d'épargne a l'avantage d'**offrir un sens à l'épargne réglementée**, par le financement de missions d'intérêt général.

2.2. Les ressources du Fonds d'épargne ont permis, dans la période récente, de fournir des prêts au secteur du logement social pour un montant d'environ 15 Md€ par an, principalement pour des constructions neuves et des acquisitions

Le Fonds d'épargne distribue trois grands types de prêts, dont certains sont caractérisés par une révision du profil d'amortissement en fonction du niveau des taux. Il s'agit de prêts dits à « double révisabilité », c'est à dire la révision simultanée de deux caractéristiques du prêt : le taux d'intérêt et le taux de progressivité de l'échéance. En cas de hausse du taux du livret A, le taux de progressivité augmente et l'amortissement du prêt est ainsi ralenti. Cela permet de lisser l'impact de la variation à la hausse du taux d'intérêt. Le même mécanisme fonctionne dans l'autre sens, en cas de baisse du TLA. À chaque modification de l'index de référence, un nouveau tableau d'amortissement est calculé tenant compte des taux révisés.

Le coût de la ressource, pour le Fonds d'épargne, correspond en moyenne au taux du livret A +45 points de base (pb). Cela prend en compte :

- d'une part, le coût de la ressource issue des livrets A et des livrets développement durable, ces deux produits étant fongibles, qui est la somme de la rémunération des épargnants (75 pb), de la commission versée aux banques commerciales, comme apporteuses d'affaires (30 pb) et de la commission de la Banque Postale au titre de sa mission d'accessibilité bancaire[8] ;
- d'autre part, le coût de la ressource issue des LEP, qui est égal à la somme de la rémunération des épargnants (125 pb), de la commission versée aux banques (40 pb) et de la commission d'accessibilité de la Banque Postale.

En 2018, l'activité de prêts du Fonds d'épargne a représenté 12,8 Md€, dont 11,7 Md€ pour le logement social et la politique de la ville, soit 91 % du total. La même année, les prêts au secteur public local ont représenté 1,1 Md€.

Parmi les prêts au secteur du logement social, ceux pour la construction-acquisition ont représenté en 2018 près de 8 Md€, en recul de 22 % par rapport à 2017 (cf. tableau 2). Ils ont représenté 71 % du total des prêts au logement social et à la politique de la ville, taux stable par rapport à 2017.

Tableau 2 : Activité de prêts sur le Fonds d'épargne de 2014 à 2018 (en M€)

Montant des Prêts signés	2014	2015	2016	2017	2018
Construction-Acquisition	11 924	12 193	10 474	10 656	8 299
Réhabilitation	2 188	2 351	2 274	2 612	1 662
Autres (transferts de patrimoine/prêt haut de bilan)	619	315	385	1 008	887
Projets urbains / politique de la ville	1 019	720	356	291	186
Refinancements bancaire et institutionnel[9]	991	1 592	812	569	640
TOTAL PRETS AU LOGEMENT SOCIAL ET A LA POLITIQUE DE LA VILLE	16 741	17 171	14 301	15 136	11 674
Prêts d'infrastructures et de financement des collectivités	3 680	3 061	2 931	1 881	1 093
Autres refinancements	63	877	40	-	40
TOTAL PRETS AU SECTEUR PUBLIC LOCAL ET AUTRES HORS HABITAT	3 743	3 938	2 971	1 881	1 133
TOTAL ANNUEL	**20 484**	**21 109**	**17 272**	**17 017**	**12 807**

Source : CDC.

[8] Montant fixé chaque année par l'arrêté du 26 février 2015 pris en application de l'article R. 221-8-1 du code monétaire et financier. Ce montant décroit graduellement de 2015 à 2020, de 235 M€ à 150 M€.

[9] Financement indirect

2.3. Le Fonds d'épargne dispose aujourd'hui d'un quasi-monopole sur le financement des opérations de construction et de réhabilitation des logements sociaux

L'octroi du prêt du Fonds d'épargne, à hauteur de 50% du besoin de financement externe par logement ou programme de logements agréés, déclenche les aides fiscales dont bénéficie le logement (taux réduit de TVA et exonération de taxe foncière[10]). Il est néanmoins notable que les prêts sur Fonds d'épargne sont très largement majoritaires dans le financement du logement social, bien au-delà du seuil minimal de 50 %.

En 2017, la part des prêts sur le Fonds d'épargne dans le financement en dette des logements sociaux familiaux a représenté 94 % ; elle a été de 97 % pour le financement des opérations de réhabilitation (cf. tableau 3).

Tableau 3 : Part des prêts CDC dans les plans de financement moyens du logement social en 2017

-	Logements sociaux familiaux	Logements-foyers	Opérations de réhabilitation
Part des prêts CDC dans le financement total (en %)	73	70	72
Part des prêts CDC dans le financement hors fonds propres et subventions (en %)	94	89	97

Source : CDC.

Les plans de financement des bailleurs sociaux, en particulier pour les opérations de construction, peuvent être établis sur des maturités très longues : l'amortissement technique du bâti s'effectue sur 25 ans en moyenne et le foncier peut être financé sur des durées encore plus longues. De fait, le Fonds d'épargne propose des prêts sur des maturités pouvant atteindre 50 ans sur la construction et jusqu'à 70 ou 80 ans pour le foncier. Sur ces maturités, le recours au Fonds d'épargne est donc économiquement pertinent. Pour le financement de la rénovation, où la durée d'emprunt est plus courte, le recours à des financements alternatifs peut apparaître plus pertinent selon les conditions des prêts mais ne rencontre aujourd'hui aucun obstacle règlementaire.

Ces prêts sont dans leur quasi-totalité des prêts indexés sur le taux du livret A (TLA) (cf. tableau 4). Le taux du livret A est un taux administré, ayant connu de nombreuses adaptations, pour permettre un pilotage à la fois de la rémunération des épargnants et de la charge d'intérêt des bailleurs sociaux par les pouvoir publics. Il est moins susceptible qu'un taux de marché de connaître des évolutions brutales qui placeraient le secteur en difficulté. Composé pour moitié d'inflation, l'index livret A offre également une couverture naturelle en matière de gestion actif/passif aux OLS dont les loyers et les charges de personnel sont aussi largement corrélés à l'inflation.

[10] Article 1384 A et article 278 sexies du code général des impôts.

Tableau 4 : Taux et marge des prêts CDC au secteur du logement locatif social en 2018

Produit commercial	Objet	Dispositif	Index	Ressource	Taux d'intérêt	Marge sur coût de ressource (1)
PLUS	Production	-	Livret A	Épargne règlementée	TLA + 60 bps	+ 15 bps
PLAI	Production	-	Livret A	Épargne règlementée	TLA - 20 bps	- 65 bps
PLS	Production	Distribution directe la CDC	Livret A	Épargne règlementée	TLA + 111 bps	+ 66 bps
		Refinancement des banques commerciales	Livret A	Épargne règlementée	TLA + 86 bps	+ 41 bps
Complémentaire au PLS	Production	-	Livret A	Épargne règlementée	TLA +111 bps	+ 66 bps
PLI	Production	Distribution directe par la CDC	Livret A	Épargne règlementée	TLA + 140 bps	+ 95 bps
		Refinancement des banques commerciales	Livret A	Épargne règlementée	TLA + 115 bps	+ 70 bps
PSLA	Production	Refinancement des banques commerciales	Livret A	Épargne règlementée	TLA + 90 bps	+ 45 bps
PHBB 1	Production et réhabilitation	-	Taux fixe (pendant 20 ans) puis Livret A	Section générale de la CDC ou BEI puis Épargne règlementée	0% puis TLA + 60 bps	0 bps (2) puis + 15 bps
PHB 2.0	Production et réhabilitation	-	Taux fixe (pendant 20 ans) puis Livret A	Section générale de la CDC puis Épargne règlementée	0% puis TLA + 60 bps	0 bps (2) puis + 15 bps
PAM	Réhabilitation	-	Livret A	Épargne règlementée	TLA + 60 bps	+ 15 bps
		Eco prêt	Livret A	Épargne règlementée	TLA - 75 bps	- 120 bps
		Rénovation des FJT	Taux fixe	Banque de développement du Conseil de l'Europe	selon barème	+ 49 bps
		Soutien à l'investissement	Taux fixe	Section générale de la CDC	selon barème	+ 26 à + 30 bps
Autres prêts (transfert de patrimoine, logements de fonction ...)	-	-	Livret A	Épargne règlementée	TLA - 20 bps à + 140 bps	- 65 bps à + 95 bps

Source : CDC.

(1) Le coût de ressource est de TLA + 45 bps sur l'année 2018 pour les prêts sur ressource "Épargne règlementée" ; égal au taux du barème de l'entité qui apporte la ressource pour les prêts sur ressources externes (hors "Épargne règlementée").

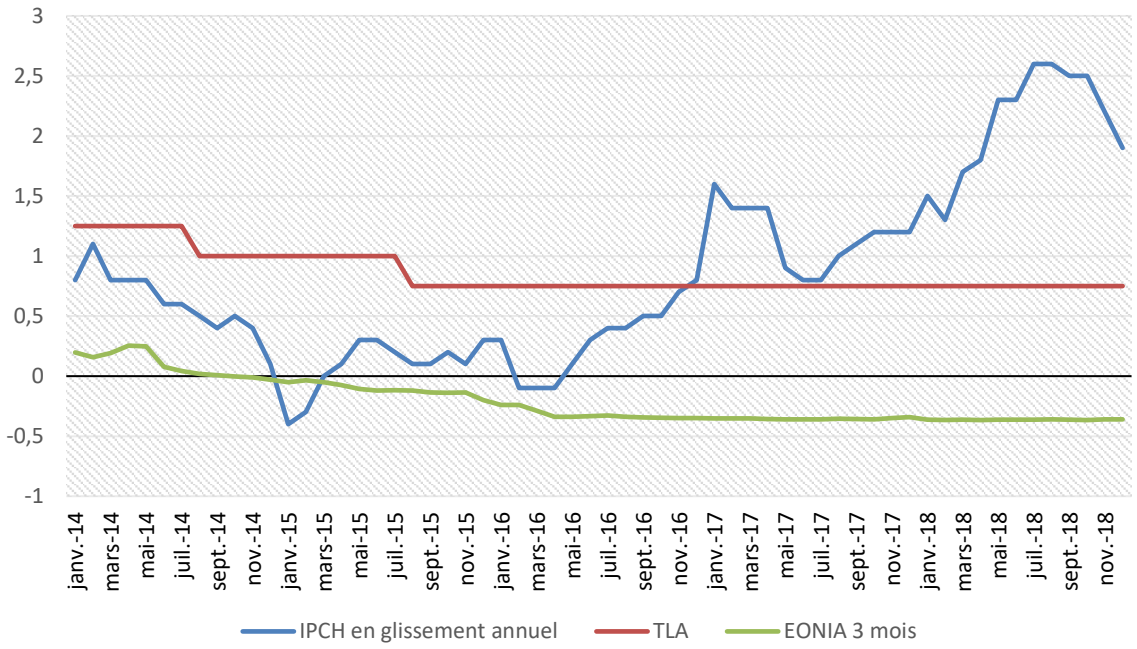
(2) Prêt bonifié par la CDC ou par Action Logement durant la période de 20 ans à taux fixe.

2.4. Un contexte de taux d'intérêt durablement bas affaiblit la conciliation entre l'objectif de rémunération adéquate de l'épargne populaire et celui de réduction du coût d'une production et d'une rénovation importantes de logements sociaux.

Une application stricte de la formule de calcul mise en place en 2016 au regard de l'inflation et des taux courts aurait pu entraîner des déséquilibres. En effet, l'ancienne formule avait un plancher (*floor*) égal à l'inflation. Toutefois, l'inflation a eu tendance ces dernières années à croître, avec des taux courts restant au plancher. Le TLA théorique aurait conduit à dégrader de façon substantielle la compétitivité de la ressource TLA pour les organismes emprunteurs. Le gel décidé a permis de limiter ce mécanisme haussier.

Le taux du livret A a été fixé à 0,75 % à partir du 1er août 2015. Aux dates de révision réglementaire, le 1er février 2017 et le 1er août 2017, il a été maintenu à ce niveau. L'arrêté du 17 novembre 2017 fige ce taux jusqu'en janvier 2020, le décorrélant ainsi du marché monétaire (cf. graphique 3).

Graphique 3 : Évolution du taux du livret A, de l'inflation et de l'EONIA depuis 2014 (en %)



Source : INSEE, Global-rates, mission.

L'arrêté du 14 juin 2018 a modifié le calcul du taux de livret A en le simplifiant. À compter du 1er février 2020, le taux de livret A résulte de la moyenne semestrielle de l'EONIA et de la variation de l'indice des prix hors tabac sur 12 mois. Si ce taux est en-deçà de 0,5 %, un taux plancher, fixé à 0,5 %, s'applique.

Comme l'indique le rapport annuel 2018 du Fonds d'épargne, cette décision avait pour but d'aménager la formule de calcul pour concilier la recherche d'une rémunération attractive pour les épargnants et la minoration du coût de la ressource pour les emprunteurs bailleurs sociaux.

Le choix de l'État de faire usage de son pouvoir discrétionnaire pour maintenir le taux de rémunération du livret A à un niveau supérieur à celui qui aurait été obtenu si la formule avait été appliquée aggrave le déficit de compétitivité des prêts du Fonds d'épargne dans un contexte où les taux de marché sont au plus bas. Il conduit à renchérir, par comparaison, le taux des prêts consentis au logement social.

3. Dans un contexte où le risque de contrepartie est limité par un puissant environnement institutionnel, le modèle prudentiel du Fonds d'épargne est rendu atypique du fait du poids prépondérant du risque global de taux

3.1. Le secteur du logement locatif social français présente globalement un faible niveau de risque

Dans l'ensemble, **le système de financement du secteur locatif social français est jugé peu risqué,** grâce à l'association d'un environnement institutionnel favorable, d'un niveau de régulation et de contrôle élevé et de conditions de financement avantageuses proposées par des entités publiques. Plusieurs éléments fondamentaux de ce système sont pris en compte par les agences de notation financière, notamment [11] :

- la demande est partiellement solvabilisée par des aides publiques à la personne, réduisant le risque d'impayés pour les bailleurs ;
- la plupart des projets immobiliers des bailleurs sont éligibles à des financements de long terme à des conditions avantageuses, provenant de la CDC, une entité publique bénéficiant elle-même d'une signature de haute qualité[12] ;
- les prêts souscrits par les bailleurs sociaux auprès de la CDC bénéficient de garanties publiques à hauteur de 100 % de leur montant ;
- les bailleurs sociaux peuvent également se financer auprès d'Action logement, qui prêtait fin 2018 près de 8 Md€ au secteur, soit 6 % de sa dette totale, et qui est adossé à une ressource quasi-fiscale ;
- la CGLLS, un établissement public financé sur ressource affectée par les opérateurs du logement social, a pour rôle de prévenir les difficultés financières des OLS. Dans le cas où l'organisme présente un profil financier déstabilisé, la CGLLS peut l'aider à rétablir ses équilibres, avec l'appui de ses actionnaires ou de sa collectivité de rattachement et en échange de contreparties (mesures internes de redressement) ;
- le secteur est soumis à la supervision et au contrôle financier de l'ANCOLS, opérateur de l'État.

3.2. La garantie gratuite des collectivités locales sur les prêts de la CDC au logement social constitue un élément essentiel du dispositif de financement

La garantie des collectivités locales est liée au rôle de ces dernières dans la politique du logement social. Les collectivités décident du programme local de l'habitat (PLH), du plan local d'urbanisme (PLU), déterminent sur leur territoire les contraintes de mixité, accordent les permis de construire et participent aux commissions d'attribution, où elles disposent de certains droits de réservation. Elles peuvent se voir déléguer la gestion des aides à la pierre. La garantie matérialise ainsi l'engagement des collectivités dans le processus et forme une contrepartie.

---

[11] « *French Social Housing Operator's Credit Quality Can Withstand Rent Cuts And Sector Reform* », S&P Global Ratings, 12 décembre 2018.

[12] Au 12 décembre 2018, AA/Stable chez S&P Global ratings ; au 4 octobre 2018, AA2/Positive chez Moody's.

Le risque pris par les collectivités locales est faible. Empiriquement, le taux de défaillance est quasi-nul. De surcroît, le risque global est suivi par la Caisse qui joue le rôle de pivot financier du système et de prêteur en dernier ressort. Du point de vue du Fonds d'épargne, si la garantie des collectivités locales n'a pas de coût, elle constitue un quasi-actif dans le sens où, par une pondération moindre du risque de contrepartie, elle réduit le besoin en fonds propres nécessaire à la couverture des risques.

Dans l'éventualité où un grand nombre de collectivités locales refuseraient de garantir des prêts, plusieurs conséquences négatives seraient à prévoir sur le système de financement du logement social. Toute chose égale par ailleurs, sans garantie, la CDC ne pourrait plus prêter sans considération pleine et entière de la classe de risque d'un OLS. Si la CGLLS pourrait en absorber une part, un large refus des collectivités de garantir limiterait en quantité les prêts, sauf à voir croître le besoin de fonds propres. La CDC, de façon dérogatoire, pourrait trouver des sûretés de substitution comme des hypothèques mais dans une volumétrie faible. Surtout, les collectivités s'exposeraient à une potentielle moindre territorialisation de la politique du logement social – la compétence qu'elles ont ne s'accompagnant plus d'une part de responsabilité financière.

3.3. Le modèle prudentiel du Fonds d'épargne est une construction interne à la CDC qui s'inspire largement des travaux du comité de Bâle

L'article premier du décret n° 2016-1983 du 30 décembre 2016 relatif au contrôle externe de la Caisse des dépôts et consignations fait de la Commission de surveillance l'autorité compétente pour assurer le respect des règles européennes concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (règlement CRR)[13]. Celle-ci délibère après avoir recueilli les observations du directeur général et l'avis de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution qui, le cas échéant, peut être assorti de recommandations.

Le décret fixe une série d'obligations au Fonds d'épargne sur la base du règlement CRR. Deux approches relatives aux exigences de solvabilité s'appliquent notamment de façon parallèle :

- un ratio de solvabilité calculé en approche standard, cette dernière fondée sur une classification des risques obtenue à partir de notations externes (Banque de France, agences de notation...) ; il s'établit, pour le « tier 1 »[14] au 31 décembre 2018, à 13,8 % ;
- un modèle prudentiel développé en interne par la CDC, qui est assimilable à un outil de pilotage interne. Comme le mentionne le cadre de gestion du 17 mars 2011, les méthodes de mesure des fonds propres à affecter aux différents risques sont ainsi fondées sur des principes adaptés de la règlementation prudentielle bancaire et s'inscrivent dans une approche économique d'adéquation du capital aux risques. Elles ont vocation à être revues et appréciées par les services de l'autorité de contrôle prudentiel dans le cadre de la mission que ceux-ci sont amenés à exercer pour le compte de la commission de surveillance.

[13] Règlement (UE) n ° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013.

[14] Expression utilisée par le secteur bancaire et financier faisant référence à une catégorie de fonds propres. Le tier 1 est constitué par les capitaux les plus stables détenus par les établissements financiers. La notion de tier 1 provient des accords de Bâle I.

Le modèle prudentiel s'inspire largement des cadres d'appréciation mis en place par le comité de Bâle avec :

- un premier pilier centré sur les risques de contrepartie et le risque opérationnel, qui contraint à la constitution de réserves de capital ;
- un second pilier, prenant en compte le risque général de taux et le risque de concentration (sectorielle et bancaire).

Le ratio de solvabilité calculé en approche standard ne capture pas intégralement le risque de taux, mieux approché par le modèle prudentiel du Fonds d'épargne, qui met davantage en avant les risques propres à cet instrument financier.

Parmi les ratios prudentiels figure également le ratio des grands risques, qui limite à 25 % des fonds propres les encours pondérés sur un même organisme ou groupe. La Section générale de la Caisse des dépôts, comme le Fonds d'épargne, sont exemptés du respect de ce ratio par l'article 7 du décret n° 2016-1983 du 30 décembre 2016 relatif au contrôle externe de la Caisse des dépôts et consignations.

3.4. Le Fonds d'épargne apparaît comme un acteur très contraint dans sa gestion des risques prudentiels

À la différence des établissements financiers classiques, il est à la fois contraint sur son passif et sur son actif. Les ressources au passif évoluent à la faveur des montants collectés des livrets d'épargne réglementée. À l'actif :

- les marges sur les prêts au logement social et à la politique de la ville sont déterminées d'abord en fonction d'objectifs de politique publique ;
- les titres financiers qu'il peut acquérir et gérer sont également contraints, par le truchement d'une liste positive des actifs qu'il est expressément autorisé à détenir.

Le cadre de gestion rappelle que les fonds propres du Fonds d'épargne permettent de couvrir :

- le **risque de crédit**, soit le risque qu'une contrepartie fasse défaut ou que sa situation financière se dégrade au point de déprécier la créance que le Fonds d'épargne détient sur lui. La mesure de ce risque repose d'abord sur la qualité intrinsèque du débiteur ;
- le **risque action**, qui est le risque de perte ou de dévaluation sur des positions prises suite à des variations de prix de marché ;
- le **risque opérationnel**, résultant d'une inadaptation ou d'une défaillance imputable à des procédures, personnels et systèmes internes ou à des événements extérieurs ;
- le **risque global de taux (RGT)**, la mesure du risque global de taux d'intérêt a pour objet de mesurer le risque de taux contenu dans le bilan. Au Fonds d'épargne, elle permet de dimensionner le besoin en fonds propres, et de mesurer le risque résiduel après couverture par des actifs indexés à l'inflation.

Étant donné la nature de l'activité du Fonds d'épargne, les deux principaux risques *a priori* identifiés sont le risque de crédit et le risque général de taux :

- le risque de crédit s'avère, en fait, limité à la fois par la nature de l'encours et du fait des garanties publiques offertes par les collectivités locales ; dans le modèle prudentiel du Fonds, un OLS garanti est ainsi pondéré à 20 %, soit un risque perçu cinq fois inférieur à une contrepartie non garantie ;
- le RGT ressort comme le risque principal. Il est lié au potentiel désadossement du passif par rapport à l'actif. En effet, le passif est en majorité composé d'une ressource rémunérée au TLA. Une partie de l'actif est par définition placée à taux fixe, du fait d'une certaine proportion d'actifs financiers dans le portefeuille du Fonds d'épargne. Si la part des prêts à taux fixe financée par une ressource à taux variable s'accroît, le RGT augmente de façon automatique : en cas de hausse du marché monétaire, le taux de ses ressources risque en effet de dépasser celui de ses prêts.

3.5. La couverture du risque se traduit par des besoins en fonds propres prélevés sur le résultat du Fonds d'épargne

Au 31 décembre 2018, les fonds propres disponibles du Fonds d'épargne avant prélèvement de l'État, constitués des réserves et report à nouveau, du FRBG et du résultat de l'année, s'élevaient à 12 Md€[15]. Le pourcentage des fonds propres par rapport aux masses financières gérées apparaît comparativement très faible. Cette capitalisation limitée est rendue possible par la qualité des contreparties et par les garanties publiques des collectivités territoriales. En conséquence, le Fonds d'épargne peut assurer à l'État un versement substantiel et régulier, au titre de la rémunération de la garantie ultime qu'il apporte.

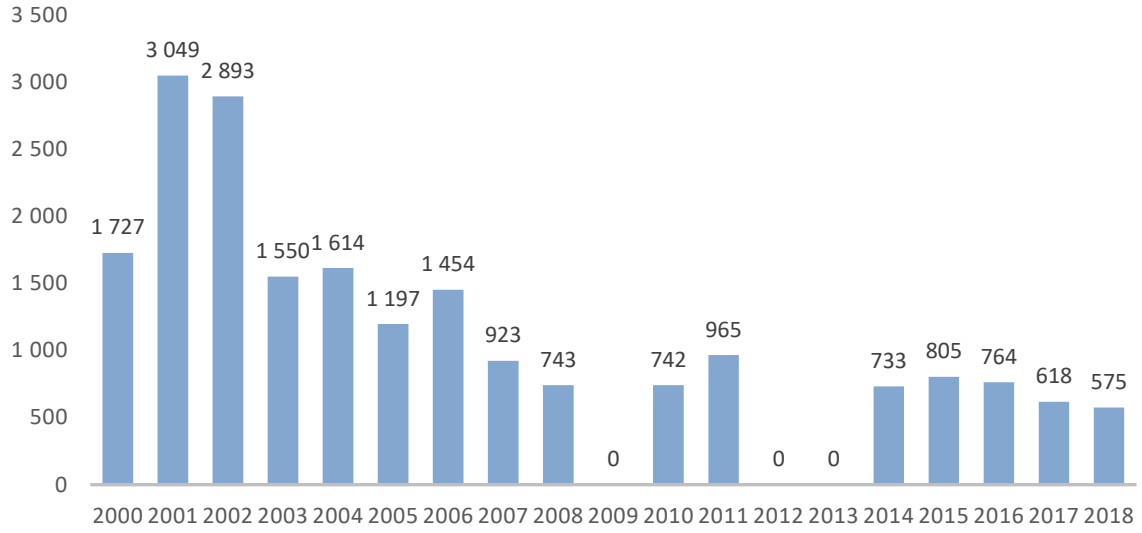
Les besoins en fonds propres sont annuellement déterminés selon le modèle prudentiel applicable au Fonds d'épargne. Ils s'établissaient au 31 décembre 2018 à 11,4 Md€ :

- 5,8 Md€ au titre du pilier I ;
- 5,6 Md€ au titre du pilier II.

L'excédent de fonds propres disponibles sur le besoin en fonds propres, de l'ordre de 550 M€, constitue le versement dont bénéficie le budget de l'État. À ce titre, le prélèvement que perçoit l'État au titre de la garantie ultime qu'il apporte constitue avant tout un résidu du résultat du Fonds d'épargne.

[15] En comptabilisant les réserves, le report à nouveau, le résultat net en instance d'affectation et le fonds pour risques bancaires généraux (FRBG).

Graphique 4 : Évolution du prélèvement au bénéfice de l'État sur le résultat du Fonds d'épargne (en M€)



Source : Direction du budget.

Des prêts à taux fixes adossés à des ressources indexées sur le TLA déséquilibreraient le bilan. L'accroissement du RGT produirait un besoin de fonds propres supplémentaires qui diminueraient d'autant le versement fait à l'État. De ce point de vue, les prêts aux OLS indexés sur le TLA offrent une couverture naturelle contre le risque général de taux. En effet, les prêts comme la ressource sont liés à des taux identiques.

Dans la perspective d'une meilleure maîtrise du risque de taux, les actifs financiers, qui servent à assurer la liquidité du fonds d'épargne et à apporter un supplément de rémunération, permettent également de couvrir le RGT. Ils sont majoritairement constitués de titres d'État, à taux fixe ou *asset-swappés*, ainsi que d'obligations française indexées sur l'inflation (OATi) et d'obligations indexées sur l'inflation européenne (OATei).

3.6. Un récent accroissement du niveau de risque porté par le Fonds d'épargne a conduit à consacrer une plus grande part du résultat annuel à sa couverture

Le FRBG a pour vocation de couvrir les besoins en fonds propres au titre du pilier II, sous réserve que les besoins en fonds propres au titre du pilier I soient couverts intégralement. Au 31 décembre 2018, il est doté de 993 M€, une dotation en hausse de 227 M€ par rapport à 2017, pour couvrir la hausse des besoins en fonds propres relative (cf. tableau 5) :

- au risque global de taux : + 609 M€ ;
- au risque de concentration, nouvellement pris en considération à compter de 2018 : + 385 M€.

Tableau 5 : Compte de résultat du Fonds d'épargne en 2017 et en 2018

En M€	31/12/2017	31/12/2018	Variation en M€
Résultat sur actifs financiers	1 388	1 666	+ 278
Résultat sur prêts	2 737	3 010	+ 273
Charge sur dépôts	(3 116)	(3 049)	+ 67
Autres produits et charges	(51)	(60)	- 9
MARGE	958	1 567	+ 609
Gains ou pertes sur portefeuille de négociation	(41)	95	+ 136
Gains ou pertes sur portefeuille de placement	541	45	- 496
PRODUIT NET BANCAIRE	1 458	1 707	+ 249
Charges d'exploitation	(140)	(157)	(17)
RESULTAT BRUT D'EXPLOITATION	1 318	1 550	232
Coût du risque	98	(1)	(99)
RESULTAT COURANT	1 416	1 549	133
Dotations/reprises au FRBG	(766)	(993)	(227)
RESULTAT NET	**650**	**556**	**(94)**

Source : CDC.

La dotation au titre du risque de concentration fait suite à une mission organisée par l'Autorité de contrôle prudentiel et des risques (ACPR) en 2016. Le 11 juillet 2018, la Commission de surveillance de la CDC a validé les ajustements techniques réclamés alors par l'ACPR.

L'augmentation plus substantielle de la dotation au titre du risque global de taux tient à :

- une collecte dynamique alors que les prévisions de prêts, notamment du segment secteur public local, prévoient un ralentissement de l'activité (+ 700 M€) ;
- une baisse des taux nominaux et de l'inflation qui conduisent à une baisse prévisionnelle du TLA et donc à une accélération des amortissements de prêts, qui constituent la couverture naturelle du passif (+ 220 M€) ;

L'acquisition d'obligations indexées à l'inflation et de *swaps* inflation en 2018 a permis de limiter ces impacts haussiers.

Les charges de fonctionnement facturées par la Caisse des dépôts ont représenté en 2018 157 M€, contre 140 M€ en 2017. Ces frais sont versés à la Section générale de la CDC, qui refacture au Fonds d'épargne deux types de prestations qu'elle assure pour son compte :

- des prestations bancaires : centralisation de la trésorerie, traitement numéraire, intermédiation pour les opérations de marchés ;
- des prestations administratives : mise à disposition de moyens en personnel et en matériel.

4. La gestion du Fonds d'épargne permet de préserver une marge de liquidité ainsi qu'un rendement par des investissements en actifs financiers

4.1. Les ressources du Fonds d'épargne qui ne sont pas consacrées aux prêts sont placées en actifs financiers

Les règles afférentes aux placements financiers du Fonds d'épargne sont définies par le règlement du Fonds d'épargne en matière de gestion de portefeuille d'actifs financiers. Ce règlement fait partie du cadre de gestion mis en place en 2011. Il relève de la compétence du ministre chargé de l'économie, qui peut le modifier par lettre adressée au directeur général de la CDC.

Aux termes du cadre de gestion, la gestion des portefeuilles d'actifs financiers poursuit les objectifs stratégiques suivants :

- fournir la liquidité nécessaire permettant de faire face au risque de transformation provenant de la réalisation de prêts à long terme à partir de la ressource à court terme du Fonds d'épargne ;
- gérer les risques liés à la variation des taux d'intérêt et à l'inflation ;
- réaliser un rendement visant à contribuer à un résultat positif récurrent du Fonds d'épargne, notamment au moyen de plus-values régulièrement réalisées sur le portefeuille d'actions.

Les prêts étant de longue durée et les dépôts stables, l'exigence de liquidité du portefeuille s'avère compatible avec une gestion financière de long terme. Ainsi, pour une large part, les titres de taux sont détenus jusqu'à échéance et l'horizon de détention des actions est également à long terme.

En tendance, après une période de décroissance de la taille du portefeuille entre 2014 et 2016, le total des titres à l'actif augmente de 8 Md€ en 2017, puis à nouveau de 6 Md€ en 2018. Cette nouvelle capacité a trouvé à s'investir dans des obligations d'entreprises à taux variable, à court et à moyen terme, ainsi que dans des titres longs indexés sur l'inflation, en remplacement d'arrivées à échéance importantes en 2017 et en 2018.

Sur le plan de la gestion des risques, les titres de taux indexés sur l'inflation constituent un actif utile de couverture contre le risque de taux induit au bilan du Fonds d'épargne : ils contribuent à une adéquation entre l'actif et le passif, les taux réglementés dépendant eux-mêmes de l'inflation. De surcroît, des contrats d'échange (*swap*) de taux contre l'inflation ont été conclus. La couverture contre le risque d'inflation est ainsi obtenue dans mobiliser de liquidités.

Sur le plan de la liquidité, le portefeuille de placement de taux, notamment sa composante placée à court terme, constitue une réserve de liquidité permettant au Fonds d'épargne de faire face aux aléas potentiels de la collecte (cf. tableau 6).

Tableau 6 : Évolution des portefeuilles d'actifs financiers (en Md€ ; valeur au bilan)

-	Fin décembre 2014	Fin décembre 2015	Fin décembre 2016	Fin décembre 2017	Fin décembre 2018
Actions et fonds	11,6	12	12	12	13
Titres de taux en placement	33,3	20	22	31	34
Titres de taux en investissement	44,4	43	37	35	38
dont titres indexés sur l'inflation	*35,6*	*34*	*33*	*31*	*35*
Total	**89**	**75**	**70**	**78**	**84**

Source : Rapport annuel 2018 du Fonds d'épargne.

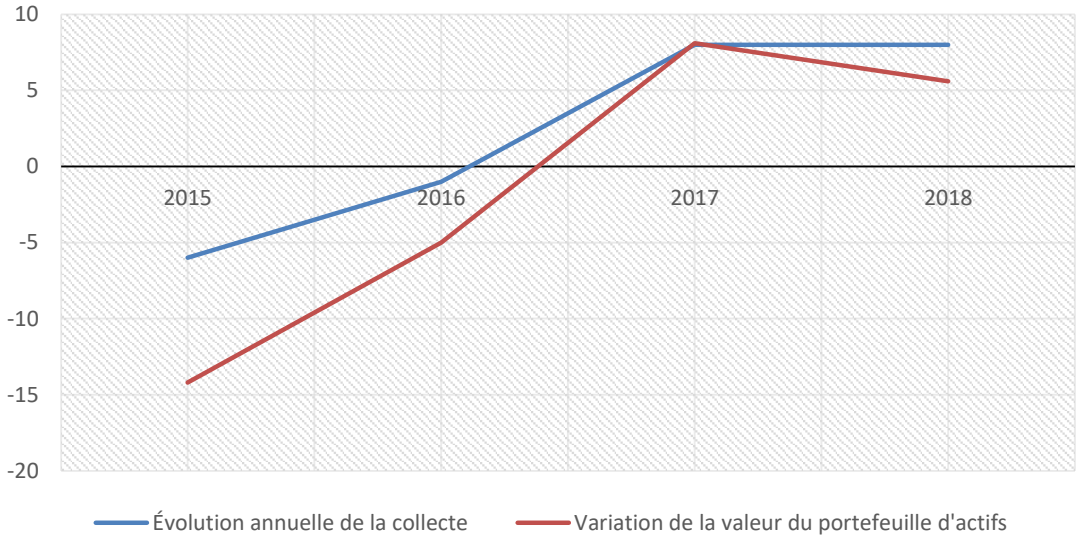
La rentabilité du portefeuille a été affectée par le contexte de taux bas et d'inflation durablement faible. Cela aboutit en effet à réduire la diminution des placements financiers. Cette situation a conduit le Fonds d'épargne à augmenter la part de ses placements risqués, en actions et en titres non cotés entre 2012 et 2015[16]. Néanmoins, comparé à la période d'avant-crise, le résultat des placements financiers a baissé.

[16] Observations définitives S2017-1112, première chambre, Cour des comptes, 2017.

4.2. La modulation du portefeuille d'actifs financiers permet de gérer à court terme les variations du passif

La modulation de la taille du portefeuille d'actifs financiers comme outil de gestion de l'évolution de la collecte est confirmé par la très forte corrélation entre leurs variations depuis 2014 (cf. graphique 5).

Graphique 5 : Comparaison des variations de la collecte de dépôts centralisés et de la valeur au bilan du portefeuille d'actifs financier 2015-2018 (en Md€)



Source : Rapport annuel 2018 du Fonds d'épargne.

Dans le cas d'une baisse ponctuelle du volume de prêts, le portefeuille financier pourrait absorber une partir des sommes non utilisées et ainsi pleinement jouer un rôle d'ajusteur dans une situation où le Fonds d'épargne, qui ne maîtrise ni le taux, ni les volumes prêtés, n'a que peu de marges de manœuvre. Dans le cas où le volume de prêts se stabiliserait à un niveau sensiblement plus bas, avec une collecte toujours dynamique, se poserait alors plus largement la question de l'emploi des ressources du Fonds d'épargne.

4.3. D'autres marges de manœuvres sur les prêts sont disponibles pour, le cas échéant, employer des ressources surabondantes

Utiliser la ressource TLA pour consentir des prêts à taux fixe à des conditions proches du marché apparaît, en premier lieu, comme une solution à écarter dans le contexte actuel. Par le passé, le Fonds d'épargne a pu consentir des prêts à taux fixes sur une ressource indexée au TLA. Ces opérations ont été réalisées à une période où les taux fixes étaient plus élevés qu'aujourd'hui. Le différentiel avec un TLA bas permet donc de bénéficier de remboursements favorables à l'équilibre financier du Fonds d'épargne. La situation actuelle présente toutefois un profil inverse, et le Fonds pourrait perdre de l'argent si le TLA remontait. Le stock de prêts à taux fixe financés sur des ressources indexées TLA est en cours de résorption.

Dans la période plus récente, le Fonds d'épargne a su proposer des produits plus attractifs et souples. Dans le cadre du Plan logement 1, il a été prévu :

- 2 Md€ de prêts de haut de bilan bonifiés (PHBB) par Action Logement, qui offrent pendant 20 ans un différé total d'amortissement et un taux d'intérêt de 0 % : les tirages de PHBB se sont élevés en 2017 à près de 900 M€ et 2 Md€ de prêts sont déployés en 2018, 2019 et 2020 ;
- 2 Md€ de prêts à taux fixe dont : 1 Md€ pour la réhabilitation lourde et thermique, 700 M€ de prêt « booster » avec différé d'amortissement pendant les 20 premières années, à taux fixe, suivies d'une deuxième période pouvant aller jusqu'à 40 ans, à TLA + 60 pb, et 300 M€ de financements sur mesure ;

Dans le cas des prêts à taux fixe, les ressources étaient également indexées sur des taux fixes. Ces ressources ont été obtenues sur les marchés ou en ayant recours aux dépôts des notaires. Dans ce dernier cas, la Section générale de la Caisse, qui obtient la ressource, consent des prêts à taux fixes pour permettre au Fonds d'épargne et à la direction des prêts, dans un environnement de taux atypique, d'en distribuer aux OLS.

Ces montages, s'ils peuvent être reproduits, ne règlent cependant pas la question d'un emploi différent de sommes substantielles du Fonds d'épargne.

De façon plus structurelle, les emplois du Fonds d'épargne pourraient être diversifiés par le financement d'autres objets d'intérêt général.

Le cadre de gestion stipule que, si les sommes centralisées au Fonds d'épargne sont employées en priorité au financement du logement social, qui constitue le cœur de métier du Fonds, de façon ponctuelle, d'autres emplois d'intérêt général peuvent être financés. Ils le sont en appui des politiques publiques conduites par l'État, sur demande expresse du ministre chargé de l'économie, en application de l'article L. 221-7 du code monétaire et financier. Néanmoins, les prêts d'intérêt général sur Fonds d'Épargne doivent conférer aux emprunteurs ou aux personnes publiques concernées par le projet considéré *un bénéfice particulier que le marché n'est pas en mesure de leur apporter*.

Au sens de la CDC, la notion de « bénéfice particulier » ne peut désigner la couverture d'une défaillance de marché, « *insuffisante à couvrir toutes les justifications d'intervention* »[17]. La Caisse rappelle que, sans défaillance spécifique de marché, la mise en place d'un financement particulier sur un type de projet peut être de nature à en favoriser l'essor, par exemple dans le cas de la transition énergétique et écologique. En d'autres termes, la notion de défaillance de marché pourrait apparaitre trop limitative face à des investissements utiles sur lesquels la puissance publique serait légitime à intervenir.

Sur ressources du Fonds d'épargne, la Caisse des dépôts et consignations a annoncé en juin 2019 le lancement de trois nouveaux prêts thématiques à destination des collectivités territoriales, pour un montant total de 5 Md€ :

- le Mobi Prêt pour financer des opérations de rénovation ou de modernisation d'infrastructures de transport et des projets de mobilité ;
- l'Edu Prêt, pour financer des projets de construction, de rénovation et de transformation des bâtiments éducatifs ;
- l'Aqua Prêt, pour financer la modernisation et l'optimisation de la gestion des services et des ressources d'eau.

Ces prêts présentent une tarification à TLA + 75 pb, inférieure à la tarification autorisée par le ministre chargé de l'économie pour les prêts au secteur public. Ils présentent le risque d'un effet d'éviction potentiel du secteur bancaire et d'une sortie du Fonds d'épargne de son champ délimité d'intervention.

[17] Courrier de M. le directeur général de la CDC au premier Président de la Cour des comptes du 10 février 2017 en réponse aux observations de la Cour formulées suite à l'examen de la gestion du Fonds d'épargne pour les exercices 2012 à 2015.

La Caisse des dépôts souhaite cependant développer ce type de prêts, à une tarification compétitive. Selon la CDC, le développement de ce type de prêts, utiles aux collectivités territoriales et permettant de stimuler par ailleurs l'activité de prêts des banques commerciales, permettrait dans le même temps d'assurer un meilleur résultat du Fonds d'épargne, tendanciellement réduit par l'extinction progressive du stock d'anciens prêts à taux fixe et d'anciens prêts au logement social tarifés à TLA+75 pb.

5. Le système de prêts d'intérêt général du Fonds d'épargne au secteur du logement social repose sur une double mutualisation, à la fois du risque et du coût, aux bénéfices des OLS les plus fragiles et des logements les plus sociaux

La structuration de l'offre de prêts d'intérêt général accordés aux organismes de logement social et les règles régissant leur attribution permettent de réaliser en permanence une double mutualisation au service des objectifs de la politique publique du logement social.

Une première mutualisation, **sur le plan des risques**, intervient entre OLS. En effet, les taux pratiqués ne dépendent pas de la signature d'un organisme mais du type de prêt. Par ailleurs, il n'existe pas de contingentement des prêts à destination du secteur du logement locatif social. Les OLS présentant une situation financière ou un bilan fragile peuvent ainsi accéder à des financements de long terme, à des conditions avantageuses, car en parallèle la Caisse des dépôts et consignations prête, à des conditions similaires, à des organismes solides qui participent ainsi à la mutualisation du risque. **Cette situation met les OLS français dans une situation très différente de leurs homologues étrangers, pour lesquels la recherche de financiers et de financements est une priorité.**

Une seconde mutualisation, **sur le plan financier**, intervient également entre les produits proposés par la direction des prêts et le Fonds d'épargne. Cette mutualisation se fait entre les prêts à marges déficitaires et ceux à marges bénéficiaires. Schématiquement, la marge réalisée sur les prêts bénéficiaires permet de financer pour une quantité inchangée de ressources au Fonds d'épargne un volume supplémentaire de prêts pour des logements très sociaux (PLAI, éco prêts).

6. La recherche de financements extérieurs par les OLS devrait déboucher à tout le moins sur un panachage des sources de dettes

6.1. Le contexte inédit de taux amène de plus en plus d'OLS à s'interroger sur l'opportunité de diversifier leurs lignes de dette

La part dominante du Fonds d'épargne sur le financement du logement social n'exclut pas la présence d'acteurs privés sur ce segment de marché. Pour bénéficier des avantages fiscaux associés au financement sur fonds d'épargne, il suffit en effet que le projet immobilier soit financé à hauteur de 50 % par le Fonds, laissant donc une place pour un cofinancement privé.

Les acteurs du financement du logement social notent une volonté accrue des bailleurs de diversifier leurs sources de financement, y compris sur des emprunts de maturité longue. Plusieurs facteurs se conjuguent.

Tout d'abord, les taux d'intérêt demeurent durablement bas, et depuis quelques années sont négatifs sur certains marchés (cf. graphique 6). Dans ce contexte, le taux du livret A appliqué s'avère plus élevé depuis 2009 que les taux pratiqués sur le marché monétaire. Des OLS perçoivent les prêts de la Caisse des dépôts et consignations pour des maturités à moins de 10 à 15 ans comme moins compétitifs que le marché. Cette situation est amplifiée par la difficulté à trouver des contrats de *swap* pour le taux du livret A, étant donné le risque réglementaire que prendraient les offreurs d'un tel produit, puisque la formule réellement appliquée peut être potentiellement différente de la formule théorique.

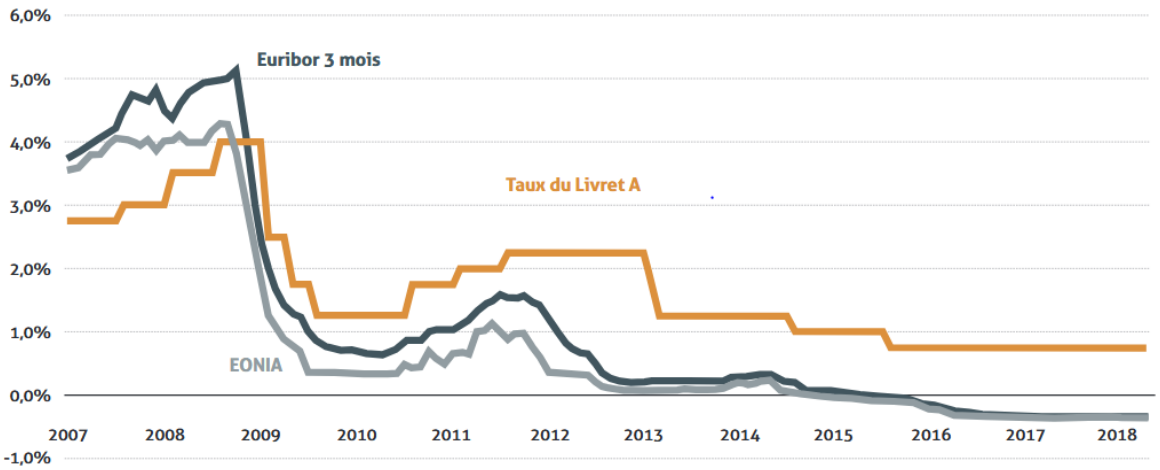
La création de grands opérateurs du logement social, disposant d'une capacité d'ingénierie financière plus importante, mais surtout la recherche de marges de manœuvre après la mise en œuvre de la réduction de loyer de solidarité (RLS), y contribuent également.

Des organismes de logements sociaux s'interrogent donc sur l'opportunité de diversifier leurs lignes de dette :

- par le biais de financements bancaires classiques ;
- par le biais d'acteurs institutionnels recherchant une part de marché plus importante sur le secteur, comme la Banque européenne d'investissement ou Action Logement
- par le biais de financements désintermédiés.

Il est à noter cependant que, fin 2018, une amplification de la diversification des lignes de dettes n'était pas vérifiée dans les données présentées par la CDC. En effet, les remboursements anticipés des OLS sur les prêts au logement social sont demeurés stables à 1 044 M€ en 2016, 1 268 M€ en 2017 et 1 079 M€ en 2018.

Graphique 6 : Évolution des taux d'intérêts 2007-2018



Source : Les HLM en chiffres, 2018, USH.

6.2. La diversification par le biais de financements bancaires

Un premier exemple est celui de BPCE. Le 20 décembre 2018, le groupe a annoncé que deux banques du groupe, le Crédit Foncier et la Caisse d'Épargne Hauts de France, avaient mis en place pour la première fois un prêt à 40 ans à un taux fixe de 2,78 % pour Partenord Habitat, office départemental du Nord, pour un montant de 40 M€. Sur une telle durée, le groupe BPCE ne pouvait se limiter à transformer les dépôts qui lui sont confiés. Natixis, banque d'investissement du groupe BPCE, a ainsi mobilisé les investisseurs institutionnels qui, comme le mentionne la banque, « *ont beaucoup de liquidités et (…) s'intéressent de plus en plus aux investissements socialement responsables* »[18].

Le groupe BPCE présente un encours de crédits sur le marché du logement social de l'ordre de 16 Md€ en 2019, pour une durée de vie moyenne des prêts de 15 ans en moyenne (crédits de moyen terme pour la construction et la rénovation ; crédits de court terme pour préfinancer les crédits de la Caisse des dépôts et consignations).

Constatant qu'un contexte durable de taux long très bas a rendu la ressource indexée sur le taux du livret A moins attractive et que la RLS induisait une recherche de marges de manœuvre financières supplémentaires, le groupe BPCE a mis en place ce nouveau produit. S'agissant du bailleur social, l'opération est transparente, puisqu'il n'a que la banque pour seul interlocuteur. Après le déblocage des fonds au bailleur, la dette est cédée à un ou plusieurs investisseurs de long terme, puis transite par le bilan de Natixis, qui structure le produit et place la dette. S'agissant des investisseurs de long terme acquéreurs (dans le cas de Partenord, allemands et belges), leurs exigences sont que la banque ait déjà une relation commerciale avec le bailleur pour attester un alignement d'intérêt. Ces investisseurs recherchent une dette de qualité, versant un rendement supérieur à l'OAT française.

BPCE envisage désormais de bâtir plusieurs opérations analogues, y compris sur de plus petits montants, pour ensuite les céder sur le marché par paquets sur une formule proche de la titrisation.

S'agissant de l'ampleur potentielle de cette diversification, l'empreinte de marché ne serait sans doute pas élevée. Le groupe BPCE estime le besoin de diversification de la dette des bailleurs sociaux à environ 1,5 Md€ par an, soit 10 % de la production annuelle de prêts au logement social de la CDC. L'objectif n'est pas de refinancer l'ensemble de la dette indexée au TLA. Par ailleurs, ces opérations ne seraient réalisées qu'après une analyse vigilante du bailleur social et ne pourraient donc pas intervenir pour tous les clients. Une forme de différenciation entre bailleurs interviendrait.

Un autre exemple est celui de l'opération Canopée, mise en place par un réseau de quatre bailleurs (Oise Habitat, OPAC Amiens, Opal, Reims Habitat). La Banque européenne d'investissement a accordé des prêts pour un montant de 107 M€, dont 35 M€ pour un bailleur dont la situation financière est pourtant estimée fragile par la CDC.

[18] AEFinfo, dépêche n° 600896 du 25 février 2019

6.3. La diversification par le biais de financements obligataires

Action Logement, un des acteurs les plus importants du logement social en France, a décidé de recourir à des financements obligataires. Sur la période 2019-2020, Action Logement déploiera un Plan d'investissement volontaire (PIV) d'un montant prévisionnel de 9,1 Md€, notamment au bénéfice des OLS, comprenant des subventions externes, des prêts bonifiés et des fonds propres à des structures immobilières. Le financement des mesures du PIV serait réalisé par le recours d'Action Logement Services à de la dette de marché, à hauteur prévisionnelle de 6,2 Md€, soit 68 % du besoin du financement[19].

Fin 2018, le groupe Batigère, intégré au groupe Action Logement, a, par exemple, levé 170 M€ sur des maturités de 7 ans à 20 ans, à taux fixe et sans garantie, dont

- 110 M€ de prêts *in fine* (prêts *bullet*), auprès principalement de banques mutualistes, pour des maturités comprises entre 7 ans et 20 ans ;
- 60 M€ d'émissions obligataires, avec l'appui et le conseil de Bayerische LB, pour des maturités de 15 ans à 20 ans.

Le groupe Batigère a, notamment, bénéficié de la bonne note que l'agence de notation Moody's, dans une note du 12 octobre 2018, lui a attribuée en première notation comme émetteur à long terme (A1 assortie d'une perspective stable).

L'analyse de Moody's prend tout spécialement en compte que le secteur français du logement social s'appuie « *sur un cadre institutionnel robuste confortant le profil de crédit du secteur [ANCOLS, CGLLS, CDC, fédérations]. (…) Comme pour l'ensemble des bailleurs sociaux privés, BATIGERE bénéficie de la forte probabilité de soutien de l'État français (noté Aa2, perspective positive) en cas de crise de liquidité via ces mêmes organismes publics qui constituent la base du cadre réglementaire et définissent l'environnement opérationnel du secteur. Le niveau élevé de soutien exceptionnel pris en considération dans la notation est révélateur du large périmètre de compétences dont dispose le régulateur en cas de difficultés financières d'un bailleur* ».

Il apparaît ainsi clairement que la capacité d'un OLS à lever de la dette sur les marchés est tributaire des mesures de sécurisation financière du secteur.

6.4. Si la dynamique de concentration du secteur se poursuit, le développement des capacités d'ingénierie financière pourrait appuyer un mouvement plus puissant de diversification

Le secteur locatif social a amorcé depuis 2015 un mouvement de concentration. En 2016, le groupe HRS a absorbé la SA Erilia ; le regroupement d'Action Logement a été effectif à compter du 1er janvier 2017. Le secteur, en cours de regroupement, s'organise désormais autour des deux grands acteurs que sont Action Logement et CDC Habitat (cf. annexe I).

Des groupes consolidés et de plus grande ampleur devraient accroître leur capacité d'ingénierie financière, rendant une perspective de diversification, à tout le moins partielle, de leurs lignes de dette d'autant plus probable.

[19] Cf. chapitre 6 du titre II de l'avenant à la convention quinquennale 2018-2022 entre l'État et Action Logement.

6.5. Le Fonds d'épargne a utilisé intensivement depuis 2012 les enveloppes de remise actuarielle pour limiter les refinancements extérieurs de ses prêts qui auraient risqué de déstabiliser son modèle économique

Les bailleurs sociaux, compte tenu de la conjoncture de taux très favorable, qui leur permet de refinancer à des taux fixes très bas leurs encours indexé sur TLA et bien margés, étaient tentés de rembourser par anticipation les encours. Les impacts budgétaires d'une telle opération auraient été importants du fait de la hausse du RGT. C'est pourquoi la CDC a utilisé les enveloppes de remise actuarielles qui lui ont été accordées pour renégocier les encours en introduisant systématiquement des clauses d'indemnités de remboursement anticipées.

Le plan Logement 2 inclut également des remises commerciales d'intérêt afin de pérenniser la gestion active de la dette par la CDC et lui donner des marges de manœuvre commerciales. La limitation des remboursements anticipés bénéficie financièrement au Fonds d'épargne, car l'effort commercial consenti est moindre que le montant potentiel de perte de résultat en cas de remboursement. Il peut apparaître étonnant que les bailleurs se contentent de ce seul effort de la CDC plutôt que d'une mise au marché de leurs prêts. En tant que banquier quasi-unique, la CDC a l'opportunité de travailler tout l'encours en offrant la possibilité d'allonger la maturité, de redessiner la fréquence de remboursement, plus généralement de gérer activement la dette des bailleurs en leur offrant des solutions, ce qui peut expliquer l'adhésion de ces derniers.

7. La concurrence face à la ressource TLA, si elle venait à trop s'amplifier, serait porteuse de risques pour la CDC, de réduction de la part des prêts très sociaux et matérialiserait un aléa moral

7.1. Le développement de financements extérieurs à la CDC, s'ils « juniorisent » la créance de cette dernière tout en bénéficiant de la sécurisation du système qu'elle apporte, matérialiserait un aléa moral injustifié

Les financements externes au Fonds d'épargne ont historiquement constitué une option disponible pour les bailleurs sociaux, mais leurs montants sont restés résiduels et leur coexistence avec ceux de la CDC n'a, jusqu'à la période récente, pas présenté de difficulté. Toutefois, leur développement significatif dans les années à venir pourrait, d'une part, accroître le niveau du risque intrinsèque du système de financement et, d'autre part, contribuer à réduire les emplois du Fonds d'épargne. Ces deux tendances ne seraient pas sans conséquences effectives sur le secteur du logement locatif social.

Les financements externes obtenus par certains OLS peuvent solliciter d'autres natures de garanties, par exemple des hypothèques, des nantissements de trésorerie, des cessions de créances de loyers. L'OLS n'a pas d'obligation contractuelle d'en informer la Caisse. Par ailleurs, il n'existe pas de « covenants »[20] dans les contrats de prêts de la CDC permettant de prévenir ce type de situation. En cas de difficultés, les prêteurs extérieurs peuvent donc exercer leurs covenants ou bénéficier de leurs garanties, tandis que la CDC ne peut qu'appeler la garantie de la collectivité territoriale ou celle de la CGLLS.

[20] Les covenants ou clauses de sauvegarde sont imposées par le créancier et lui permettent de demander sans délai le remboursement du capital initialement prêté si certains critères ne sont pas respectés.

Lorsque la situation financière de l'OLS est saine, les financeurs privés prennent ainsi avantage de la prise de risque assumée par la CDC et les collectivités territoriales (à travers leur garantie), pour obtenir une marge. En cas de difficultés avérées, *de facto*, la dette de la Caisse s'en trouve « juniorisée »[21], le prêteur tiers pouvant actionner ses sûretés ou contraindre l'OLS à des actions déterminées, sans articulation avec la CDC et avant celle-ci. Cet état de fait peut prospérer, alors que, dans le cadre actuel, la CDC ne dispose pas, faute de covenants, de visibilité sur la solvabilité réelle de l'OLS.

Le développement des financements externes, sans gestion du partage des garanties et sans suivi vigilant des risques supplémentaires pris par certains OLS, matérialiserait **un aléa moral** majeur. Comme le mentionne Moody's dans sa note sur Batigère en octobre 2018, le financement réglementé via la CDC et ses contraintes, notamment la nécessité de bénéficier d'une garantie publique, assurent la sécurité du système. La perception positive qu'ont les agences de notation de la qualité de crédit des organismes de logement social s'explique avant tout par l'existence d'un système réglementé **et non par la notation intrinsèque des bailleurs.** Or, le développement de financements de marché à des conditions très favorables est rendu possible par cet environnement. Par ailleurs, les prêteurs externes, comme les agences de notation, estiment qu'en cas de difficultés structurelles, un bailleur serait soutenu par l'environnement institutionnel existant. Le risque demeure néanmoins porté par le Fonds d'épargne, dont l'exposition au secteur est considérable, par l'État qui en garantit les ressources et par les collectivités territoriales qui garantissent les prêts.

Il apparaît nécessaire de prévenir toute potentielle dérive et de protéger les engagements financiers publics en qualifiant, par une disposition législative, les créances sur les OLS détenues par la CDC de dette privilégiée dont le remboursement, en cas de difficultés financières, est prioritaire dans l'ordre des paiements. Il est possible qu'une telle mesure aboutisse à renchérir le coût du financement auprès de prêteurs tiers, mais il serait inacceptable que des prêteurs privés, prêtant sans risque du fait de garanties publiques, réalisent un profit tout en bénéficiant d'une préséance sur les acteurs publics sécurisant le système.

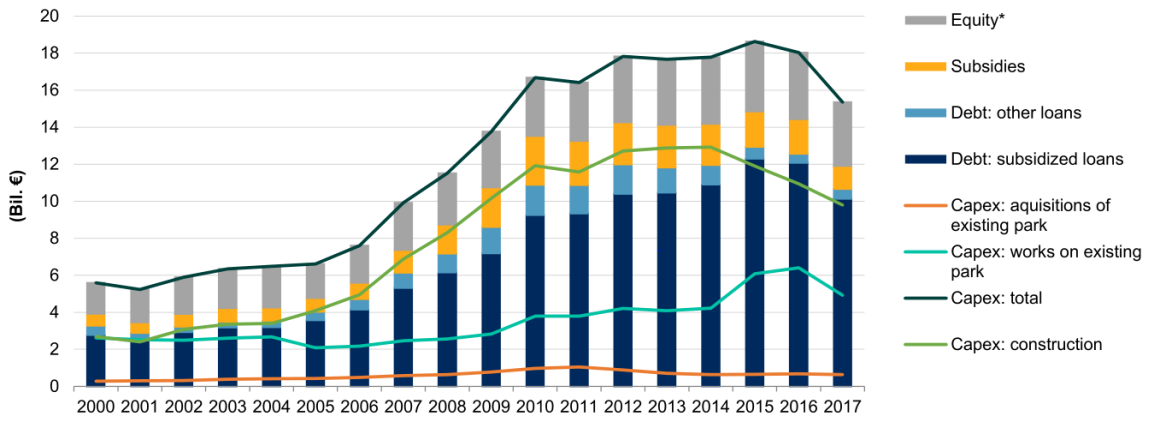
7.2. Des financements extérieurs à maturité plus courte démultiplieraient les points de refinancement, alors que le modèle économique et financier des OLS est fondé sur le lissage des annuités sur un temps très long

Dans une certaine proportion, une diversification du financement des OLS est à tout le moins probable. En revanche, la capacité des banques commerciales à refinancer une large portion de la dette détenue par la CDC ou à se substituer à la Caisse apparaît tout à fait improbable. Les banques commerciales ne le désirent d'ailleurs pas, préférant travailler dans le sillage de la CDC et bénéficier de son rôle stabilisateur et sécurisant. Quant à la diversification par le biais d'émissions obligataires, elle fait peser un risque plus sérieux de diversification non maîtrisée.

Le développement de prêts souscrits à taux fixe apporterait tout d'abord un risque de surendettement dans un contexte où les OLS présentent déjà un montant de dette significatif. **Le secteur du logement locatif est en effet endetté dans des proportions importantes**. La relance de l'effort de construction entre 2005 et 2008 et son maintien depuis lors ont été principalement financés par le recours à l'emprunt (cf. graphique 7).

[21] La dette « sénior », par opposition à la dette « junior », se caractérise par une priorité de paiement et des garanties spécifiques par rapport aux autres dettes.

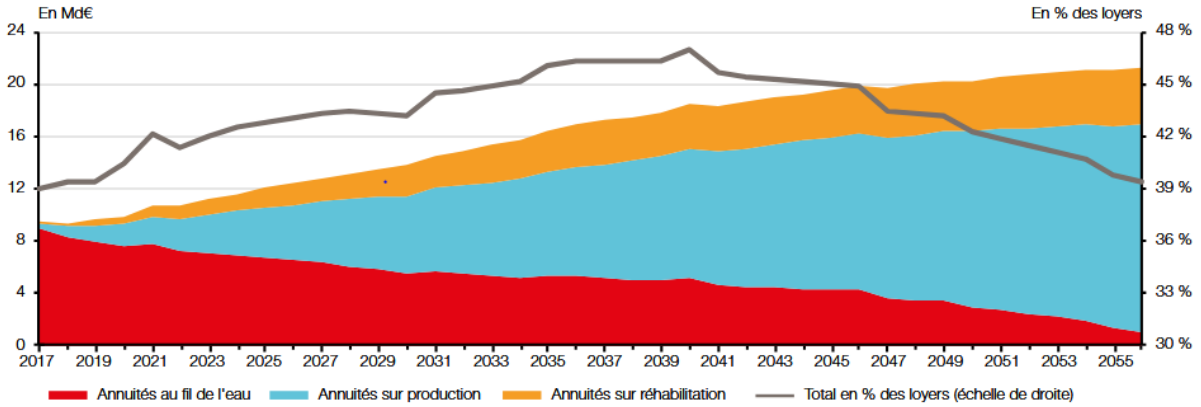
Graphique 7 : Dépenses d'investissement des bailleurs sociaux et origine des fonds en Md€ (2000-2017)



Source : S&P Global Ratings.

La mise en tension des ratios de dette des bailleurs a été renforcée par les mesures d'accompagnement prises depuis 2018 (PHBB, allongements de dettes). Cela se traduit notamment par des annuités financières projetées qui, rapportées aux loyers, sont en hausse jusqu'aux années 2040 où elles pourraient atteindre 48 % (cf. graphique 8) - la CDC estime que le niveau de 50 % constitue un seuil à partir duquel la situation financière d'un OLS est fragilisée.

Graphique 8 : Projection des annuités financières de bailleurs sociaux par nature des opérations (2017-2056)



Source : CDC.

Un recours supplémentaire à de la dette dans les conditions actuelles **serait susceptible de déporter cette courbe vers le haut**, toutes choses égales par ailleurs. Cette solution semble d'autant plus discutable que **la maîtrise de la dette du secteur est désormais un enjeu des années à venir**.

De plus, des points périodiques de refinancement, conséquence des maturités plus courtes d'endettement, ne seraient pas non plus neutres pour le secteur. La durée très longue des prêts est un gage de solvabilité du secteur. Le Fonds d'épargne réalise une transformation importante notamment pour assurer au secteur du logement social des financements longs. Le montant à amortir annuellement étant plus faible, la pression de trésorerie, étalée, est réduite. Si les OLS se financent auprès de tiers de manière plus massive, la maturité des dettes contractées sera plus courte. Il en ressortira des charges annuelles de trésorerie plus importantes, avec parfois des prêts *in fine* créant des murs de refinancement. En particulier, les OLS seront tentés d'utiliser des prêts de ce type s'ils comptent valoriser le patrimoine par de la vente. L'apparition d'événements de crédit du fait du raccourcissement des maturités pourrait aboutir à réduire la solvabilité du secteur.

L'ANCOLS soutient que le secteur du logement locatif social dispose d'un potentiel de refinancement aussi massif que sous-mobilisé. Le raisonnement repose principalement sur la prise en compte du degré de maturité du parc et son bon état général. Selon l'ANCOLS, l'endettement global du secteur ne représenterait ainsi que 15 années de capacité d'autofinancement brute annuelle. Pour l'ANCOLS, cette capacité d'autofinancement pourrait être utilisée par les OLS pour entièrement refinancer leurs prêts CDC à un taux d'intérêt inférieur au TLA. Dans ses échanges avec la mission, l'ANCOLS fait référence notamment à la possibilité pour des OLS gérant un parc très amorti, source d'une importante valeur, de gérer leurs lignes de dette sur des maturités plus courtes de l'ordre de 5 à 10 ans, ce qui les rapprocheraient du modèle des foncières privées.

Cette comparaison semble discutable sur au moins deux plans. Tout d'abord, l'adoption par des OLS d'un modèle de gestion de leur dette proche de celui des foncières privées repose sur une analyse financière contestable. D'une part, pour les OLS, les capitaux propres sont des capitaux « gratuits », qu'ils ne rémunèrent pas ou presque pas. Pour les foncières privées, les fonds propres ont un coût, celui du rendement versé à l'actionnaire. Par conséquent, elles ont besoin de lever de la dette pour bénéficier d'un effet de levier, alors qu'un OLS qui s'endette dégrade au contraire son équilibre financier. D'autre part, les foncières privées parviennent à gérer les moments de refinancement à courte échéance par une rotation synchronisée de l'actif. Un OLS ne fonctionne pas sur le même modèle économique et la vente, même lorsqu'elle est souhaitée par l'organisme dans une proportion modeste, est d'autant plus difficile que le parc social est souvent considéré – bien qu'aucun texte législatif ne le qualifie comme tel - comme « patrimoine de la Nation ».

Plus globalement, un refinancement significatif du secteur du logement social sur les marchés, sur des maturités déconnectées du cycle économique réel des OLS, non seulement introduirait un possible surendettement, mais aussi diminuerait en parallèle la capacité de la CDC à surveiller financièrement les organismes. Il resterait par ailleurs aux pouvoirs publics à gérer le déséquilibre important que cela entrainerait pour les fonds d'épargne. Au total, le niveau de risque systémique s'en trouverait sensiblement augmenté.

7.3. Un choc de diversification, par des opérations de refinancement massives des OLS, provoquerait un phénomène d'anti-sélection au niveau du Fonds d'épargne qui limiterait sa capacité à développer les prêts très sociaux et ne serait pas sans conséquences budgétaires pour l'État

Une très forte diversification des encours de la dette contractée auprès de la CDC par les organismes de logement social aurait un impact majeur sur le modèle d'affaires du Fonds d'épargne.

Il y aurait, en premier lieu, un effet d'anti-sélection. Les contreparties les plus risquées, qui n'auraient pas autant de facilité à se refinancer auprès de tiers, contracteraient de façon privilégiée avec le Fonds d'épargne, entrainant deux conséquences : (i) à court terme, des besoins en fonds propres accrus pour le Fonds du fait de l'application des règles prudentielles, ce qui grèverait dès à présent son résultat net[22] et (ii) à moyen terme, la détérioration potentiellement importante des marges du Fonds d'épargne du fait du risque de contrepartie. Par ailleurs les contreparties qui seraient parvenues à refinancer une partie ou la totalité de l'encours de dette contractée auprès de la CDC, se tournerait toujours vers le Fonds d'épargne pour financer les prêts les plus sociaux, pour lesquels le taux réglementaire reste compétitif par rapport au marché.

Par ailleurs, ces opérations de refinancement entraîneront nécessairement une augmentation des remboursements anticipés sur les prêts les mieux margés. Or, les prêts anciennement contractés par le Fonds d'épargne bénéficient de marges supérieures aux prêts plus récents. La vague de remboursements anticipés concernerait donc les prêts les mieux margés.

Il résulterait de ces différents effets que le Fonds d'épargne **ne serait plus en mesure d'assurer la péréquation entre les prêts les plus subventionnels (PLAI, éco-PLS) et les prêts les moins subventionnels (PLS, PLI) de la gamme, laquelle permet aujourd'hui de débudgétiser les aides apportés aux logements les plus sociaux ainsi qu'aux rénovations thermiques.**

De surcroît, des effets budgétaires très importants seraient également attendus. Outre la dégradation de la marge d'intérêt du Fonds d'épargne, la baisse de la production de prêts à TLA se traduirait rapidement par un déficit d'actifs indexés sur le TLA et donc par une hausse du RGT, qui placerait le Fonds d'épargne en situation d'insuffisance de fonds propres. Le résultat net du Fonds se détériorerait en conséquence, compromettant ainsi son modèle d'affaires et limitant sa capacité à ouvrir de nouvelles enveloppes de prêts à taux subventionnel.

* * *

Le financement des bailleurs sociaux par des prêts consentis sur les ressources du Fonds d'épargne constitue un système singulier et robuste qui a fait ses preuves, y compris en période de crise. Sa préservation constitue un élément essentiel de sécurisation et de solvabilisation du secteur du logement locatif social. Il est, à ce titre, tout à fait notable que l'ensemble des OLS rencontrés, même s'ils sont parfois critiques vis-à-vis de certaines rigidités du système de financement, affirment tous leur attachement aux financements sur fonds d'épargne et au rôle joué par la CDC. Cette situation met les OLS français dans une situation très différente de celle de leurs homologues étrangers, pour lesquels la recherche de financiers et de financements est une priorité.

[22] Du fait de l'augmentation des dotations au Fonds pour risques bancaires généraux.

ANNEXE IV

L'apport de fonds par des acteurs privés dans le logement social

Annexe IV

SOMMAIRE

1. L'INTÉRÊT RÉEL DES INVESTISSEURS PRIVÉS POUR LE LOGEMENT SOCIAL, LIÉ À UNE MOINDRE RENTABILITÉ D'AUTRES CLASSES D'ACTIFS, EST POTENTIELLEMENT PASSAGER 1

1.1. La plupart des investisseurs institutionnels expriment actuellement un intérêt réel pour le logement par comparaison à d'autres classes d'actifs 1

1.2. Plusieurs opérations à forte visibilité dans le logement intermédiaire et abordable expliquent la curiosité des investisseurs pour le logement social 3

1.2.1. L'opération Vesta a permis l'ouverture de 80 % du capital d'une foncière de 4 000 logements abordables à un consortium d'investisseurs institutionnels 3

1.2.2. La constitution des Fonds de logement intermédiaire par Ampère gestion, filiale de CDC Habitat, et de la Société pour le logement intermédiaire a permis d'élargir l'horizon d'investissement des institutionnels 4

1.3. Le logement social constitue le seul segment de l'immobilier résidentiel de taille industrielle susceptible d'absorber des capitaux importants 5

1.4. L'appétence des investisseurs à investir dans le logement social repose principalement sur une logique de rendement stable et peu risqué 6

1.4.1. Parmi les différentes logiques d'investissement présentées, celle qui prévaut est la recherche d'un rendement stable et peu risqué sous forme de coupon annuel 6

1.4.2. Ces stratégies indiquent que les investisseurs institutionnels ne financeront pas les logements les plus sociaux, ni ceux situés dans les zones détendues 8

1.5. Plusieurs caractéristiques inhérentes au secteur du logement social limiteront l'intérêt des investisseurs institutionnels 10

1.5.1. La capacité à servir un rendement élevé ne peut être envisagée en période de conventionnement social 10

1.5.2. Le fort encadrement administratif des logements sociaux et l'évolution de la réglementation constituent un risque fort pour les investisseurs 10

1.5.3. Dans le cas des compagnies d'assurance, les règles prudentielles qui s'appliquent rendent les investissements immobiliers très consommateurs en fonds propres 11

2. LA VENTE DE LOGEMENTS SOCIAUX OFFRE LA POSSIBILITÉ DE GÉNÉRER DE NOUVELLES RESSOURCES POUR LES BAILLEURS SOCIAUX, AVEC UN POTENTIEL TOUTEFOIS LIMITÉ À 0,5 % DU PARC PAR AN 11

2.1. Les données financières issues des OLS confirment que la vente d'un logement permet d'en construire deux à trois nouveaux 11

2.1.1. La valeur nette comptable des logements sociaux figurant à l'actif des OLS est amortie à plus de 34 % sur l'ensemble du parc hors SEM agréées 11

2.1.2. La vente d'un logement social largement amorti permet de dégager une plus-value importante servant à construire deux à trois nouveaux logements 14

2.1.3. La vente de logements sociaux à des acquéreurs institutionnels se destinant à en poursuivre la gestion locative supposera une autre méthode de valorisation 17

2.2. Les ventes à des personnes physiques, limitées à 10 500 logements sociaux par an, peuvent s'accroître du fait des allègements prévus par la loi ELAN 20
2.2.1. Les ventes à des personnes physiques sont demeurées limitées à environ 10 500 logements sociaux par an jusqu'à la fin de l'année 2017 20
2.2.2. La loi ELAN a assoupli les règles applicables à la vente entre organismes et à des personnes physiques et prévu la création de sociétés de vente HLM 21
2.3. La cession en bloc des logements PLS de plus de quinze ans les plus attractifs, autorisée par la loi ELAN, concerne moins de 0,5 % du parc 24
2.3.1. La loi ELAN a prévu une nouvelle procédure autorisant les OLS à céder en bloc des logements PLS de plus de quinze ans à des acquéreurs institutionnels 24
2.3.2. En 2019 le stock concerné par cette nouvelle modalité est de 60 000 logements en France et seulement de 14 000 logements dans l'agglomération parisienne 24
2.3.3. En tendance sur les dix prochaines années, le stock des logements PLS de plus de quinze ans demeurera limité 25
2.4. L'extension de la vente en bloc aux PLS de plus de dix ans et aux PLUS ne constituerait pas une source de fonds propres systématique 27
2.4.1. Intégrer les PLS de plus de dix ans dans le périmètre de la vente en bloc à des acquéreurs institutionnels permettrait de doubler le parc cessible en 2019 27
2.4.2. L'extension de la vente en bloc aux logements PLUS accroîtrait fortement le parc cessible, sans permettre des ventes effectives dans les mêmes proportions 27
2.5. La solution alternative visant à transformer des logements sociaux en logements intermédiaires ou libres gérés par les bailleurs sociaux présente les mêmes difficultés 31

3. LES MONTAGES EN DÉMEMBREMENT DE PROPRIÉTÉ CONSTITUENT DES SOLUTIONS LIMITÉES POUR LES ORGANISMES ET NE RÉPONDENT PAS AUX ATTENTES GÉNÉRIQUES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS 33

3.1. La possibilité de faire financer la nue-propriété des logements sociaux par un acteur privé ne répond pas à la logique classique des institutionnels 33
3.1.1. L'usufruit locatif social a permis la création du produit d'investissement « Perl », dont l'attrait concerne essentiellement les investisseurs personnes physiques 34
3.1.2. Dans le cadre du plan Logement établi par la CDC en 2018, l'offre « Tonus » a mobilisé l'usufruit locatif social pour la construction de 7 000 logements neufs 34
3.2. Une formule équivalente à une cession d'usufruit au profit d'investisseurs privés permettrait de générer un afflux ponctuel de fonds pour certains OLS ... 35
3.3. La possibilité de dissocier foncier et bâti constitue principalement un mécanisme d'accession à la propriété pour les locataires du parc 37

4. LES TITRES PARTICIPATIFS ÉMIS PAR LES OLS NE SERAIENT SOUSCRITS PAR DES INVESTISSEURS QU'À LA CONDITION D'UNE RENTABILITÉ FORTE EXCÉDANT SENSIBLEMENT LES PLAFONDS EXISTANTS 39

5. L'ENTRÉE EN CAPITAUX PROPRES D'INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LE SECTEUR DU LOGEMENT SOCIAL PEUT ÊTRE RÉALISÉE SELON PLUSIEURS OPTIONS D'INTÉRÊT ET DE SOPHISTICATION VARIABLES 42

5.1. Toutes les options devront tenir compte de la nature de SIEG du logement social et de la nécessité de prévenir tout transfert de la valeur patrimoniale créée sur des fonds essentiellement publics 42

5.1.1. Le logement social forme un service d'intérêt économique général (SIEG) au sens du droit européen, justifiant des compensations publiques..... 42

5.1.2. Des dispositions nationales garantissent que la valeur du patrimoine des OLS, constituée sur fonds publics, ne fasse pas l'objet d'une appropriation indue 48

5.2. La création de fonds dédiés à des opérations définies répond fortement aux attentes des investisseurs mais serait porteuse d'un risque en matière de commande publique 50

5.2.1. L'attractivité pour des investisseurs d'une formule par fonds dédiés dépend autant de la réputation de l'OLS que des logements concernés..... 51

5.2.2. La faisabilité juridique de cette formule est grevée d'une incertitude forte tenant à l'application des règles de la commande publique 52

5.2.3. L'acceptabilité sociale de cette formule suppose de prévoir des règles de reconstitution du parc social 58

5.3. L'entrée de nouveaux investisseurs au capital des ESH et des SEM constitue une solution alternative à la constitution de fonds et suppose de desserrer les contraintes pesant sur la structuration du capital et la lucrativité 58

5.3.1. La formule de l'entrée de nouveaux investisseurs au capital des ESH et des SEM suppose un engagement plus étendu qu'en cas d'opérations dédiées58

5.3.2. Cette formule, réservée aux seules ESH et SEM, nécessiterait une modification des règles pour l'ensemble d'entre-elles alors que seules certaines en bénéficieront 62

5.3.3. L'assouplissement des règles de cession des actions et de distribution d'une partie de la plus-value de cession nette des logements cédés multiplie les risques d'enrichissement indu et suppose des garde-fous..... 64

5.4. La création d'un nouveau statut optionnel, sous forme de foncière d'habitat social, constituerait une alternative souple, mais introduirait une dualité dans le secteur du logement social 66

5.4.1. La création de ce nouveau statut d'organisme accessible sur option rapprocherait les foncières d'habitat social des foncières privées..... 66

5.4.2. L'exercice du droit d'option par des ESH et des SEM suppose la définition de règles précises garantissant la bonne fin des opérations de transformation..... 67

5.4.3. Cette formule est susceptible de complexifier les schémas de compensation des OLS au titre du SIEG du logement social 70

5.5. La dernière option serait l'ouverture des activités de logement social à tous les gestionnaires immobiliers respectant un « cahier des charges social »..... 71

1. L'intérêt réel des investisseurs privés pour le logement social, lié à une moindre rentabilité d'autres classes d'actifs, est potentiellement passager

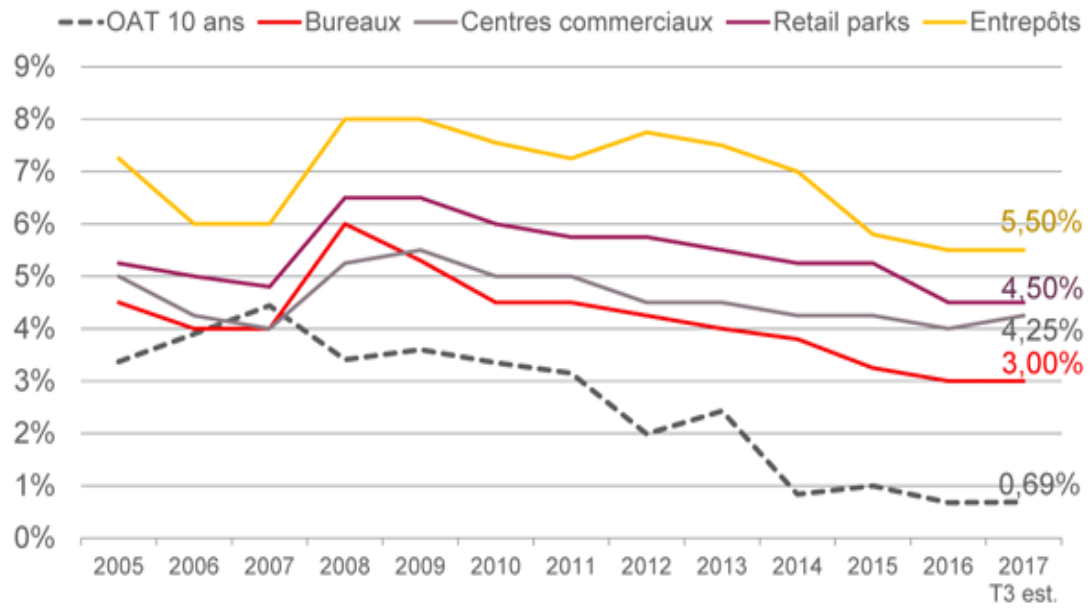
1.1. La plupart des investisseurs institutionnels expriment actuellement un intérêt réel pour le logement par comparaison à d'autres classes d'actifs

Les investisseurs privés, institutionnels comme financiers, rencontrés par la mission expriment **un intérêt par défaut pour le logement**, en comparaison à d'autres classes d'actifs (cf. graphique 1).

Les taux de rendement de l'immobilier de bureau s'établissent à un niveau plus élevé que ceux de l'immobilier résidentiel, en moyenne entre 3,25 % et 3,50 % nets par an, mais l'écart qui existait entre ces deux classes d'actifs s'est réduit, en particulier en région parisienne (cf. graphique 2). Par ailleurs, deux différences fondamentales sont observées entre l'immobilier résidentiel et l'immobilier d'entreprise :

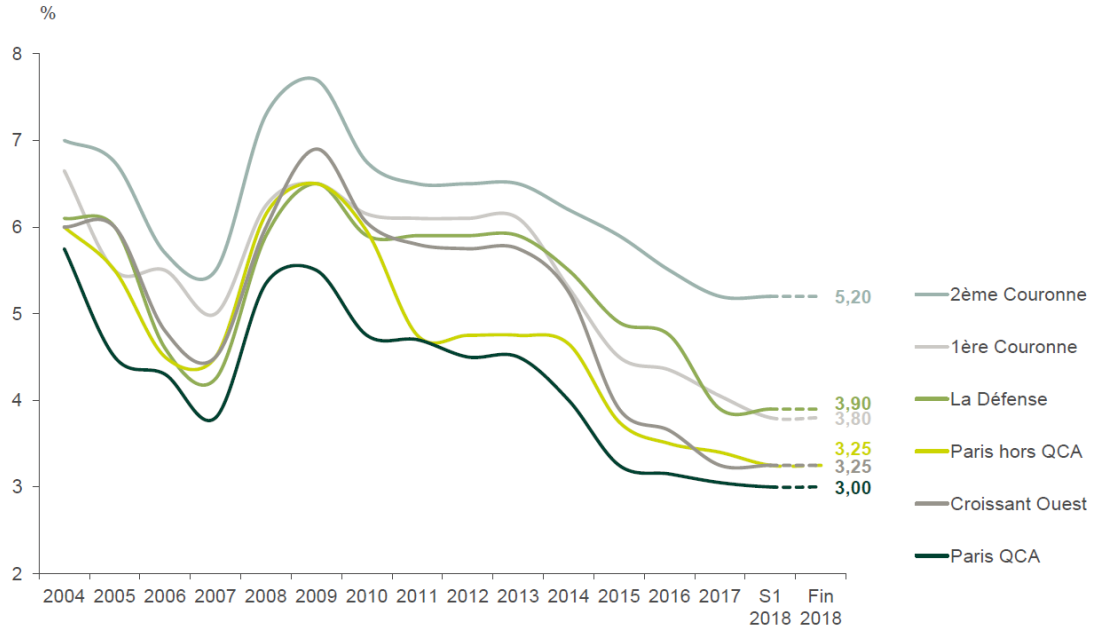
- la valeur du m^2 résidentiel apparaît beaucoup plus résiliente que celle des bureaux, ce qui limite le risque de perte de valeur et conserve le potentiel de réversion ;
- le taux d'occupation est plus élevé dans le résidentiel que dans l'immobilier de bureau, ce qui diminue la prime de risque pour vacance.

Graphique 1 : Taux de rendement « prime » et OAT 10 ans entre 2005 et le T3 2017



Source : Savills, Banque de France.

Graphique 2 : Taux de rendement « prime » - Bureaux Île-de-France entre 2004 et fin 2018



Source : BNP Paribas Real Estate.

D'autre part, à ce jour, les taux de rendement obligataires s'établissent en moyenne à 0,50 % par an, ce qui ne permet plus de compenser l'inflation. Les investisseurs institutionnels devant couvrir des passifs longs, comme les assureurs-vie ou les fonds de pension, s'intéressent par conséquent à l'immobilier résidentiel dans la mesure où :

- les rendements moyens nets observés sur cette classe d'actifs sont de 2,50 % par an – ce qui constitue un différentiel de taux (*spread*) significatif par rapport aux titres souverains sans risque ;
- le risque d'inflation est écarté du fait de l'indexation des loyers.

Cet intérêt pour l'immobilier est néanmoins conjoncturel. Dans les années 1990, la crise de l'immobilier a incité beaucoup d'acteurs à vendre leurs actifs résidentiels afin de capter des plus-values. Le mouvement s'est poursuivi dans les années 2000, les institutionnels préférant arbitrer leur parc résidentiel, dont les rendements étaient de 3,5 % à 3,8 % nets par an, au profit d'investissements en immobilier de bureau présentant des rendements de l'ordre de 6 % par an (cf. encadré 1). C'est donc principalement la baisse des taux d'intérêt et la moindre rentabilité de l'immobilier professionnel qui expliquent le regain d'intérêt actuel des investisseurs institutionnels pour le secteur du logement.

Encadré 1 : Ventes de logements détenus par les investisseurs institutionnels à Paris au cours des années 1990 et 2000

- La taille du parc résidentiel parisien détenu par les investisseurs institutionnels a été divisée par deux entre 1995 et 2000, passant de 60 000 logements à 30 000 logements.
- Au début des années 2000, en moyenne 4 000 logements anciens étaient vendus à la découpe à Paris par les investisseurs institutionnels, soit près de 10 % des transactions annuelles enregistrées dans la capitale.
- Plusieurs opérations de taille importante ont été réalisées par des intermédiaires. Début 2003, Cogedim a créé un fonds d'investissement dédié, « Cogedim Valorisation », dont l'objet était d'acquérir des immeubles à Paris, de les réhabiliter puis de les revendre au détail.
- À la même période, la Ville de Paris a procédé à des achats d'immeubles en bloc afin d'augmenter son parc de logements sociaux : entre 2001 et 2003, 4 500 logements ont ainsi été acquis auprès des assureurs AGF et AXA.

Source : Mission (d'après entretiens et presse économique).

1.2. Plusieurs opérations à forte visibilité dans le logement intermédiaire et abordable expliquent la curiosité des investisseurs pour le logement social

1.2.1. L'opération Vesta a permis l'ouverture de 80 % du capital d'une foncière de 4 000 logements abordables à un consortium d'investisseurs institutionnels

Le groupe SNCF est le deuxième propriétaire foncier de France et possède, *via* l'entité ICF Habitat, près de 100 000 logements, dont 90 % sont sociaux et 10 % intermédiaires ou libres. Une partie de ces logements libres figure au patrimoine de la foncière Vesta.

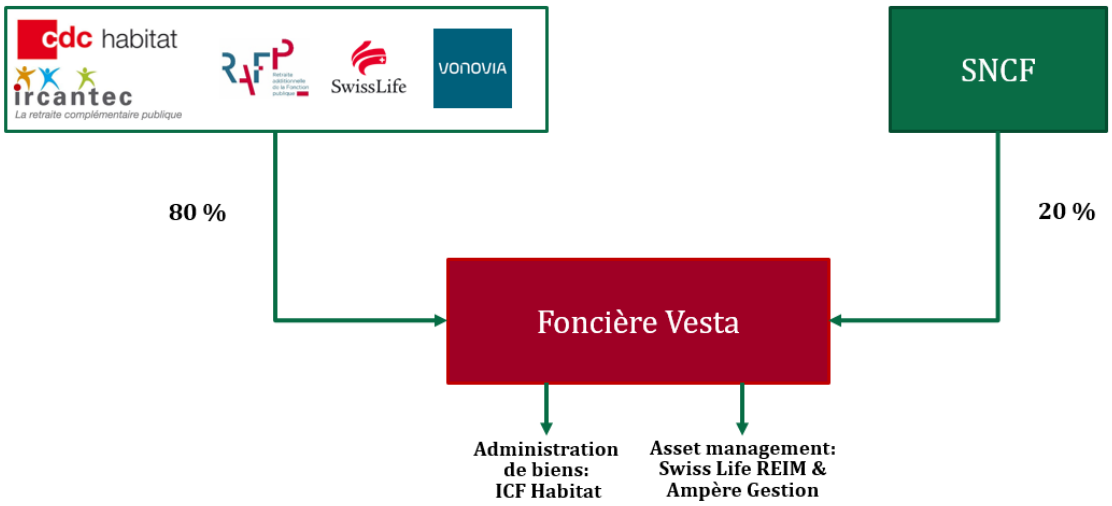
Cette foncière détient un portefeuille de 3 935 logements du secteur libre, dans 128 immeubles situés en majorité en zone tendue, avec une forte présence à Paris et en Île-de-France (60 % des loyers) ainsi que dans les grandes métropoles françaises (Lyon, Marseille, Toulouse et Bordeaux). Les actifs de cette foncière présentent un attrait du point de vue d'un investisseur étant donné :

- le faible taux de vacance des logements ;
- la croissance des loyers estimée à 4 % par an sur la base du plan d'affaires ;
- un taux de réversion, c'est-à-dire de capacité à dégager une plus-value de cession, élevé des logements de l'ordre de 31 %.

Afin de financer plusieurs investissements, le groupe a fait le choix de céder 80 % des parts de la foncière Vesta au second semestre 2018 pour un montant de 1,4 Md€ à un consortium d'investisseurs institutionnels (cf. graphique 3). Cette opération a constitué la plus importante transaction immobilière sur le marché immobilier français en 2018 et la plus importante depuis 2009 dans le secteur résidentiel. **L'appel à manifestation d'intérêt a suscité une dizaine d'offres de rachat de parts pour un montant cumulé compris entre 11 et 12 Md€**.

L'objectif recherché était aussi celui d'un maintien de l'administration des logements par la SNCF, qui les détenait à 100 % avant l'ouverture du capital de la foncière, à travers un contrat d'administration de biens et un mandat de maîtrise d'ouvrage déléguée.

Graphique 3 : Structure de l'opération Vesta



Source : Mission.

1.2.2. La constitution des Fonds de logement intermédiaire par Ampère gestion, filiale de CDC Habitat, et de la Société pour le logement intermédiaire a permis d'élargir l'horizon d'investissement des institutionnels

Plusieurs fonds se sont déjà constitués afin d'atteindre un objectif de production de 35 000 logements intermédiaires réalisés par des partenaires institutionnels. Le fonds lancé par l'Etat et géré par CDC-Habitat au sein de la Société pour le Logement Intermédiaire (SLI) vise la production de 13 000 logements, qui s'ajouteront notamment aux productions propres des filiales de la CDC. 8 470 logements ont ainsi fait l'objet d'un agrément en 2017.

En juillet 2014, CDC Habitat, filiale à 100 % de la CDC, a lancé un Fonds de logement intermédiaire (FLI) dédié aux logements intermédiaires neufs situés dans les zones tendues. Cette opération a permis de lever 1 Md€ de capitaux propres (1,8 Md€ de capacité d'investissement) auprès de 17 investisseurs institutionnels en 2014-2015 pour financer la production de près de 10 000 logements.

Plusieurs éléments ont contribué à susciter l'adhésion de ces investisseurs institutionnels :

- **la capacité à équilibrer financièrement les opérations** du FLI *via* une exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) pendant 20 ans et une capacité de rotation du parc de logements à compter de la 11e année, dans la mesure où le loyer d'un logement intermédiaire se situe 10 à 15 % en dessous du loyer de marché ;
- **la définition d'une « thèse d'investissement » détaillée**, impliquant que toute dérogation à celle-ci fasse l'objet d'une validation par le conseil du fonds (cf. encadré 2).
- **un engagement limité** dans la durée, le FLI ayant un terme de 20 ans, et dans l'espace, les logements construits se situant uniquement en zone tendue, donc présentant un potentiel de réversion important ;
- **le choix d'un gérant d'immeubles reconnu**, CDC Habitat faisant partie du groupe CDC et assurant la gestion locative de près de 300 000 logements.

Encadré 2 : La thèse d'investissement du FLI

- Un régime fiscal adapté :
  - TVA à taux de 10 % sur les travaux ;
  - exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) pendant 20 ans ;
  - engagement de conserver 50 % des actifs pendant au moins dix ans et 50 % pendant au moins quinze ans.
- Des investissements concentrés sur les zones tendues :
  - localisation géographique à Paris, en banlieue parisienne et dans les principales métropoles françaises ;
  - sélection des emplacements sur la base d'études externes et sur le retour d'expérience de CDC Habitat dans la gestion de son portefeuille de logements intermédiaires ;
  - réintégration dans la performance du fonds d'une partie de la prime de risque et de distribution des constructeurs.
- Des loyers indexés :
  - taux de rentabilité brut moyen cible de 4,8 % ;
  - recherche d'un avantage compétitif par la fixation d'un loyer de 15 % en dessous des prix du marché ;
  - risque de vacance minimisé par la localisation des logements et le niveau des loyers ;
  - indexation sur l'indice de référence des loyers (IRL) sécurisée sur l'horizon d'investissement en raison de l'écart entre les loyers libres et les loyers du fonds.
- Une décote minimale de 20 % sur le prix d'acquisition ;
- Des logements performants au plan énergétique et adaptés à la demande :
  - principalement des logements de 2/3 pièces correspondant aux besoins identifiés à long terme pour la population française ;
  - performance énergétique conforme à la directive européenne 2010/31/UE (< 50 Kwh/m^2 PE).

Source : Mission (d'après entretiens et documentation du FLI).

Le deuxième Fonds de logement intermédiaire (FLI 2) a été immatriculé en octobre 2015 et dispose de 1 Md€ de fonds propres. L'objectif fixé est la production de 13 000 nouveaux logements.

1.3. Le logement social constitue le seul segment de l'immobilier résidentiel de taille industrielle susceptible d'absorber des capitaux importants

Le montant cumulé des offres formulées lors de l'opération Vesta, soit plus de 10 Md€ (cf. 1.2.1), de même que les montants investis dans le cadre des FLI 1 et 2 (cf. 1.2.2), illustre la disponibilité actuelle de capitaux détenus par les investisseurs institutionnels. Les échanges menés par la mission auprès de plusieurs d'entre eux ont confirmé leur souhait de pouvoir participer à **des opérations dans le logement en général, et dans le logement social en particulier, qui puissent atteindre une taille minimale approchant 1 Md€**.

Le rapport de la Commission des comptes du logement pour 2017 recense 12,5 millions de logements destinés à la location en France dont 7,3 millions de logements du secteur libre et 5,2 millions de logements sociaux (cf. tableau 1).

Tableau 1 : Composition du parc de logements en France

Type	Nombre (en milliers)	Part (en %)
Résidences principales	**29 557**	**82**
Propriétaires occupants	17 065	47
Locataires	12 492	35
▪ *Secteur libre*	*7 282*	*20*
▪ *Secteur social*	*5 210*	*14*
Résidences secondaires	**3 429**	**10**
Logements vacants	**3 049**	**8**
Ensemble	**36 035**	**100**

Source : Comptes du logement 2017.

Sur ces 7,3 millions de logements, moins de 3 % sont détenus par des investisseurs institutionnels, l'essentiel étant donnés en location par des propriétaires personnes physiques[1]. Dans cette mesure, **le secteur libre n'offre pas les caractéristiques permettant d'envisager des opérations de grande envergure étant donné sa très forte dispersion**. La mission a ainsi pu relever au cours de ses entretiens que la taille moyenne des parcs à laquelle faisaient référence les sociétés immobilières privées se situaient aux alentours de 15 000 logements.

En revanche, le secteur du logement social, composé de 5,2 millions de logements, est réparti entre 825 organismes, dont 543 détenant 91,9 % du parc (cf. annexe I). Par conséquent, **ce secteur offre une taille industrielle susceptible d'absorber des capitaux importants, ce qui en renforce l'attrait pour les investisseurs institutionnels** en recherche de supports d'investissement.

1.4. L'appétence des investisseurs à investir dans le logement social repose principalement sur une logique de rendement stable et peu risqué

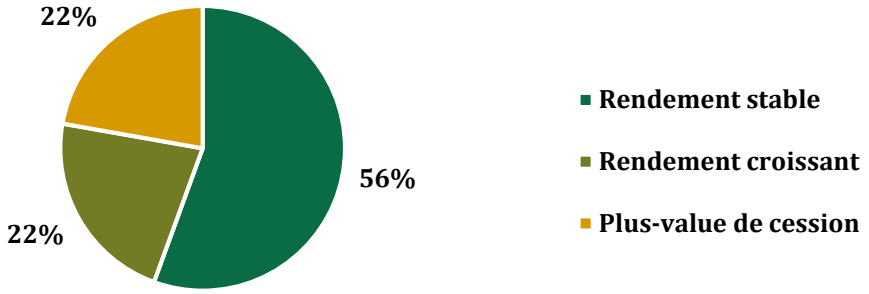
1.4.1. Parmi les différentes logiques d'investissement présentées, celle qui prévaut est la recherche d'un rendement stable et peu risqué sous forme de coupon annuel

Les entretiens menés auprès de différents investisseurs institutionnels, de leurs conseils financiers, de leurs représentants et d'experts immobiliers ont permis de délimiter trois stratégies principales d'investissement, lesquelles se retrouvent dans des proportions différentes (cf. graphique 4) :

- **la recherche d'un rendement stable et limité aux alentours de 3 % nets par an**, ainsi qu'une rotation minimale de l'actif après dix ans, constitue la stratégie prépondérante des investisseurs institutionnels (cf. 1.4.1.1) ;
- **la logique de rendement croissant au cours du temps**, par accroissement des loyers sociaux à la suite de travaux d'amélioration ou sortie du parc social, concerne certains gestionnaires d'actifs (cf. 1.4.1.2) ;
- **la stratégie consistant à construire un rendement assis quasi-exclusivement sur le potentiel de réversion des logements** a également été identifiée dans un certain nombre d'entretiens, la plupart des investisseurs couplant néanmoins cette logique à la recherche d'un rendement courant, bien que modéré, au cours de la période de conventionnement social (cf. 1.4.1.3).

[1] Assemblée nationale, Rapport d'information de Mme Dominique Estrosi Sassone, fait au nom de la commission des affaires économiques, *Faire revenir les investisseurs institutionnels sur le marché locatif résidentiel : quelles perspectives ?*, n° 180 (2017-2018), 19 décembre 2017.

Graphique 4 : Répartition des investisseurs par stratégie d'investissement envisagée



Source : Mission.

1.4.1.1. La recherche d'un rendement stable limité à 3 % nets par an et d'une liquidité après dix ans est caractéristique des investisseurs institutionnels

La recherche d'un rendement stable de l'ordre de 3 % nets par an constitue la stratégie des investisseurs institutionnels devant couvrir des passifs de long terme, en particulier s'agissant du versement de pensions de retraite ou de prestations d'assurance-vie.

À ce titre, les assureurs-vie garantissent un rendement en euros à leurs assurés sur la base du capital investi et cherchent à diversifier leurs investissements. L'investissement dans l'immobilier locatif permet de compenser les taux obligataires faibles, de l'ordre de 0,50 % pour des OAT à 5 ou 10 ans, et de servir une rémunération globale de 1,50 % en assurance-vie telle que définie par la loi Sapin II[2]. Par ailleurs, l'assurance-vie est à long-terme, d'où le besoin d'investissements de même maturité afin d'équilibrer les opérations.

Les rendements pris en compte sont les rendements comptables, ce qui signifie qu'il n'y a pas de valorisation financière de la plus-value latente liée à la perspective de revente des logements. Les assureurs-vie font peu tourner leur patrimoine et ils réalisent des cessions dans une logique de repositionnement : vente d'un actif présentant un fort risque de vacance, couverture d'activités moins bénéficiaires, logique de concentration géographique du parc détenu. **Néanmoins, la mission a pu relever qu'en règle générale les investisseurs institutionnels visant une stratégie de rendement courant modéré envisageaient généralement la prise en compte d'une rotation minimale du parc détenu après une période de détention de dix ans afin d'améliorer le rendement global de leurs investissements.**

1.4.1.2. La recherche d'un rendement croissant par réévaluation des loyers sociaux ou sortie du parc social concerne certains gestionnaires d'actifs

Plusieurs investisseurs privés, en particulier de nationalité étrangère ou détenant des actifs immobiliers dans d'autres pays d'Europe, retiennent une stratégie consistant à :

[2] Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

- détenir des logements conventionnés pendant les premières années de détention, en appliquant les loyers prévus dans le cadre du conventionnement social ;
- réaliser des travaux d'amélioration des logements au départ des locataires qui étaient présents lors du rachat des logements ;
- appliquer des loyers plus élevés lors de l'entrée dans les lieux de nouveaux locataires ou, de manière alternative, céder les logements rénovés sur le marché afin d'en dégager une plus-value.

Les investisseurs retenant cette stratégie établissent ainsi l'équilibre financier de leurs opérations en deux temps avec une phase de conventionnement social pur puis une phase progressive de rattrapage par rapport aux loyers de marché. Ce faisant, ces investisseurs seraient susceptibles d'apporter les capitaux nécessaires à la réhabilitation/rénovation des logements sociaux. Cette logique de rendements croissants est celle qui prévaut dans le modèle allemand et elle fonde la rentabilité de Vonovia (cf. annexe comparaisons internationales).

1.4.1.3. L'entrée dans le logement social dans l'optique d'un conventionnement limité dans le temps et d'un rendement sur plus-value de cession est aussi envisagée

Contrairement à la logique de rendement croissant envisagée par certains investisseurs, d'autres retiennent davantage une logique plus limitée dans le temps consistant à :

- acquérir des logements sociaux conventionnés avec une décote de prix liée au rendement très limité sur la période de conventionnement restant à courir ;
- assurer une exploitation courante avec des loyers plafonnés, incluant des travaux de gros œuvre, d'entretien et de maintenance sans recherche d'amélioration ;
- céder les logements à prix de marché au terme du conventionnement pour en dégager une plus-value de cession.

Si certains investisseurs rencontrés par la mission retiennent uniquement cette stratégie consistant à calculer le rendement de l'opération quasi-exclusivement à partir de la plus-value, **la plupart des institutionnels envisagent plutôt la plus-value de cession davantage comme une option pouvant intervenir au cas par cas pour améliorer la rentabilité d'ensemble des opérations, sans négliger un rendement courant de l'ordre de 3 % nets par an**

1.4.2. Ces stratégies indiquent que les investisseurs institutionnels ne financeront pas les logements les plus sociaux, ni ceux situés dans les zones détendues

Deux éléments caractéristiques de la rentabilité recherchée par les investisseurs institutionnels montrent qu'ils orienteront leurs investissements vers les logements les plus proches du marché et situés dans les zones dynamiques :

- **la recherche d'un rendement courant de 3 % nets par an suppose l'application de loyers de type PLS**, c'est-à-dire les plus proches du marché libre ; il apparaît difficile d'obtenir une rentabilité équivalente avec les loyers de type PLUS et impossible avec les loyers les plus sociaux de type PLAI (cf. tableau 2) ;
- **la capacité à obtenir un potentiel de réversion suffisant suppose que la valeur des logements s'accroisse avec le temps**, ce qui n'est possible que dans les zones tendues caractérisées par une relative insuffisance d'offres de logements par rapport à la demande.

Tableau 2 : Plafonds de loyer mensuel en euros par m² de surface utile, par type de logement et zone géographique

Types de logements	Zone I	Zone I bis[3]	Zone II	Zone III
PLAI	5,72	6,09	5,02	4,65
PLUS	6,44	6,84	5,65	5,24
PLS	10,28	13,34	8,48	7,88

Source : Avis du 17 janvier 2019 relatif à la fixation du loyer et des redevances maximums des conventions conclues en application de l'article L. 351-2 du Code de la construction et de l'habitation.

Par conséquent, trois cercles concentriques peuvent être définis pour mesurer le degré d'appétence potentiel des investisseurs privés :

- les centres métropolitains où des investisseurs privés seraient susceptibles d'intervenir, y compris sur des logements de type PLUS : les prix de l'immobilier y sont élevés et ne permettent plus aux classes moyennes de s'y loger, leur taux d'effort étant dans ce cas de 30 à 35 % de leurs revenus (cf. encadré 3) ;
- les zones périurbaines où le taux d'effort est plus raisonnable, susceptibles d'intéresser à la marge des investisseurs institutionnels sur les logements de type PLS, notamment situés à proximité des principaux axes et infrastructures de transport ;
- les territoires périphériques en situation de déprise démographique ne présentant aucune des caractéristiques pouvant correspondre à l'horizon d'investissement d'acteurs privés.

Dans le cas d'une entrée en fonds propres d'investisseurs institutionnels et non d'une vente sèche (cf. 5), seront en outre prises en compte tant les caractéristiques des logements et leur localisation que la réputation de l'organisme de logement social (OLS) chargé d'assurer la gestion locative des logements.

Encadré 3 : Définition du taux d'effort des ménages lié à l'occupation de leur résidence principale

Le taux d'effort est le rapport entre la somme des dépenses liées à l'habitation principale et les revenus des ménages :

- les dépenses comprennent pour les propriétaires occupants les remboursements d'emprunt pour l'achat du logement, la taxe foncière et les charges de copropriété mais excluent le coût du capital immobilisé ; elles comprennent pour les locataires les loyers et charges locatives ; pour tous les ménages ces dépenses incluent la taxe d'habitation, les dépenses en eau et en énergie associés au logement ;
- le revenu inclut les revenus d'activité professionnelle salariée ou non-salariée, les revenus de remplacement (indemnités maladie et chômage), les retraites et pré-retraites, les prestations sociales et familiales et les revenus du patrimoine, le tout étant calculé avant le paiement des impôts et n'incluant pas les aides au logement.

Le taux d'effort est dit « net » si l'aide au logement perçue par le ménage est défalquée de la dépense de logement et « brut » dans le cas contraire.

Source : INSEE.

[3] Paris, Aubervilliers, Bagnolet, Boulogne-Billancourt, Charenton-le-Pont, Clichy, Fontenay-sous-Bois, Gentilly, Issy-les-Moulineaux, Ivry-sur-Seine, Joinville-le-Pont, Le Kremlin-Bicêtre, Les Lilas, Le Pré-Saint-Gervais, Levallois-Perret, Malakoff, Montreuil, Montrouge, Neuilly-sur-Seine, Nogent-sur-Marne, Pantin, Puteaux, Saint-Cloud, Saint-Denis, Saint-Mandé, Saint-Maurice, Saint-Ouen, Suresnes, Vanves, Vincennes.

1.5. Plusieurs caractéristiques inhérentes au secteur du logement social limiteront l'intérêt des investisseurs institutionnels

1.5.1. La capacité à servir un rendement élevé ne peut être envisagée en période de conventionnement social

Étant donné les stratégies d'investissement envisagées par les investisseurs institutionnels et leurs conseils, une évolution des règles applicables serait nécessaire pour susciter leur entrée dans le logement social :

- s'agissant de la vente de logements sociaux dont ils se porteraient acquéreurs, seule l'hypothèse d'une cession entraînant déconventionnement social au départ du locataire apparait plausible, à l'instar de la vente en bloc de logements PLS de plus de quinze ans prévue par la loi ELAN[4] ;
- s'agissant de l'entrée d'investisseurs institutionnels en capitaux propres dans le logement social, les règles encadrant le versement de dividendes et l'obtention de plus-values en cas de cession de titres limitent fortement l'entrée d'acteurs animés par une réelle perspective de rendement.

Néanmoins, les caractéristiques mêmes du logement social français en font un service d'intérêt économique général (SIEG) au sens du droit européen, bénéficiant de compensations publiques importantes, notamment sous forme d'aides fiscales (cf. 5.1.1.3). Pour cette raison, **la rentabilité des capitaux qui seraient susceptibles d'être investis dans ce secteur demeurera nécessairement limitée pendant la période de conventionnement social**.

1.5.2. Le fort encadrement administratif des logements sociaux et l'évolution de la réglementation constituent un risque fort pour les investisseurs

Le secteur du logement social fait l'objet d'un fort encadrement administratif et sa réglementation est susceptible d'évoluer dans le temps, raison pour laquelle certains interlocuteurs rencontrés par la mission considèrent qu'un logement social ne pourra jamais être complètement assimilé à un logement du secteur libre.

Dans cette mesure, les investisseurs en question ont précisé que le principal risque qu'ils identifient concerne moins l'encadrement du secteur social que des changements de réglementation en cours d'engagement, susceptibles de modifier en profondeur leurs plans d'investissement. En particulier, l'existence d'un risque que des logements sociaux achetés en bloc, avec perception de loyers modérés pour la période de conventionnement restant à courir, ne puissent finalement être cédés sur le marché libre a été mentionnée comme un frein majeur à l'entrée des investisseurs institutionnels dans le secteur. C'est la raison pour laquelle les formules prévoyant des engagements contractualisés sont généralement préférées par ces investisseurs, en raison de la relative prévisibilité que cela leur fournit sur la bonne fin des opérations envisagées.

[4] Loi n° 2018-1021 du 23 novembre 2018 portant évolution du logement, de l'aménagement et du numérique.

1.5.3. Dans le cas des compagnies d'assurance, les règles prudentielles qui s'appliquent rendent les investissements immobiliers très consommateurs en fonds propres

Les compagnies d'assurance et de réassurance sont soumises à une réglementation européenne contenue dans la directive Solvabilité II[5], laquelle impose en particulier des exigences de fonds propres devant être détenus par ces compagnies pour couvrir les risques attachés à chaque classe d'actifs qu'elles détiennent dans leur portefeuille. Pour chaque risque auquel est exposé l'assureur, la quantité de fonds propres de précaution est déterminée à partir de la *Value at Risk* (VaR), c'est-à-dire la perte potentielle maximale que le portefeuille pourra subir à un horizon de temps donné, avec une probabilité donnée.

S'agissant en particulier des investissements immobiliers, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) estime que la perte maximale de la valeur des actifs immobiliers, à horizon d'un an, a 99,5 % de chances de ne pas dépasser 25 % de la valeur de ces actifs. **L'acte délégué de la directive Solvabilité II[6] impose ainsi une charge en capital de précaution (*Solvency Capital Requirement – SCR*) pour le logement de 25 %, très supérieure à celle prévue pour d'autres classes d'actifs.** Les négociations sur la révision de cet acte délégué qui se sont déroulées en 2018 n'ont pas fait évoluer cette charge de précaution.

Dans cette mesure, en raison des règles prudentielles qui s'appliquent à cette classe d'actifs dans leur portefeuille, le retour des assureurs dans le secteur du logement en général, et du logement social en particulier, demeurera limité.

2. La vente de logements sociaux offre la possibilité de générer de nouvelles ressources pour les bailleurs sociaux, avec un potentiel toutefois limité à 0,5 % du parc par an

2.1. Les données financières issues des OLS confirment que la vente d'un logement permet d'en construire deux à trois nouveaux

2.1.1. La valeur nette comptable des logements sociaux figurant à l'actif des OLS est amortie à plus de 34 % sur l'ensemble du parc hors SEM agréées

Les règles applicables aux organismes de logement social à comptabilité privée sont contenues dans le règlement de l'Autorité des normes comptables (ANC) n° 2015-04 du 4 juin 2015 relatif aux comptes annuels des organismes de logement social. Les offices publics de l'habitat (OPH) à comptabilité publique sont soumis à l'instruction budgétaire et comptable M31[7].

---

[5] Directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II).

[6] Règlement délégué (UE) 2016/467 de la Commission du 10 octobre 2014 complétant la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II).

[7] L'article L. 421-17 CCH dispose qu' *« en matière de gestion financière et comptable, les offices publics et l'habitat sont soumis soit aux règles applicables aux entreprises de commerce, soit aux règles de la comptabilité publique. Le régime financier et comptable est choisi par délibération du conseil d'administration dans des conditions précisées par décret en Conseil d'État ».* À compter du 1er janvier 2021, les OPH ne pourront plus demeurer en comptabilité publique.

Ces règles prévoient une inscription comptable des logements sociaux pour leur prix de revient historique, auquel est appliqué un schéma d'amortissement linéaire sur la durée du prêt obtenu pour en financer la construction (cf. encadré 4). Cette approche déconnectée d'une valorisation de marché (*fair value*) s'explique par la conception des logements sociaux comme des *biens de mainmorte*, biens de la Nation inaliénables et dont la vente à des acteurs est donc strictement encadrée.

Encadré 4 : Les règles comptables applicables à la comptabilisation des immeubles locatifs détenus par les organismes de logement social

1° Comptabilisation à l'entrée des biens locatifs dans le patrimoine

L'article 213-1 du règlement n° 2014-03 de l'ANC prévoit que les comptes d'immobilisations corporelles sont débités, à la date d'entrée dans le patrimoine de l'organisme :

- au coût d'acquisition pour les biens acquis à titre onéreux ;
- au coût de production pour les biens réalisés par l'organisme ;
- à la valeur d'apport pour les biens reçus à titre d'apport onéreux ou en nature ;
- à la valeur vénale pour les biens acquis par voie d'échange, à titre gratuit ou pour un montant symbolique.

2° Amortissement par composant des biens locatifs

Les coûts de ces immobilisations font l'objet d'un amortissement à compter de la date de mise en service des immeubles, traduisant la consommation des avantages économiques attendus de celles-ci. S'agissant spécifiquement des immeubles destinés à la location, il est prévu que leur coût soit amorti par composant.

Composants	Durée d'amortissement +/- 20 %	Répartition des composants	
		Logement individuel	Logement collectif
Structures (et ouvrages assimilés)	50 ans	88,7 %	90,3 %
Menuiseries extérieures	25 ans	5,4 %	3,3 %
Chauffage collectif	25 ans	-	3,2 %
Chauffage individuel	15 ans	3,2 %	3,2 %
Étanchéité	15 ans	-	1,1 %
Ravalement avec amélioration	15 ans	2,7 %	2,1 %

Selon la situation et l'état des immeubles, les organismes peuvent retenir un à trois composants supplémentaires dont les pourcentages sont à déduire du composant « Structure et ouvrages assimilés » :

- électricité : l'amortissement individualisé peut s'expliquer pour des raisons de mise aux normes rendue nécessaire par les évolutions technologiques et réglementaires ;
- plomberie / sanitaire : ce composant inclut les éléments d'une durée de vie inférieure à 50 ans ;
- ascenseur.

Composants	Durée d'amortissement +/- 20 %	Répartition des composants	
		Logement individuel	Logement collectif
Électricité	25 ans	4,2 %	5,2 %
Plomberie / Sanitaire	25 ans	3,7 %	4,6 %
Ascenseurs	15 ans	-	2,8 %

Les immobilisations entièrement amorties demeurent inscrites au bilan tant qu'elles subsistent dans le patrimoine de l'organisme.

Source : Instructions comptables des organismes d'habitation à loyer modéré – Titre II – Commentaires des comptes.

L'analyse des états réglementaires des OLS montre qu'en raison de l'ancienneté de construction d'une partie du parc, **la part de la valeur des logements déjà amortie s'élève à plus de 34 % du total, hors sociétés d'économie mixte (SEM) agréées pour la construction et la gestion de logements sociaux, au 31 décembre 2017**[8] (cf. tableau 3). Cet état d'amortissement global du parc constitue un facteur important de plus-values pouvant être dégagées par les OLS.

[8] À la date de rédaction du rapport, les données de l'année 2018 n'étaient pas disponibles en version définitive dans la base de données Harmonia.

Tableau 3 : Part de la valeur des logements amortie au 31 décembre 2017

Type d'OLS	Valeur brute totale des logements (M€)	Amortissements réalisés (M€)	Part des amortissements rapportés à la valeur brute des logements
OPH	99,1	35,7	36,0 %
ESH	133,2	43,9	33,0 %
COOP	4,0	1,1	26,8 %
Total	**236,3**	**80,7**	**34,2 %**

Source : Mission (d'après états réglementaires de la base Harmonia).

L'option consistant à faire évoluer les règles comptables applicables à tous les OLS pour faire apparaître la valeur économique des logements sociaux détenus (*fair value*) pose d'importants problèmes conceptuels et pratiques. Fondamentalement, elle est corrélée à la possibilité de confronter une valeur de marché estimée avec la réalité de ce marché, c'est-à-dire la possibilité de vendre. Or les ventes sont marginales (l'ambition du gouvernement est de les porter à 1 % du parc par an, soit un quintuplement des ventes réalisées aujourd'hui) et très encadrées. L'évaluation continue des actifs à la valeur de marché (*mark to market*) existant en matière de normes comptables IFRS applicables aux groupes cotés pose les mêmes difficultés en l'absence d'un réel marché.

2.1.2. La vente d'un logement social largement amorti permet de dégager une plus-value importante servant à construire deux à trois nouveaux logements

La vente de logements sociaux totalement ou largement amortis permet aux organismes de logement social de dégager des plus-values de cession importantes pouvant être utilisées pour financer le développement de nouveaux programmes.

À cet égard, deux travaux d'analyse conduits en 2014 et 2018 relativement à la vente de logements sociaux, c'est-à-dire antérieurement à l'entrée en vigueur des nouvelles modalités prévues par la loi ELAN, retiennent un potentiel de construction de 2 à 3,6 logements par logement vendu :

- le rapport établi par le CGEDD en 2014 sur la vente de logements sociaux à leurs occupants et à d'autres personnes physiques[9] relevait une plus-value nette de cession de 65 000 € en moyenne, c'est-à-dire après déduction des remboursements anticipés des emprunts, de la valeur nette comptable, des frais de commercialisation et des subventions reçues. En s'appuyant sur les données fournies par l'Union sociale pour l'habitat (USH), le CGEDD évaluait un besoin en fonds propres de 18 200 € par logement construit, confirmant ainsi le ratio moyen de trois logements construits pour un vendu ;
- le rapport réalisé par Pierre Quercy en février 2018[10] retenait une valeur de vente moyenne de 100 000 € par logement, duquel étaient déduits le capital restant dû pour 20 000 € en moyenne et une perte de marge locative de 20 000 € en moyenne également, soit un gain net de 60 000 € par logement. Il retenait d'autre part un besoin en fonds propres de 30 000 € par logement dans une opération nouvelle, évaluant ainsi le potentiel financier de deux logements construits pour un vendu.

[9] Rapport CGEDD n° 009083-01, septembre 2014, Marianne Leblanc-Laugier et Pascaline Tardivon.

[10] Rapport au ministre de la Cohésion des territoires sur la vente des logements sociaux, février 2018, Pierre Quercy.

La mission a procédé à une évaluation de ce potentiel sur la base des informations contenues dans les bases Harmonia et Sisal en 2017, confirmant un potentiel de trois logements construits pour un vendu (cf. tableau 4) :

- une plus-value moyenne de cession de 51 700 € a été calculée en 2017 (cf. tableau 5) ;
- le montant de fonds propres nécessaires à la construction d'un logement neuf s'établissait à 16 385 € en 2017, d'après les données agrégées des opérations (cf. tableau 6).

Tableau 4 : Évaluations du potentiel de construction dégagé par la vente d'un logement social

	Rapport CGEDD	Rapport Quercy	Mission
Plus-value nette résultant de la vente d'un logement	65 000 €	60 000 €	51 700 €
Fonds propres nécessaire à la construction d'un logement neuf	18 200 €	30 000 €	16 400 €[11]
Potentiel de construction dégagé par la vente d'un logement	**3,6**	**2**	**3,1**

Source : Mission (d'après rapports précités et bases Harmonia et Sisal).

[11] Données en euros constants (base 2015).

Tableau 5 : Plus-value moyenne par logement (en euros courants)

Année	COOP	OPH	ESH	Total
2009	33 318	36 327	7 180	11 270
2010	31 341	65 130	46 843	50 583
2011	17 148	58 844	44 196	47 340
2012	45 630	61 158	51 966	54 545
2013	79 505	42 288	57 571	51 979
2014	40 686	64 508	60 333	61 284
2015	59 013	67 400	50 563	57 291
2016	54 529	- 16 239	58 158	- 7 733
2017	58 760	53 939	50 689	51 692
Moyenne	**46 659**	**48 151**	**47 500**	**42 028**

Source : Harmonia.

Tableau 6 : Montant de fonds propres nécessaires à la construction d'un logement neuf (en euros constants base 2015)

Année	PLAI	PLUS	PLS	Mixte	Ensemble
2009	8 772	12 324	12 497	14 389	13 390
2010	6 758	12 780	11 440	15 769	14 139
2011	8 072	13 003	11 095	17 382	15 276
2012	6 533	14 184	11 113	17 384	15 207
2013	6 569	12 763	11 722	16 939	14 775
2014	5 938	11 037	12 488	16 437	14 608
2015	6 837	12 553	13 019	17 702	15 868
2016	7 117	14 553	14 854	17 609	16 247
2017	6 762	14 030	14 566	17 930	16 385

Source : Sisal.

2.1.3. La vente de logements sociaux à des acquéreurs institutionnels se destinant à en poursuivre la gestion locative supposera une autre méthode de valorisation

Les chiffres à disposition pour apprécier le potentiel financier lié à la vente d'un logement social portent sur des opérations de cession réalisées sous l'empire des règles existant avant la loi ELAN du 23 novembre 2018. Ces ventes étaient autorisées entre organismes à des fins de rationalisation du parc ou à destination des locataires souhaitant accéder à la propriété, à des prix encadrés.

La cession de logements à des acteurs professionnels privés à la recherche d'un rendement locatif devrait donc davantage s'appuyer sur une valorisation des immeubles calculée sur la base des flux de trésorerie futurs issus de la location réglementée et non sur un prix pratiqué sur le marché résidentiel. Cette approche concerne en particulier la faculté permise aux OLS par la loi ELAN de céder en bloc de logements PLS de plus de quinze ans à des personnes morales de droit privé se destinant à en poursuivre l'exploitation locative. La détermination de cette valeur économique des logements sociaux serait également nécessaire dans le cas d'une entrée d'investisseurs privés au capital d'organismes ou *via* un véhicule d'investissement dédié, la valorisation des parts ou actions supposant de connaître au préalable la valeur économique des logements sociaux détenus ou apportés par l'OLS (cf. 5).

Deux types de méthodes sont généralement retenus par les experts pour déterminer la valorisation en bloc d'un immeuble[12] :

- les méthodes par le revenu sous forme de capitalisation ou d'actualisation des flux de trésorerie futurs ;
- la méthode par comparaison.

2.1.3.1. Les méthodes par le revenu permettent de valoriser les biens cédés en fonction de leur rendement locatif estimé

Les méthodes par capitalisation et actualisation sont déterminées :

- sur la base de revenus existants, comme les loyers constatés, mais également de revenus théoriques ou potentiels, ainsi par exemple de la valeur de cession de l'actif ;
- par application d'un taux de rendement, de capitalisation ou de taux d'actualisation.

S'agissant des revenus sur la base desquels est calculé le rendement, l'assiette est généralement constituée en France par le loyer brut ou le loyer net annuel hors taxes et hors charges locatives. Lorsqu'il est prévu de débourser des montants de mise en conformité, de grosses réparations ou des travaux d'investissements, ceux-ci sont décomptés de la valeur capitalisée (cf. encadré 5).

[12] Charte de l'expertise en évaluation immobilière, 5e édition, mars 2017.

Encadré 5 : Détermination du revenu pris en compte pour le calcul du rendement d'un investissement immobilier

La charte de l'expertise en évaluation immobilière de mars 2017 distingue plusieurs notions pour comprendre à partir de quelle valeur est calculé le rendement d'un investissement immobilier :

- **le loyer annuel brut** versé par un locataire à un propriétaire en échange de l'usage du bien immobilier en vertu d'un titre d'occupation, en l'occurrence un bail social, exprimé hors taxes et hors charges locatives refacturées au preneur et généralement indexé en fonction d'indices convenus entre les parties ;
- **le loyer annuel net** qui correspond au loyer annuel brut diminué de plusieurs frais annuels engagés par le propriétaire et qui ne sont pas, à la différence des charges locatives, systématiquement remboursés par le locataire (assurance propriétaire, taxe foncière, honoraires de gestion), et concernent aussi l'entretien courant (hors gros œuvre) ;
- **le revenu triple net ou *cash-flow* immobilier** se définissant comme le loyer annuel et les éventuels autres revenus générés par l'immeuble desquels on soustrait l'ensemble des frais annuels supportés par le propriétaire, intrinsèques de l'immeuble mais indépendants de la personnalité du propriétaire : honoraires ou frais de gestion, assurances d'immeubles, taxe foncière, travaux d'entretien courant (sauf si remboursés par les locataires) et grosses réparations ; c'est ce revenu qui sert de base dans les actualisations de flux futurs immobiliers.

Source : Charte de l'expertise en évaluation immobilière, 5e édition, mars 2017.

L'actualisation des flux futurs (*Discounted cash-flow*) est fondée sur une projection de l'ensemble des flux, indexations et réversions projetées pendant une période déterminée à laquelle s'adjoint généralement une valeur de revente potentielle en fin de période de détention. La prise en compte d'une valeur de cession est ainsi pratiquée en logement intermédiaire. L'ensemble des flux est ramené en valeur actuelle au moyen d'un taux d'actualisation. La charte de l'expertise en évaluation immobilière précise que :

- pour les logements libres et vacants, l'évaluation repose sur le loyer de marché en tenant compte éventuellement des délais ou frais de location ;
- pour les logements loués ou occupés, il convient de prendre en compte la présence dans les lieux d'occupants disposant d'un titre d'occupation ou non. Dans ce dernier cas, la valeur dépend aussi des conditions juridiques et financières de l'occupation et du nombre d'occupants.

Cette valorisation en flux de trésorerie (*cash-flows*) générés par la location du bien immobilier s'apprécie sur une durée de 10 ans dans le logement libre mais peut être étendue à 30 ou 40 ans dans le cas de logements sociaux à plus faible rendement. Selon les experts immobiliers rencontrés par la mission, la valeur des logements doit être appréciée au niveau d'un immeuble du fait de la prépondérance de la localisation du bien pour en apprécier la valeur.

L'actualisation des flux est opérée par chaque investisseur en appliquant un taux d'actualisation calculé selon plusieurs méthodes différentes, la principale consistant à partir du taux de rémunération de l'argent sans risque et d'y ajouter une prime liée au secteur immobilier et une prime dépendant de l'immeuble considéré (cf. encadré 6).

Encadré 6 : Méthodes de détermination du taux d'actualisation

Quatre méthodes de détermination du taux d'actualisation des flux de trésorerie ont été analysées :

- **taux de rémunération de l'argent sans risque (OAT à 10 ans) + prime de risque du secteur immobilier + prime immeuble** : méthode la plus fréquemment utilisée, intégrant les risques et avantages de l'immobilier comme classe d'actifs (notamment liquidité) ainsi que ceux spécifiques à l'immeuble considéré (positionnement du bien par rapport à son marché et risques locatifs, localisation, qualités techniques/physiques et état d'entretien) ;
- **taux de rendement immobilier + taux de croissance du revenu** : méthode la plus simple à mettre en œuvre et la plus aisée à justifier, bien comprise des investisseurs financiers qui calculent le plus souvent dans une optique d'appréciation rapide le rendement exigé comme la somme du rendement constaté et du taux de croissance estimé du revenu ;
- **coût moyen pondéré du capital (WACC)** : méthode dépendant des stratégies d'investissement différentes selon les acquéreurs mais susceptible de refléter l'impact des facteurs financiers sur la valorisation des immeubles, incluant le coût de la dette financière et l'espérance de retour sur fonds propres de l'investisseur, et adaptée à des analyses de sociétés ou de portefeuilles ;
- **comparaison directe avec les taux d'actualisation sur des immeubles de même catégorie** : cette méthode est estimée peu pertinente en raison de l'absence d'historique sur les taux d'actualisation et d'informations sur les projections de revenus attendues pour chaque immeuble.

Source : Note du groupe de travail Cash-flow / Taux d'actualisation de l'Association française des sociétés d'expertise immobilière (AFREXIM), janvier 2010.

Cette méthode est notamment utilisée par les directions départementales des territoires (DDT) pour analyser l'équilibre financier des opérations de construction de logement social, sur la base de l'outil Lola, et décider de l'octroi des financements (PLUS, PLAI) ou d'agrément (PLS). La direction de l'habitat, de l'urbanisme et des paysages (DHUP) au ministère chargé du logement a indiqué à la mission que les DDT vérifient que l'autofinancement net cumulé sur toute la durée du prêt principal dans un programme est supérieur ou égal à zéro.

2.1.3.2. La méthode par comparaison permet d'approcher la valeur vénale des logements ainsi que leur valeur locative par référence à celles des logements du secteur libre

Cette méthode est souvent complémentaire d'une appréciation par le revenu et consiste à prendre directement pour référence les transactions réalisées sur le marché immobilier pour des biens présentant des caractéristiques comparables, notamment d'ancienneté, de nombre de logements et de localisation. Cela permet ainsi de déterminer la valeur vénale et la valeur locative du logement. Sur la base de la référence de marché reflétant les prix des logements du secteur libre, il convient d'appliquer des abattements tenant compte en particulier de :

- l'occupation ou la vacance du bien cédé ;
- la durée du conventionnement social restant à courir ;
- la cession par bloc ou lot par lot.

À titre d'illustration, CBRE a indiqué à la mission retenir un abattement de 10 % à 15 % pour les logements intermédiaires.

Certaines corrections complémentaires peuvent être appliquées pour tenir compte des conditions éventuellement imposées aux acquéreurs de logements sociaux. En particulier, l'article L. 353-4 du code de la construction et de l'habitation prévoit que le conventionnement d'un logement s'impose de plein droit au nouveau propriétaire, ainsi qu'aux acquéreurs successifs, ce qui constitue un facteur de décote appliqué sur le prix de cession des logements sociaux[13], y compris dans le cas d'un conventionnement dont le terme serait constitué par le départ du locataire occupant avant la cession du logement social par l'OLS à un acquéreur privé.

2.2. Les ventes à des personnes physiques, limitées à 10 500 logements sociaux par an, peuvent s'accroître du fait des allègements prévus par la loi ELAN

2.2.1. Les ventes à des personnes physiques sont demeurées limitées à environ 10 500 logements sociaux par an jusqu'à la fin de l'année 2017

Jusqu'à la loi ELAN, les organismes de logement social étaient autorisés de façon encadrée à céder des logements sociaux à leurs locataires ou à d'autres organismes de logement social. Les logiques poursuivies étaient dans le premier cas de favoriser l'accession à la propriété et dans le second de permettre une rationalisation du parc détenu par chaque organisme.

L'analyse des chiffres des ventes réalisées par les OLS montre que les sorties du parc social se sont élevées en moyenne à 10 500 par an sur la période 2011-2017, dont 40 % au bénéfice des locataires occupants (cf. tableau 7). Ce chiffre apparaît très en-deçà de l'objectif de vente de 1 % du parc social, soit 40 000 logements, par an, renouvelé dans le protocole signé entre l'État et le secteur HLM le 4 avril 2018 pour la période 2018-2021. Cette situation s'explique en particulier par le fait que seuls les locataires les plus solvables peuvent profiter de ce mécanisme d'accession et que ceux-ci ont plutôt tendance à privilégier une sortie de parc social.

Tableau 7 : Nombre de logements vendus selon le bénéficiaire et l'année

Année	Ventes à un autre organisme	Ventes avec sortie du parc locatif social	*Dont ventes à l'occupant*	Part des ventes à l'occupant dans les sorties du parc (en %)
2011	11 936	10 980	*6 497*	59
2012	5 474	12 269	*5 505*	45
2013	13 236	11 198	*4 806*	43
2014	9 385	10 337	*3 554*	34
2015	35 962	9 360	*2 754*	29
2016	29 825	9 281	*3 144*	34
2017	19 064	10 193	*2 898*	28
Moyenne annuelle	**17 840**	**10 517**	***4 165***	**40**

Source : Mission (d'après RPLS, dont PLI ou assimilés).

Hors cessions entre OLS, les ventes réalisées ont principalement concerné les PLUS avec près de 9 000 ventes en moyenne chaque année, soit 85 % des ventes (cf. tableau 8). Cette prépondérance s'explique en particulier par le poids représenté par ce type de logement dans l'ensemble du parc (cf. annexe II). Si les cessions de logements intermédiaires ont concerné en moyenne 850 logements par an, les ventes de logements PLS, c'est-à-dire les moins sociaux au sein du parc, sont demeurées limitées à 350 unités.

[13] Réponse du ministère du logement publiée dans le JO Sénat du 7 mars 2002, page 733.

Tableau 8 : Nombre de logements vendus selon le type de financement initial et l'année (hors ventes à un autre organisme)

Année	PLI ou assimilés	PLS ou assimilés	PLUS ou assimilés	PLAI ou assimilés
2011	993	218	9 477	292
2012	1 335	414	10 185	335
2013	801	357	9 282	758
2014	680	306	9 085	266
2015	658	379	8 063	260
2016	697	366	7 958	260
2017	777	440	8 504	472
Moyenne annuelle	**849**	**354**	**8 936**	**378**

Source : RPLS.

Sur ce même périmètre des ventes ayant entrainé une sortie du parc social, il est notable que les offices publics aient cédé en moyenne environ deux fois moins de logements que les entreprises sociales de l'habitat (ESH), 3 200 logements contre plus de 6 300 logements, alors même que ces deux types d'OLS disposent d'un parc de logements équivalent (cf. tableau 9).

Tableau 9 : Nombre de logements vendus selon la catégorie d'organisme (hors ventes à un autre organisme)

Année	OPH	ESH	SEM	COOP	Autres[14]
2012	3 292	8 323	300	73	281
2013	3 900	6 505	413	90	290
2014	2 917	6 127	938	48	307
2015	2 757	5 677	686	48	192
2016	3 016	5 210	737	64	254
2017	3 319	6 238	393	63	180
Moyenne annuelle	**3 200**	**6 347**	**578**	**64**	**251**

Source : RPLS.

2.2.2. La loi ELAN a assoupli les règles applicables à la vente entre organismes et à des personnes physiques et prévu la création de sociétés de vente HLM

Les OLS sont autorisés de façon encadrée à céder les logements sociaux dont ils sont propriétaires à des personnes physiques et notamment les locataires occupants ainsi qu'à certaines personnes morales (autres bailleurs sociaux, collectivités territoriales et EPCI). La loi ELAN du 23 novembre 2018 a fait évoluer les règles applicables à ce type de vente.

Deux procédures existent désormais, selon que la cession est réalisée au profit d'un autre bailleur social ou d'un organisme de foncier solidaire (OFS), avec des conditions plus souples[15], ou au profit de personnes physiques ou d'autres personnes morales (collectivités territoriales, EPCI). L'acheteur personne physique est en particulier tenu par une clause anti-spéculative pour une durée de cinq ans[16] et, s'il loue son logement, le niveau de loyer ne doit pas excéder un plafond fixé par l'administration ; en cas de revente pendant la période de cinq ans, l'OLS dispose d'un droit de priorité ; si l'acheteur a bénéficié d'une décote et que le prix de revente est supérieur à celui versé, il doit rembourser la différence à l'OLS.

[14] Les autres catégories sont les organismes agréés pour le logement des personnes défavorisées, les sociétés civiles sous égide de SACI, les sociétés immobilières commerciales et les autres personnes morales.

[15] Les normes d'habilité et de performance énergétique minimale ne sont pas obligatoires ; les ventes prévues dans la convention d'utilité sociale (CUS) font l'objet d'une simple déclaration.

[16] Loi n° 2006-872 du 13 juillet 2006 portant engagement national pour le logement (ENL).

2.2.2.1. Le contrôle des ventes de logements sociaux est plus souple, ne requiert plus l'autorisation systématique du préfet et le cercle des bénéficiaires est élargi

2.2.2.1.1. Le contrôle des ventes prévues dans la convention d'utilité sociale est assoupli

Avant la loi ELAN, les ventes étaient systématiquement soumises à une autorisation préfectorale et à un avis conforme de la commune d'implantation des logements objets de la cession. La loi ELAN prévoit un plan de mise en vente négocié lors de la conclusion de la convention d'utilité sociale (CUS) signée tous les six ans avec l'État : tous les biens mentionnés par le plan sont librement vendus tandis que les biens non mentionnés nécessitent l'autorisation du préfet.

Par ailleurs, la vente non autorisée n'est plus nulle comme auparavant mais donne lieu au paiement d'une pénalité maximale de 40 % du montant de la vente hors frais d'acte.

Le régime d'autorisation en vigueur pour les ventes entre OLS est remplacé par une règle de liberté de cession moyennant déclaration. En outre, est supprimée la possibilité pour la commune de préempter les logements sociaux mis à la vente par les bailleurs.

2.2.2.1.2. Le cercle des bénéficiaires des ventes de logements sociaux est élargi du fait d'un assouplissement des règles de priorité

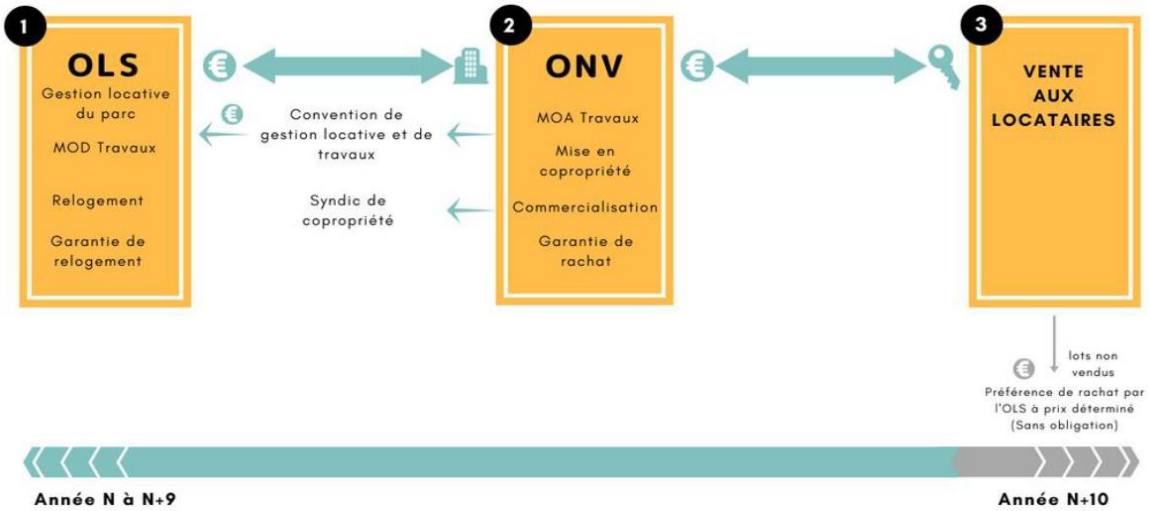
Avant la loi ELAN, un logement occupé par un locataire ne pouvait être vendu qu'à ce dernier, tandis que les logements vacants étaient prioritairement cédés à différentes personnes dans un rang énoncé par la loi. Désormais le locataire reste prioritaire pour l'achat de son logement mais à la condition de l'occuper depuis plus de deux ans.

2.2.2.2. La création des sociétés de vente HLM destinées à faciliter cette opération a permis la création d'un opérateur national au sein du groupe Action Logement

La loi ELAN a permis la création de structures de vente de logements HLM permettant d'externaliser une partie des contraintes freinant les organismes.

L'opérateur national de vente (ONV) créé par le groupe Action Logement est destiné à recevoir des propositions de ventes en bloc de l'ensemble des bailleurs sociaux et à acquérir les logements concernés en vue d'en assurer la revente aux locataires occupants (cf. graphique 5). Cette formule permet ainsi aux OLS de percevoir immédiatement le produit de la vente future, les logements invendus par l'ONV étant destinés à être réintégrés au patrimoine des bailleurs. Action Logement a doté l'ONV de 4 Md€ sur trois ans, dont 1 Md€ issu de la participation des employeurs à l'effort de construction (PEEC), et 3 Md€ de prêts.

Graphique 5 : Schéma du portage assuré par l'ONV du Groupe Action Logement



Source : ONV, Groupe Action Logement.

Action Logement a lancé une consultation le 18 juillet 2018 sous la forme d'un premier appel à manifestation d'intérêt (AMI) aux bailleurs sociaux souhaitant vendre des actifs en bloc à l'ONV, que les copropriétés soient ou non déjà créées. Les actifs éligibles concernaient des logements individuels ou collectifs, ainsi que les locaux à usage autre que d'habitation compris dans l'ensemble immobilier acquis (tels que les locaux commerciaux, professionnels, associatifs ou d'activité), quel que soit le régime de financement et la situation de conventionnement. Ils devaient être situés sur le territoire métropolitain, à l'exclusion des départements, régions et collectivités situés en outre-mer (DROM-COM).

71 bailleurs ont déposé un projet de vente, dont 36 filiales du groupe Action Logement, pour un total de 11 000 logements seulement (cf. encadré 7). Un second AMI est prévu après l'été 2019.

Encadré 7 : Détails des réponses à l'AMI lancé par l'ONV en juillet 2018

Les bailleurs se répartissent à hauteur de : 69 % d'ESH, 28 % d'OPH, 2 % de sociétés coopératives et 1 % de SEM agréées pour la construction et la gestion de logements sociaux.

11 000 logements ont été recensés sur 12 régions et moins de 300 communes. Sur ce total, environ 3 969 logements ont été proposés par les filiales d'Action Logement dont 799 en Île-de-France. 477 immeubles sont concernés.

Les actifs représentent 78 % de collectifs, 15 % d'individuels et 7 % de mixte. 6 400 logements étaient encore en cours d'évaluation en février 2019.

Source : Groupe Action Logement.

2.3. La cession en bloc des logements PLS de plus de quinze ans les plus attractifs, autorisée par la loi ELAN, concerne moins de 0,5 % du parc

2.3.1. La loi ELAN a prévu une nouvelle procédure autorisant les OLS à céder en bloc des logements PLS de plus de quinze ans à des acquéreurs institutionnels

Depuis la loi ELAN, les organismes de logement social peuvent également céder en bloc[17] à des acquéreurs institutionnels privés les logements financés au moyen de prêts locatifs sociaux (PLS) de la CDC qui ont été construits ou acquis depuis plus de quinze ans, c'est-à-dire les logements sociaux destinés aux publics les plus aisés du secteur social[18].

La cession en bloc des logements PLS de plus de quinze ans déroge à plusieurs des règles applicables aux autres ventes :

- cette opération entraîne la fin du conventionnement social des logements au départ des locataires occupants[19], ce qui constitue une exception par rapport aux règles existant depuis la loi SRU[20] ;
- il n'est pas tenu compte de l'ordre de priorité pour les bénéficiaires de la vente, laquelle prévoit en principe que le locataire est prioritaire pour l'achat du logement qu'il occupe ;
- la fixation du prix est réalisée dans des conditions de marché par un expert immobilier sans nécessité de consulter la direction de l'immobilier de l'État.

La logique de la vente en bloc diffère de la vente aux locataires occupants. Dans le premier cas, la recherche d'une plus-value de cession alimentant de nouveaux investissements prime, alors que le second cas recouvre principalement l'objectif d'accession à la propriété des ménages modestes.

2.3.2. En 2019 le stock concerné par cette nouvelle modalité est de 60 000 logements en France et seulement de 14 000 logements dans l'agglomération parisienne

Cette nouvelle modalité de vente concerne toutefois un stock limité de logements, équivalant à moins de 60 000 en 2019 en France métropolitaine.

La mission a par ailleurs relevé que l'intérêt des acquéreurs institutionnels rencontrés se focalisait principalement sur les zones urbaines les plus denses (zone A – cf. encadré 8**) voire plus précisément sur la seule agglomération parisienne,** restreignant le stock de logements PLS de plus de quinze ans en 2019 pouvant être cédés le plus facilement et au meilleur prix à moins de 0,5 % du parc (cf. tableau 10).

[17] Au moins cinq logements cédés.

[18] Plafonds de ressources de 46 008 € en Île-de-France et de 35 802 € dans les autres régions pour un ménage de deux personnes ne comportant aucune personne à charge, à l'exclusion des jeunes ménages.

[19] Article L. 443-11, II, al. 3 du code de la construction et de l'habitation (CCH).

[20] Loi n° 2000-1208 du 13 décembre 2000 relative à la solidarité et au renouvellement urbains.

Encadré 8 : Les zonages du marché immobilier résidentiel

Le zonage A/B/C a été créé en 2003 dans le cadre du dispositif d'investissement locatif dit « Robien » et a été révisé depuis. Le critère de classement dans l'une des zones est la tension du marché immobilier local. Cette dernière est définie par le niveau d'adéquation sur un territoire entre la demande de logements et l'offre de logements disponibles. Le zonage s'appuie sur des critères statistiques liés aux dynamiques territoriales, à la tension des marchés locaux et aux niveaux de loyers et de prix.

- **Zone A** : agglomération de Paris (dont zone A *bis*), la Côte d'Azur, la partie française de l'agglomération genevoise, certaines agglomérations ou communes où les loyers et les prix des logements sont très élevés ;
- **Zone A *bis*** : Paris et 76 communes des Yvelines, des Hauts-de-Seine, de Seine-Saint-Denis, du Val-de-Marne et du Val-d'Oise ;
- **Zone B1** : certaines grandes agglomérations ou dont les loyers et le prix des logements sont élevés, une partie de la grande couronne parisienne non située en zone A *bis* ou A, quelques villes chères, les départements d'outre-mer ;
- **Zone B2** : villes-centres de certaines grandes agglomérations, grande couronne autour de Paris non située en zone A *bis*, A et B1, certaines communes où les loyers et les prix des logements sont assez élevés, communes de Corse non situées en zones A ou B1 ;
- **Zone C** : reste du territoire.

Source : Annexe à l'arrêté du 1er août 2014 pris en application de l'article R. 304-1 du code de la construction et de l'habitation.

À cette première limite s'ajoute le fait que les offices publics de l'habitat ayant sorti de leur parc social deux fois moins de logements que les ESH sur la période 2012-2017, le potentiel de PLS de plus de 15 ans cessibles dans les zones les plus attractives est sans doute encore davantage réduit.

Tableau 10 : Stock de logements PLS de plus de 15 ans en 2019

Périmètre	Nombre de logements	Part du parc social[21]
Total France métropolitaine *hors OPH et SEM*	59 379 *40 405*	1,14 % *0,78 %*
Zone A *hors OPH et SEM*	24 759 *16 739*	**0,48 %** *0,32 %*
Paris et petite couronne *hors OPH et SEM*	14 189 *8 642*	**0,27 %** *0,17 %*
Paris *hors OPH et SEM*	5 340 *1 290*	0,10 % *0,02 %*

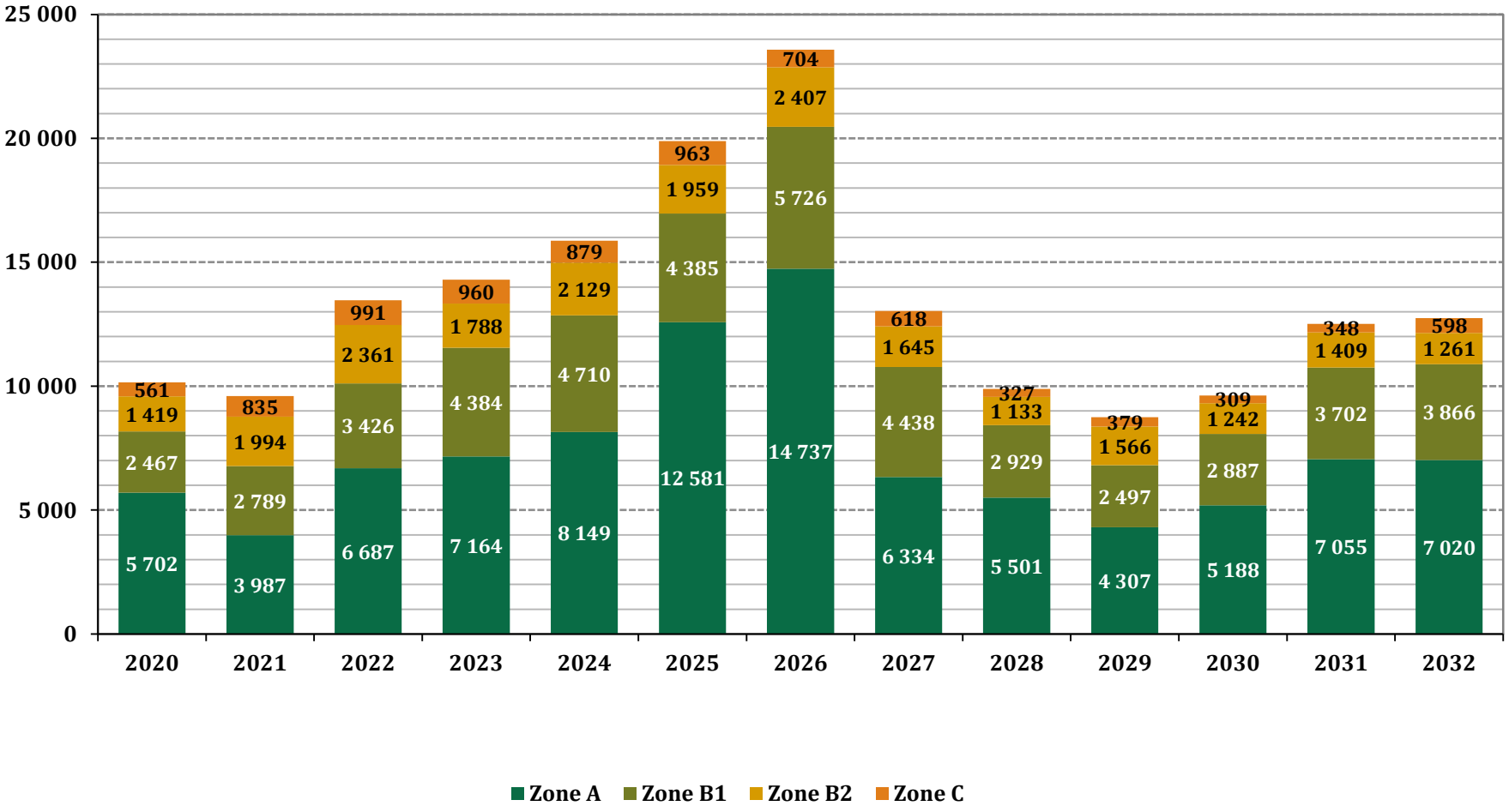
Source : Mission (d'après RPLS 2017).

2.3.3. En tendance sur les dix prochaines années, le stock des logements PLS de plus de quinze ans demeurera limité

En tendance sur les dix prochaines années et sur la base des années d'entrée des logements dans le parc social, le stock de logements PLS de plus de quinze ans s'accroîtra en moyenne chaque année de plus de 13 300 unités et plus spécifiquement de 7 260 unités dans la seule zone A. Toutefois, la dynamique de progression observable sur la période 2020-2026 ne se poursuivra pas dans la période 2027-2032 (cf. graphique 6).

[21] Sur la base d'un parc social arrondi à 5,21 millions sur la base des chiffres du compte du logement 2017.

Graphique 6 : Flux annuel de nouveaux PLS de plus de quinze ans par zone sur 2020-2031



Source : Mission (d'après RPLS).

2.4. L'extension de la vente en bloc aux PLS de plus de dix ans et aux PLUS ne constituerait pas une source de fonds propres systématique

2.4.1. Intégrer les PLS de plus de dix ans dans le périmètre de la vente en bloc à des acquéreurs institutionnels permettrait de doubler le parc cessible en 2019

Ouvrir la faculté de céder en bloc des logements PLS de plus de dix ans permettrait de doubler le stock cessible en France métropolitaine en 2019 et même davantage en zone A et dans l'agglomération parisienne (cf. tableau 11).

Tableau 11 : Stock de PLS de plus de dix ans en 2019

Périmètre	Nombre de logements	Différentiel par rapport au stock PLS de plus de quinze ans
Total France métropolitaine *hors OPH et SEM*	122 386 *84 642*	+ 63 007 *+ 44 237*
Zone A *hors OPH et SEM*	56 255 *38 199*	+ 31 496 *+ 21 460*
Paris et petite couronne *hors OPH et SEM*	30 992 *18 224*	+ 16 803 *+ 9 582*
Paris *hors OPH et SEM*	12 144 *3 253*	+ 6 804 *+ 1 963*

Source : Mission (d'après RPLS 2017).

2.4.2. L'extension de la vente en bloc aux logements PLUS accroîtrait fortement le parc cessible, sans permettre des ventes effectives dans les mêmes proportions

La mission a analysé l'opportunité d'ouvrir cette modalité de cession aux logements PLUS de plus de quinze ans, qui représentent plus de 66 % du parc social (cf. tableau 12), voire aux logements PLUS de plus de dix ans, qui représentent plus de 71 % de ce même parc (cf. tableau 13). En tendance sur les dix prochaines années, cette ouverture permettrait la cession d'un stock en augmentation forte, de l'ordre de 60 000 logements supplémentaires par an (cf. graphique 7).

Tableau 12 : Stock de logements PLUS de plus de quinze ans en 2019

Périmètre	Nombre de logements	Part du parc social[22]
Total France métropolitaine *hors OPH et SEM*	3 460 338 *1 450 917*	66,42 % *27,85 %*
Zone A *hors OPH et SEM*	1 151 971 *517 134*	22,11 % *9,93 %*
Paris et petite couronne *hors OPH et SEM*	575 792 *198 939*	11,05 % *3,82 %*
Paris *hors OPH et SEM*	151 346 *32 093*	2,90 % *0,62 %*

Source : Mission (d'après RPLS 2017).

[22] Sur la base d'un parc social arrondi à 5,21 millions sur la base des chiffres du compte du logement 2017.

Tableau 13 : Stock de logements PLUS de plus de dix ans en 2019

Périmètre	Nombre de logements	Part du parc social[23]
Total France métropolitaine *hors OPH et SEM*	3 723 283 *1 589 649*	71,46 % *30,51 %*
Zone A *hors OPH et SEM*	1 251 500 *566 079*	24,02 % *10,87 %*
Paris et petite couronne *hors OPH et SEM*	634 373 *218 825*	12,18 % *4,20 %*
Paris *hors OPH et SEM*	185 683 *37 581*	3,56 % *0,72 %*

Source : Mission (d'après RPLS 2017).

La direction générale du Trésor défend cette ouverture, sous condition de prévoir des garanties spécifiques au bénéfice des locataires en place, afin :

- d'accroître le parc de logements pouvant être cédés en bloc à des acquéreurs institutionnels privés ;
- de maximiser les plus-values dégagées par les organismes de logement social étant donné la plus forte ancienneté des logements PLUS que celle des PLS ;
- d'éviter toute solution plus complexe pouvant aboutir à la gestion de logements sociaux conventionnés par des investisseurs privés.

Bien que susceptible d'accroître le nombre de logements cédés par les bailleurs sociaux, et donc les fonds qu'ils peuvent en retirer, cette évolution n'élimine pas certaines des difficultés identifiées par Pierre Quercy dans son rapport au ministre de la Cohésion des territoires de février 2018 s'agissant de la vente HLM aux ménages accédants, occupants ou non du parc social, en particulier :

- la réticence de certains OLS à se départir d'une partie de leur parc, dans la mesure où leur poids se mesure principalement à l'aune du parc qu'ils gèrent et où la capacité d'autofinancement dégagée par les logements déjà amortis est nécessaire à leur équilibre financier d'ensemble ;
- la réticence de certaines collectivités territoriales, pouvant craindre un éloignement par rapport aux objectifs fixés par l'article 55 de la loi SRU[24] ;
- la lourdeur des démarches administratives à accomplir, qui se traduisent généralement par un délai de dix ans entre la décision de vendre et la vente effective ainsi qu'un manque de savoir-faire sur ce type d'opérations ;
- sur la base des données historiques de ventes aux locataires, la nécessité de mettre en vente huit à dix logements pour parvenir à en vendre effectivement un par an, ce qui correspondrait à une mise en commercialisation de 160 000 à 200 000 logements, soit 5 % à 10 % du parc vendable.

[23] *Idem.*

[24] Loi n° 2000-1208 du 13 décembre 2000 relative à la solidarité et au renouvellement urbains. Les dispositions de l'article 55 imposent de disposer d'au moins 25 % de logements sociaux pour les communes dont la population est au moins égale à 1 500 habitants en Île-de-France et 3 500 habitants dans les autres régions qui sont situées dans une agglomération ou un établissement public de coopération intercommunale (EPCI) à fiscalité propre de plus de 50 000 habitants comprenant au moins une commune de plus de 15 000 habitants. Pour certaines communes, un taux de 20 % s'applique selon des critères spécifiques. Certaines communes peuvent être exemptées.

Les OLS rencontrés par la mission qui ont mis en place une politique active de gestion patrimoniale de leur parc ont estimé pouvoir atteindre un volant de cessions de l'ordre de 0,3 à 0,4 % des logements dont ils sont propriétaires sur les prochaines années en mobilisant toutes les modalités à leur disposition (vente à l'occupant, vente à d'autres OLS, ventes en bloc de PLS de plus de quinze ans). Cette réalité apparaît donc éloignée de l'objectif de vente de 40 000 logements sociaux par an, soit environ 1 % du parc social fixé par le protocole signé entre l'État et le secteur HLM le 4 avril 2018 pour la période 2018-2021.

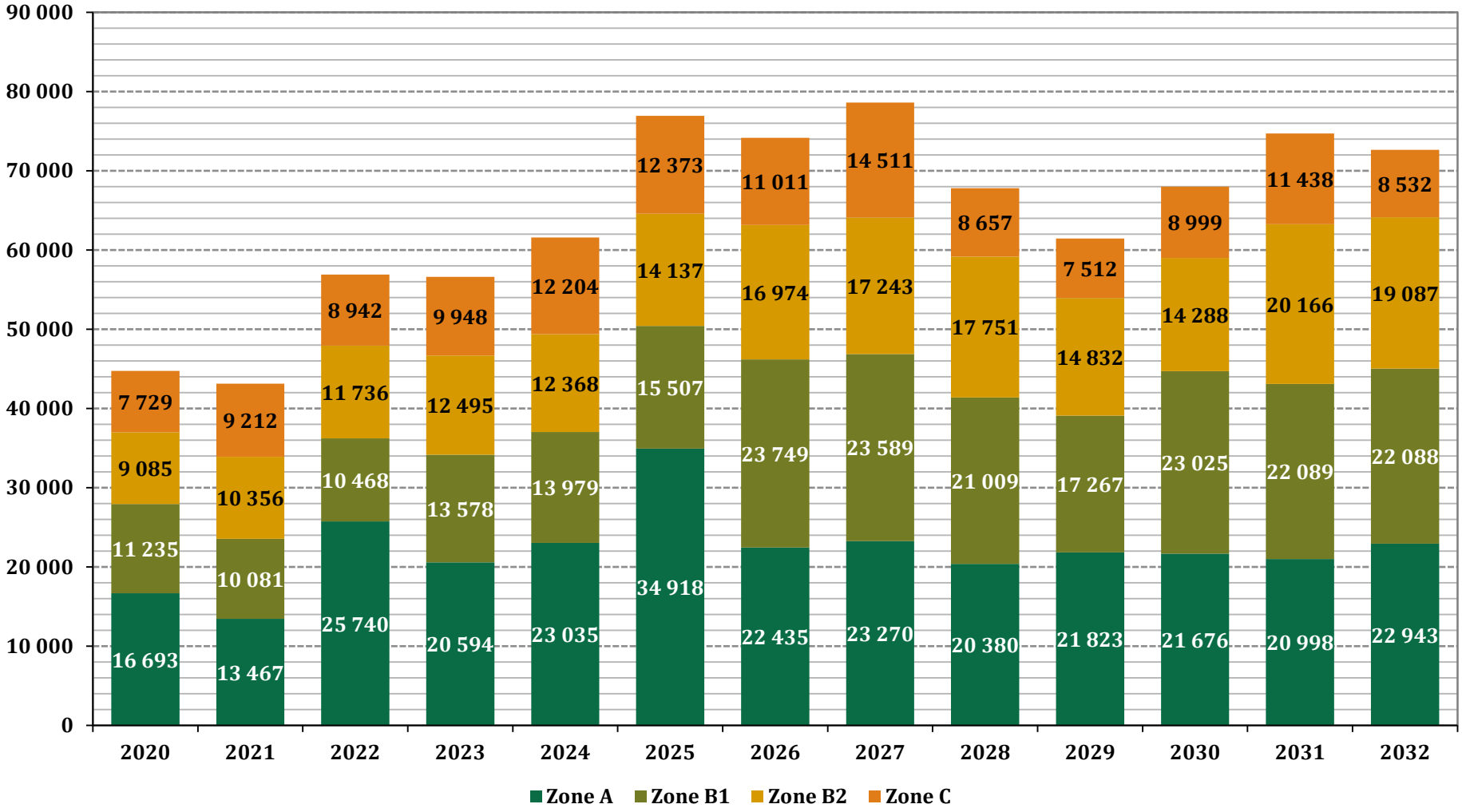
En outre, les disparités territoriales doivent être prises en compte pour apprécier le potentiel réel de l'élargissement de la vente en bloc à d'autres logements que ceux visés par la loi ELAN[25]. En effet, en zone détendue, le produit de cession des logements permettrait de financer les programmes de rénovation urbaine, de réhabiliter en partie le parc existant voire de construire de nouveaux logements, mais cette démarche butera sur un taux de rotation très faible des occupants, limitant de ce fait la faisabilité et la rapidité des cessions de blocs. En zone tendue, si les plus-values de cession peuvent être importantes, la capacité à reconstruire de nouveaux logements n'est pas garantie étant donné le coût très élevé d'acquisition du foncier.

L'ampleur et la rapidité de mobilisation de ventes par blocs d'immeubles seront enfin conditionnées aux marges de manœuvre dont disposent les organismes de logement social pour :

- assurer le relogement des locataires occupant les logements ;
- consentir un effort de construction de nouveaux logements afin d'éviter toute attrition du parc existant.

[25] *L'observateur de l'immobilier du crédit foncier*, n° 97, Bernard Coloos et Bernard Vorms.

Graphique 7 : Flux de nouveaux logements PLUS de plus de quinze ans par zones sur 2020-2032



Source : Mission (d'après RPLS).

2.5. La solution alternative visant à transformer des logements sociaux en logements intermédiaires ou libres gérés par les bailleurs sociaux présente les mêmes difficultés

Les OLS et les SEM agréées pour la construction et la gestion de logements sociaux voient leur objet social encadré et défini de manière exhaustive par les dispositions législatives incluses dans le code de la construction et de l'habitation[26]. À cet égard :

- il est prévu que les bailleurs sociaux qui souhaitent gérer des logements locatifs intermédiaires puissent le faire en direct, dans la limite de 10 % de leur parc, et qu'au-delà cette limite, ils constituent des filiales dont le seul objet soit de les construire, de les acquérir et de les gérer, étant entendu que les acquisitions réalisées par ces filiales excluent la possibilité de transformation d'un logement social conventionné en logement intermédiaire[27] ;
- il n'est fait aucune mention explicite dans les textes de la faculté dont disposeraient les OLS d'exercer des activités similaires en matière de logements locatifs du secteur libre ; si cela ne leur est pas interdit, ils peuvent être amenés à détenir des logements non conventionnés en quantités limitées, cette situation devant *« rester provisoire et exceptionnelle[28], avec une régularisation par la voie du conventionnement »* ainsi que l'indique l'USH dans ses éléments de doctrine à ses adhérents ; en revanche les SEM agréées peuvent détenir des logements du parc locatif privé avec liberté de fixation des loyers.

Il est par ailleurs prévu que les logements sociaux dont la convention a été résiliée demeurent soumis aux plafonds de ressources et de loyers qui prévalaient avant résiliation, ce qui reflète le principe de pérennisation de leur caractère social[29].

En outre, la direction des affaires juridiques (DAJ) du ministère de la Transition écologique et solidaire précise que la fixation et la révision des loyers sont fortement encadrées :

- le loyer des logements faisant l'objet d'une nouvelle location est fixé par l'OLS dans le respect des plafonds définis soit dans la convention d'aide personnalisée au logement (APL)[30], soit par voie réglementaire pour les logements non conventionnés[31] ;
- la révision du loyer fait également l'objet d'un encadrement[32] pouvant prévoir, le cas échéant, soit une augmentation dérogatoire pour une durée limitée en cas de travaux d'amélioration[33], soit une contribution financière additionnelle pour participation du locataire aux économies d'énergie[34].

---

[26] Article L. 421-1 CCH pour les offices publics de l'habitat, article L. 422-2 CCH pour les sociétés anonymes d'habitations à loyer modéré, article L. 422-3 CCH pour les sociétés anonymes coopératives d'habitations à loyer modéré et article L. 481-1 CCH pour les sociétés d'économie mixte agréées.

[27] Jusqu'au 1er janvier 2020 les opérations relatives aux logements intermédiaires sont incluses dans le SIEG lorsque ces derniers représentent moins de 10 % des logements locatifs sociaux détenus par l'organisme.

[28] Dans cette situation, les OLS doivent cependant fixer des plafonds de ressources et de loyers de type PLS et prévoir une procédure d'attribution, ainsi que l'exige systématiquement l'ANCOLS lors de ses contrôles.

[29] Articles L. 411-6 CCH pour les organismes HLM et L. 411-4 CCH pour les SEM agréées.

[30] Article R. 353-16 CCH.

[31] Article L. 442-1 CCH.

[32] Articles L. 353-9-2 et L. 353-9-3 en cas de convention APL et article L. 442-1 CCH en l'absence de convention APL.

[33] Article L. 353-9-3 CCH.

[34] Article L. 442-3 II CCH.

Une solution alternative à la vente de logements sociaux sortant définitivement du parc géré par les OLS pourrait consister à autoriser une montée progressive en gamme des logements sociaux détenus en vue de leur rapprochement avec les biens du marché locatif privé. Cette solution présenterait plusieurs avantages :

- en autorisant une transformation en logements intermédiaires ou libres et en appliquant les loyers afférents, elle permettrait de mieux répondre à l'accroissement de revenus de certains locataires par un ajustement des loyers ;
- elle autoriserait les OLS, en concertation avec les collectivités territoriales et la politique locale du logement qu'elles entendent mener, à favoriser la mixité sociale de manière fine au sein des ensembles immobiliers qu'ils gèrent ;
- elle éviterait toute sortie définitive du patrimoine public de logements construits par les OLS et financés à partir de fonds d'origine publique, en particulier dans les zones tendues où la reconstitution d'un parc social peut être limitée par les prix du foncier.

Si cette solution apparaît attractive pour ces différentes raisons, elle comporte également des limites importantes du même ordre que dans le cadre de la vente de logements sociaux. En particulier, **la montée en gamme des logements sociaux aura pour effet d'entraîner une déformation progressive du parc au détriment des logements les plus sociaux**, suscitant le cas échéant une réticence des collectivités territoriales concernées au regard de leurs obligations au titre de la loi SRU et des réactions des locataires eux-mêmes. En outre, la nécessité de reconstituer un parc social pour les organismes qui auront fait évoluer une partie des logements sera rendue plus difficile à atteindre qu'en cas de vente de logements en l'absence de plus-values de cession.

D'autres limites complémentaires devront également être prises en compte et notamment :

- le risque d'une contestation par les bailleurs institutionnels privés arguant d'une concurrence déloyale du fait d'une modification nécessaire des textes applicables pour autoriser la transformation de logements sociaux en logements intermédiaires et élargir l'objet social des OLS à la gestion de logements du secteur libre ;
- le risque que la reconversion de logements sociaux subventionnés en logements intermédiaires ou libres soit appréhendée comme contrevenant aux règles européennes en matière d'aides d'État, en particulier si la transformation des logements sociaux intervenait alors qu'ils font toujours l'objet de compensations publiques, notamment fiscales ;
- la plus grande complexité de gestion d'ensembles immobiliers comprenant des logements soumis à des règles différentes.

Une solution alternative à la vente de logements sociaux qui consisterait à les transformer en logements intermédiaires ou libres et dont la gestion serait toujours assurée par les organismes existants présente **des limites identiques à la vente mais surtout des risques juridiques plus importants en matière d'aides d'État et de droit de la concurrence.**

3. Les montages en démembrement de propriété constituent des solutions limitées pour les organismes et ne répondent pas aux attentes génériques des investisseurs institutionnels

La mission a identifié plusieurs montages permettant aux organismes de logement social d'obtenir des ressources financières nouvelles. Deux formes principales se distinguent (cf. tableau 14) :

- le démembrement de propriété permettant de séparer nue-propriété et usufruit ;
- la dissociation du foncier et du bâti.

Tableau 14 : Caractéristiques des deux formules de démembrement prévues dans la loi ELAN

Mécanisme	Organisme de logement social ou de foncier solidaire	Investisseur privé ou accédant à la propriété
Démembrement de propriété	Usufruit locatif social (ULS)	Nue-propriété
Dissociation foncier/bâti	Foncier	Bâti (bail réel solidaire – BRS)

Source : Mission.

3.1. La possibilité de faire financer la nue-propriété des logements sociaux par un acteur privé ne répond pas à la logique classique des institutionnels

Le mécanisme d'usufruit locatif social (ULS), équivalent d'un conventionnement social de logements limité dans le temps, permet de démembrer la propriété des logements sociaux de la manière suivante :

- la nue-propriété est acquise par un investisseur privé se finançant à des conditions de marché, à un prix bénéficiant d'une décote d'environ 40 % par rapport à la valeur de marché d'un logement équivalent en pleine propriété ;
- l'usufruit est acquis[35] par un organisme de logement social pour une durée fixe d'au moins 15 ans[36] pouvant être portée à 30 ans en bénéficiant d'un prêt aidé, généralement de type PLS.

Dans ce schéma temporaire, **le nu-propriétaire ne retire aucun revenu locatif et n'a pas de maîtrise patrimoniale pendant la période du conventionnement d'usufruit**. Le bailleur assure en effet l'intégralité de la gestion locative, perçoit les loyers et assure l'entretien du logement. Par ailleurs, à l'issue du conventionnement, une garantie de relogement des locataires est prévue à la charge du bailleur social[37] de même qu'une remise en état neuf du logement.

Ce schéma de démembrement demeure d'ampleur limitée, ayant représenté moins de 1 % des droits réels constitués par les OLS hors SEM agréées sur la période 2012-2018 (cf. tableau 15).

[35] L'usufruit peut être acquis auprès d'un promoteur pour des logements en vente en l'état futur d'achèvement (VEFA) inclus dans un programme de construction, des logements faisant partie d'un ensemble immobilier construit ou détenu par un tiers. Il peut également être réservé par un OLS réalisant des opérations en maîtrise d'ouvrage directe en vue de la vente des logements en VEFA à des personnes physiques ou morales.

[36] Article L. 253-1 CCH.

[37] Articles L. 253-3 à L. 253-7 CCH.

Tableau 15 : Nouvelles mises en service par année de collecte et origine dans le patrimoine du bailleur (2012-2018)

Droits réels	Acquisition avec travaux	Acquisition en VEFA	Acquisition sans travaux	Construction par l'OLS	Total
Bail à construction	391	627	611	17 252	18 881
Bail à réhabilitation	1 160	0	29	409	1 598
Bail emphytéotique	2 931	72	2 099	8 805	13 907
Pleine propriété	29 393	121 890	27 586	380 972	559 841
Usufruit	**464**	**2 177**	**331**	**991**	**3 963**
Total	34 433	124 790	30 707	408 799	598 729

Source : MTS-MCTRCT/SDES, RPLS 2012 à 2018, au 1er janvier de chaque année, hors logements non conventionnés des SEM agréées.

3.1.1. L'usufruit locatif social a permis la création du produit d'investissement « Perl », dont l'attrait concerne essentiellement les investisseurs personnes physiques

À ce jour, l'ULS a surtout été développé par la société PERL auprès d'investisseurs individuels trouvant leur intérêt dans les **avantages fiscaux qu'il confère** :

- le bien détenu en nue-propriété n'entre pas dans la base taxable à l'impôt sur la fortune immobilière (IFI) aux termes de l'article 968 du code général des impôts ;
- la taxe foncière est due par l'usufruitier pendant la durée de la convention d'usufruit, ainsi que le prévoit l'article 1400 du code général des impôts ;
- en cas de revente du bien après le terme de la convention d'usufruit, la durée de détention est calculée en incluant la période pendant laquelle la propriété était démembrée.

3.1.2. Dans le cadre du plan Logement établi par la CDC en 2018, l'offre « Tonus » a mobilisé l'usufruit locatif social pour la construction de 7 000 logements neufs

L'offre « Tonus » a été lancée afin de soutenir la construction de 12 000 logements sociaux neufs en zone tendue à horizon de cinq ans en mobilisant notamment l'ULS. L'objectif de « Tonus », société anonyme dotée de 700 M€ de fonds propres pour une capacité d'intervention de 1 Md€, est de permettre aux organismes de construire de nouveaux logements sans avoir à engager leurs fonds propres. **Il est ainsi prévu que 7 000 logements seront détenus en nue-propriété par Tonus tandis que les bailleurs en seront usufruitiers pendant une durée de 15 ans à 20 ans**. 5 000 logements supplémentaires pourront en outre être créés par les bailleurs sociaux grâce aux plus-values de cession qu'ils pourront retirer de la vente en bloc à Tonus de 2 000 logements PLS de plus de quinze ans (cf. 2.3).

Les échanges de la mission avec Tonus ont permis d'identifier que cette offre permettait soit de boucler des opérations non équilibrées en raison du prix élevé du foncier, soit de soutenir les organismes se fixant des ambitions élevées de développement de nouveaux logements.

Deux ans et demi avant le terme de la convention d'usufruit, il est prévu un rendez-vous entre Tonus, le bailleur social et les collectivités territoriales concernées, afin d'organiser les modalités de sortie, le choix étant celui :

- soit d'un déconventionnement logement par logement en vue de leur vente par Tonus assorti d'un rachat de l'usufruit résiduel et d'une compensation financière au bailleur pour éviter le coût de la vacance et un étalement sur deux ans du relogement des locataires par le bailleur ;
- soit d'une vente en bloc des logements avec un droit de priorité au bailleur social, la difficulté étant alors l'incertitude sur le prix de la nue-propriété pour ce dernier et l'impossibilité de fixer un prix à l'avance par risque de requalification en portage immobilier et aide d'État non conforme aux règles européennes applicables.

Par conséquent, et ainsi que l'ont confirmé les interlocuteurs de la mission, le schéma d'ULS ne répond pas aux attentes des investisseurs institutionnels, en raison de :

- l'absence de revenus pendant une période de quinze ans, laquelle ne correspond pas par exemple à la logique de coupon annuel versé en assurance-vie ;
- l'absence de maîtrise patrimoniale du bien pendant la durée de la convention d'usufruit ;
- la gestion potentiellement complexe et incertaine des relogements des locataires à l'issue de la période de convention d'usufruit.

La CDC, investisseur public de très long terme, offre les caractéristiques nécessaires pour s'engager dans ce schéma. En revanche, **l'ULS ne constitue pas une option crédible pour susciter l'entrée de capitaux privés institutionnels dans le logement social**.

3.2. Une formule équivalente à une cession d'usufruit au profit d'investisseurs privés permettrait de générer un afflux ponctuel de fonds pour certains OLS

Les échanges réalisés par la mission ont donné lieu à l'identification d'une solution de démembrement inverse de l'ULS prévu par les règles existantes. Dans ce schéma, **l'OLS conserverait la nue-propriété des logements sociaux et céderait pour une période à définir l'usufruit locatif social à des investisseurs privés**. Par conséquent, l'OLS pourrait percevoir par anticipation la valeur actuelle nette (VAN) des revenus locatifs prévus sur la période arrêtée dans la convention d'usufruit.

La faisabilité juridique d'une cession d'usufruit réalisée par un OLS au profit d'un investisseur privé n'est pas garantie, en particulier dans la mesure où l'usufruit constitue *« le droit de jouir des choses dont un autre a la propriété, comme le propriétaire lui-même, mais à la charge d'en conserver la substance »* aux termes de l'article 578 du code civil. Dans ce cadre, il reviendrait à l'investisseur privé d'assurer la gestion locative sociale des logements concernés. Or, cette activité est constitutive du service d'intérêt économique général (SIEG) du logement social[38] et suppose, au regard des règles européennes applicables en cette matière[39], que celui qui l'exerce dispose d'un mandat confié par l'État. Par conséquent, utiliser un démembrement de propriété pour céder l'usufruit entrainerait potentiellement :

- la modification des règles existantes pour prévoir que l'investisseur privé soit agréé aux fins d'assurer l'activité de gestion locative sociale[40] et qu'il bénéficie, le cas échéant, de l'exonération d'impôt sur les sociétés pour ces revenus locatifs, telle qu'elle est prévue au bénéfice des organismes de logement social ;
- la remise en cause de certaines des compensations publiques octroyées initialement au bénéfice de l'organisme de logement social, en particulier les prêts consentis par la CDC et les subventions publiques reçues ;
- l'obligation de cantonner l'activité SIEG en termes de comptabilité analytique au niveau de l'investisseur privé.

Pour ces différentes raisons, la formule présente un degré de complexité et d'incertitude juridique et financière dissuasif pour des investisseurs institutionnels. En revanche, **l'émission par l'organisme d'un titre de dette à durée déterminée et dont le coupon annuel serait indexé sur les loyers perçus, moyennant une garantie portant sur les loyers**, permettrait d'obtenir un résultat similaire sans entraîner les mêmes risques. Toutefois, il est vraisemblable que, s'agissant d'un titre de créance non bancaire, les investisseurs potentiellement intéressés par ce type de formule :

- restreignent leur souscription aux seuls OLS présentant une bonne solidité financière ainsi qu'une qualité de gestion reconnue ou exigent, le cas échant, des garanties très élevées ;
- préfèrent des créances d'une durée inférieure à quinze ans, par référence aux standards de marché usuellement plus proches de dix ans ;
- négocient une décote potentiellement élevée entre le prix de souscription et les flux de trésorerie à percevoir, se traduisant par une ressource immédiatement disponible pour l'organisme mais *in fine* plus restreinte que les loyers à percevoir.

---

[38] Définie à l'article L. 411-2 CCH comme *« la construction, l'acquisition, l'amélioration, l'attribution et la gestion de logements locatifs à loyers plafonnés, lorsqu'elles sont destinées à des personnes dont les revenus sont inférieurs aux plafonds maximum fixés par l'autorité administrative pour l'attribution des logements locatifs conventionnés […] et dont l'accès est soumis à des conditions de ressources »*.

[39] Décision de la Commission du 20 décembre 2011 relative à l'application de l'article 106, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne aux aides d'État sous forme de compensations de service public octroyées à certaines entreprises chargées de la gestion de services d'intérêt économique général.

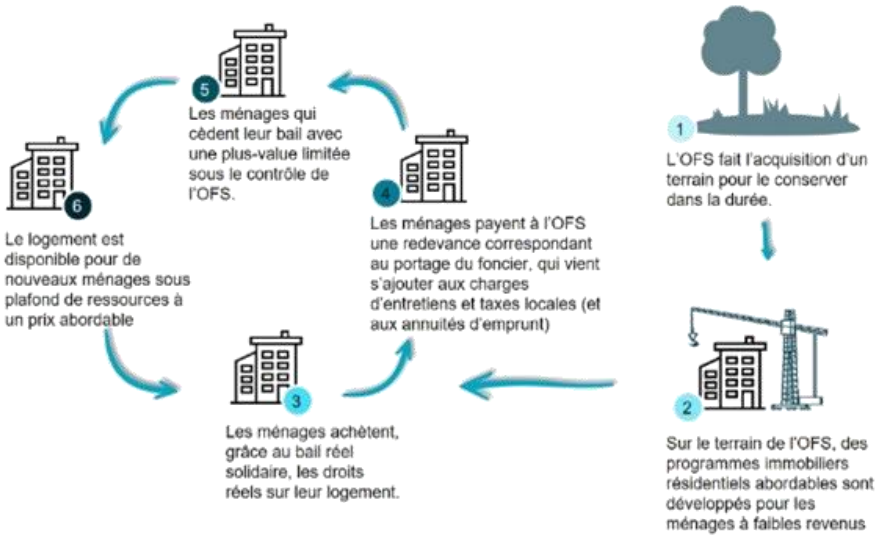
[40] Ainsi que cela est prévu par exemple à l'article L. 365-4 CCH pour les organismes exerçant les activités d'intermédiation locative et de gestion locative sociale.

3.3. La possibilité de dissocier foncier et bâti constitue principalement un mécanisme d'accession à la propriété pour les locataires du parc

La loi Alur du 24 mars 2014[41] a prévu la création d'organismes de foncier solidaire (OFS) dont la vocation est de permettre l'accession à la propriété pour des ménages aux revenus modestes. L'objectif principal est ainsi de limiter l'impact de la valeur du foncier sur le prix de l'immeuble destiné à être acquis par les ménages concernés en dissociant durablement ces deux éléments (cf. graphique 8).

L'OFS est une structure à but non lucratif, agréée et contrôlée par le préfet de département, propriétaire des terrains et pouvant bénéficier de la décote sur la valeur des terrains publics ainsi que du prêt Gaïa Foncier Long terme distribué par la CDC[42]. Il est le seul à pouvoir conclure un bail réel solidaire (BRS)[43] avec les ménages accédants.

Graphique 8 : Fonctionnement de la dissociation entre foncier et bâti



Source : Site internet des COOP HLM, consultation le 1er juillet 2019.

Ce BRS donne droit à plusieurs avantages[44], dont notamment une réduction de la part du prix représentée par l'achat du terrain, soit 15 % à 30 % du prix final.

En contrepartie, l'acquéreur doit respecter les plafonds de revenus du prêt social de location-accession (PSLA – cf. encadré 9) à l'entrée dans les lieux[45], occuper le logement à titre de résidence principale et s'acquitter, en plus de la mensualité d'emprunt, d'une redevance correspondant au droit d'occupation du terrain et aux frais de gestion du propriétaire du terrain.

[41] Loi n° 2014-366 du 24 mars 2014 pour l'accès au logement et un urbanisme rénové.

[42] Prêt d'une durée maximale de 60 ans et dont le taux est fixé à TLA + 60 pb.

[43] Ordonnance n° 2016-985 du 20 juillet 2016 relative au bail réel solidaire et décret n° 2017-1038 du 10 mai 2017 relatif au bail réel solidaire.

[44] Application du taux de 10 % de TVA pour les travaux en cas de logement neuf ; plafonnement du prix d'acquisition aux plafonds de prix du prêt social de location-accession (PSLA) ; sur décision de la collectivité territoriale concernée, abattement de 30 % de la taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) due par l'acquéreur.

[45] Pour 2019, pour une personne occupante, 32 442 € en zone A et 24 592 en zones B et C ; pour deux personnes occupantes, 45 418 € en zone A et 32 793 € en zones B et C.

Par ailleurs, le bail prévoit les conditions de revente du logement, lesquelles ont vocation à se transmettre aux acquéreurs successifs. En effet, tout nouvel acquéreur du bien doit également respecter les plafonds de revenus du PSLA et le prix de revente respecte une formule visant à garantir qu'il ne dépasse pas les plafonds de prix du PSLA. Ce plafonnement du prix de revente a pour but d'éviter que le premier acheteur du logement n'acquière à son propre profit les avantages obtenus par le mécanisme du BRS. Toute revente fait l'objet d'un agrément de l'OFS pour garantir le respect des conditions fixées.

Encadré 9 : Le prêt social de location-accession (PSLA)

Le PSLA est un prêt conventionné créé en 2004 et destiné à encourager l'accession à la propriété sociale. Les opérations prévues, réalisées par des OLS ou des promoteurs privés, bénéficient d'avantages sociaux et comprennent une phase locative puis une phase d'accession.

Le PSLA est octroyé aux personnes morales qui construisent les logements dont la propriété est destinée à être transférée au profit de personnes physiques respectant le plafond de ressources. Pour en bénéficier l'opérateur doit obtenir une décision d'agrément du préfet de département et signer une convention avec l'État.

Par le biais de la convention conclue avec l'État, l'opérateur s'engage à respecter plusieurs obligations :

- plafonds de ressources pour les locataires accédants ;
- plafonds de loyer pendant la phase locative ;
- plafonnement du prix de vente du logement ;
- offre de financement du transfert de propriété proposée aux locataires-accédants ;
- garantie de rachat du bien et de relogement.

Le PSLA peut financer jusqu'à 100 % de l'opération sachant que d'autres prêts sont mobilisables en complément. En 2018, les taux minimum et maximum des PSLA distribués étaient fixés respectivement à 1,00 % et 1,30 % sur la base d'un livret A au taux de 0,75 % jusqu'au 31 janvier 2020.

Plusieurs avantages fiscaux sont attachés à ce dispositif et correspondent à ceux bénéficiant aux opérations locatives sociales :

- taux de TVA de 10 % ;
- exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) pendant quinze ans.

Source : Mission.

Le cadre existant en matière de dissociation de la propriété du foncier et de la propriété du bâti prévoit une exclusivité au profit des OFS, spécialement créés à cette fin et faisant l'objet d'un contrôle administratif les éloignant durablement d'acteurs de marché susceptibles de réaliser du portage foncier. **Par conséquent, l'option consistant à permettre à des investisseurs privés de réaliser ce portage au bénéfice d'organismes de logement social propriétaires du bâti ne correspond pas aux caractéristiques prévues à ce jour**. Prévoir un cadre juridique à cette fin ne répondrait pas aux contraintes économiques que cette formule suppose et qui expliquent que les investisseurs privés rencontrés par la mission n'aient pas fait part de leur intérêt :

- pendant la période de location, de la même manière qu'en matière de démembrement de propriété nue-propriété/usufruit locatif social, l'investisseur privé n'a plus de maîtrise patrimoniale du terrain dont il est propriétaire ; en revanche, la redevance d'occupation du foncier versée chaque année permet d'assurer un flux régulier de trésorerie, à condition d'être fixée à un niveau suffisamment élevé ;
- à l'issue de la période de location, la détermination du prix de rachat du terrain par l'organisme de logement social à l'investisseur privé pourrait poser difficulté :
  - soit ce prix serait fixé en fonction de l'évolution de la valeur du foncier depuis l'entrée dans le mécanisme de portage afin de permettre une rémunération de l'investisseur privé mais cela risquerait alors de faire poser une contrainte financière forte sur l'OLS ;
  - soit ce prix serait plafonné comme en matière de BRS pour faciliter l'acquisition par l'OLS et dans ce cas l'investisseur privé n'obtiendrait pas une rentabilité suffisante sur l'intégralité de l'opération, sauf à prévoir des redevances annuelles très élevées pendant la période de location.

À supposer la création d'un cadre juridique complet pour permettre un portage du foncier par des acteurs privés, la formule de dissociation du foncier et du bâti ne répondrait pas aux attentes des investisseurs privés comme à celles des OLS potentiellement intéressés.

4. Les titres participatifs émis par les OLS ne seraient souscrits par des investisseurs qu'à la condition d'une rentabilité forte excédant sensiblement les plafonds existants

La loi ELAN a prévu, depuis sa date d'entrée en vigueur le 25 novembre 2018, que les OPH ainsi que les SA d'HLM et les sociétés de coordination d'organismes d'HLM puissent émettre des titres participatifs (article L. 213-32 du code monétaire et financier). Avant la loi ELAN, le recours à ces instruments financiers n'était autorisé qu'aux *« sociétés par actions appartenant au secteur public »*, aux *« sociétés anonymes coopératives »*, aux *« banques mutualistes ou coopératives »* et aux *« établissements publics de l'État à caractère industriel et commercial »*.

Il s'agit de titres de créances permettant de renforcer les fonds propres sans entraîner le partage de pouvoir ou l'augmentation des apports des actionnaires (cf. encadré 10). Les porteurs de titres participatifs disposent d'un droit individuel de communication des documents sociaux dans les mêmes conditions que les actionnaires, à la différence des obligataires.

Les prérogatives de la masse des titulaires concernant la gestion de la personne morale émettrice s'inscrivent dans le double droit à l'information et à la consultation mais n'autorisent aucune contestation de cette gestion *a fortiori* par voie judiciaire, à l'instar des obligataires (article L. 228-55 du code de commerce), sauf inexécutions ou modifications du contrat d'émission. La constitution d'une masse des titulaires de titres participatifs n'est pas prévue lorsque l'émission des titres participatifs est garantie par l'État, les collectivités territoriales ou les établissements publics à raison de la garantie automatiquement attachée à une telle émission.

Encadré 10 : Caractéristiques des titres participatifs

Plusieurs caractéristiques définissent les titres participatifs :

- le remboursement de ces titres intervient uniquement lors de la liquidation de la personne morale émettrice ou à l'initiative de la personne morale émettrice passé un délai d'au moins sept ans, afin de conférer à ces titres une stabilité semblable à celle des apports recueillis par l'émission d'actions ;
- le rang attribué aux titulaires de ces titres déroge en leur défaveur au principe d'égalité des créanciers puisque le remboursement n'intervient qu'après désintéressement complet de tous les autres créanciers privilégiés ou chirographaires ;
- la rémunération des titres participatifs *« comporte une partie fixe et une partie variable calculée par référence à des éléments relatifs à l'activité ou aux résultats de la société et assise sur le nominal du titre »* (article L. 228-36 du code de commerce), l'importance de chaque part étant déterminée par le contrat d'émission, dans la limite de 40 % au maximum pour la part variable ;
- la négociabilité des titres participatifs est liée à leur nature de valeurs mobilières et peut induire leur cotation en bourse aux conditions posées pour les titres de créance.

Source : Articles L. 228-36 et L. 228-37 du code de commerce.

Ces instruments permettent ainsi aux OLS d'accroître leurs fonds propres sans pour autant ouvrir le pouvoir de décision à de nouveaux associés. En effet, outre les caractéristiques financières des titres participatifs, il est prévu que la masse des porteurs de titres dispose d'un droit à l'information et à la consultation, à l'exclusion de toute possibilité de contester la gestion de l'organisme, y compris par voie judiciaire.

Dans cette mesure, les titres participatifs constituent des titres de créances présentant un degré d'assimilation fort aux capitaux propres et placent leurs porteurs dans une situation moins avantageuse que celle des autres prêteurs. Par ailleurs, les porteurs de titres participatifs n'ont pas de visibilité sur la date de remboursement, laquelle est définie par l'émetteur après une période de sept ans. Les investisseurs privés rencontrés par la mission ont ainsi précisé que leur intérêt pour ce type d'instrument était conditionné à une rémunération annuelle élevée, de l'ordre de 6 % à 7 %.

Dans le cadre du plan Logement 2 élaboré en parallèle de la clause de revoyure sur la réforme financière du secteur du logement social, la CDC a prévu de souscrire des titres participatifs auprès des offices publics HLM pour un montant total de 800 M€ par tranches successives sur la période 2019-2022, financés par la Section générale. Le groupe Action Logement a prévu également une souscription sur la même période pour 300 M€. Les titres concernés pourront être remboursés après sept ans avec une maturité visée de 20 ans. Les taux négociés sont de :

- 0,72 % pour le taux fixe ;
- un maximum de 1,80 % entre un et quinze ans et 1,90 % au-delà pour le taux variable qui dépend de l'évolution de la santé financière de l'organisme sur son exploitation.

Une prime de remboursement est prévue à partir de la quinzième année, égale à 1 % du montant investi à l'origine par an.

Hormis la souscription de titres participatifs par les acteurs du logement social que sont la CDC et le groupe Action Logement à des conditions financières avantageuses pour les organismes émetteurs compte tenu du risque de remboursement encouru, le mécanisme en place n'apparaît pas correspondre aux attentes d'investisseurs institutionnels dont les exigences de rentabilité sont sensiblement supérieures.

La souscription par les collectivités territoriales de titres participatifs émis par les OPH est une option plus judicieuse. Dans la mesure où les OPH, en tant qu'établissements publics, n'ont pas de capital, contrairement aux ESH ou aux SEM, cette option pourrait permettre à la collectivité de rattachement d'un office de lui apporter des quasi fonds propres.

En vertu des dispositions de l'article L. 431-4 du code de la construction et de l'habitation les collectivités territoriales et leurs EPCI peuvent octroyer des prêts à l'ensemble des OLS et souscrire à des obligations, acquérir des actions ou réaliser des apports au profit des sociétés d'HLM (cf. encadré 11). **Permettre la souscription par la collectivité de rattachement de titres participatifs émis par les OPH nécessiterait en toute vraisemblance de compléter ces dispositions** :

- les titres participatifs se distinguent à la fois des prêts et des obligations et ne sont par conséquent pas soumis à un régime juridique identique[46] ;
- le code de la construction et de l'habitation fait référence aux seules obligations émises par les OLS ayant la forme d'une société, ce qui exclut les OPH ;
- de manière plus générale, l'intervention économique des collectivités territoriales prévue par le code général des collectivités territoriales ne prévoit pas non plus la souscription de titres participatifs.

Encadré 11 : Prêts et concours financiers des collectivités territoriales aux organismes de logement social

Les régions, les départements et les communes et les établissements publics de coopération intercommunale peuvent

1° Consentir aux organismes d'habitations à loyer modéré visés à l'article L. 411-2 des prêts dont les conditions générales d'emploi sont déterminées par les conventions établies à cet effet, et leur allouer des subventions ;

2° Souscrire à des obligations des sociétés d'habitations à loyer modéré et de crédit immobilier ;

3° Souscrire ou acquérir des actions de sociétés d'habitations à loyer modéré et de crédit immobilier, lesdites actions devant être entièrement libérées et ne devant pas dépasser les deux tiers du capital social ;

4° Faire apport, sous les mêmes réserves, aux sociétés d'habitations à loyer modéré de terrains ou de constructions, la valeur attribuée à ces apports ne pouvant être inférieure à leur valeur réelle.

Source : Article L. 431-4 du code de la construction et de l'habitation.

[46] En particulier, le code monétaire et financier et le code de commerce n'assimilent pas les titres participatifs aux obligations même si ces instruments sont tous deux des titres de créance.

5. L'entrée en capitaux propres d'investisseurs institutionnels dans le secteur du logement social peut être réalisée selon plusieurs options d'intérêt et de sophistication variables

5.1. Toutes les options devront tenir compte de la nature de SIEG du logement social et de la nécessité de prévenir tout transfert de la valeur patrimoniale créée sur des fonds essentiellement publics

5.1.1. Le logement social forme un service d'intérêt économique général (SIEG) au sens du droit européen, justifiant des compensations publiques

5.1.1.1. Des obligations de service public reposant sur les bailleurs sociaux distinguent la gestion locative sociale d'une activité exercée dans des conditions de marché

Le service d'intérêt économique général (SIEG) du logement social, défini par l'article L. 411-2 du code de la construction et de l'habitation, est constitué de la gestion locative sociale, de l'accession sociale à la propriété, ainsi que des activités liées aux copropriétés en difficulté (cf. encadré 12). S'y ajoutent les dispositions du code de la construction et de l'habitation définissant les règles d'attribution des logements auxquelles sont soumis les opérateurs sociaux, ainsi que les conventions d'APL qui viennent préciser, programme par programme, le mandat qui leur est confié.

Encadré 12 : Définition du SIEG du logement social français

Les organismes d'habitations à loyer modéré bénéficient, en conformité avec la décision 2012/21/UE de la Commission, du 20 décembre 2011, relative à l'application de l'article 106, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne aux aides d'État sous forme de compensations de service public octroyées à certaines entreprises chargées de la gestion de services d'intérêt économique général, d'exonérations fiscales et d'aides spécifiques de l'État au titre du service d'intérêt général défini comme :

- la construction, l'acquisition, l'amélioration, l'attribution, la gestion et la cession de logements locatifs à loyers plafonnés, lorsqu'elles sont destinées à des personnes dont les revenus sont inférieurs aux plafonds maximum fixés par l'autorité administrative pour l'attribution des logements locatifs conventionnés dans les conditions définies à l'article L. 351-2 et dont l'accès est soumis à des conditions de ressources. Font toutefois partie du service d'intérêt général, jusqu'au 1er janvier 2020, les opérations susmentionnées destinées à des personnes de revenu intermédiaire dont les ressources ne dépassent pas les plafonds fixés au titre IX du livre III, lorsque les logements correspondants représentent moins de 10 % des logements locatifs sociaux mentionnés à l'article L. 302-5 détenus par l'organisme ;
- la réalisation d'opérations d'accession à la propriété destinées à des personnes dont les revenus sont inférieurs aux plafonds maximum, majorés de 11 %, fixés par l'autorité administrative pour l'attribution des logements locatifs conventionnés dans les conditions définies à l'article L. 351-2 et dont l'accès est soumis à des conditions de ressources. Font toutefois partie du service d'intérêt général, dans la limite de 25 % des logements vendus par l'organisme, les opérations destinées à des personnes de revenu intermédiaire dont les ressources dépassent les plafonds maximum susmentionnés sans excéder les plafonds fixés au titre IX du livre III, majorés de 11 %, lorsque l'ensemble des opérations sont assorties de garanties pour l'accédant dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État ;
- la gestion ou l'acquisition en vue de leur revente, avec l'accord du maire de la commune d'implantation et du représentant de l'État dans le département, de logements situés dans des copropriétés connaissant des difficultés importantes de fonctionnement ou faisant l'objet d'un plan de sauvegarde en application de l'article L. 615-1 ou d'une opération programmée d'amélioration de l'habitat visée à l'article L. 303-1 ou situés dans le périmètre d'opérations de requalification de copropriétés dégradées prévues à l'article L. 741-1 ainsi que, pour une période maximale de dix ans à compter de la première cession, la gestion des copropriétés issues de la cession des logements locatifs mentionnés au neuvième alinéa du présent article tant que l'organisme vendeur y demeure propriétaire de logements. À défaut d'opposition de la part du représentant de l'État notifiée dans le délai de deux mois à compter de la date de la réception de la demande, son avis est réputé favorable ;
- l'intervention comme opérateur, sans pouvoir être tiers-financeur, dans le cadre des procédures prévues à l'article 29-11 de la loi n° 65-557 du 10 juillet 1965 fixant le statut de la copropriété des immeubles bâtis et de l'article L. 615-10 du présent code ;
- les services accessoires aux opérations susmentionnées et les services que les organismes d'habitations à loyer modéré se rendent entre eux pour les besoins des opérations susmentionnées.

Au titre de la mission d'intérêt général que constitue la recherche de la mixité sociale et de la diversité de l'habitat, les organismes d'habitations à loyer modéré peuvent exercer les compétences d'aménagement, d'accession et de prestations de services prévues par les textes qui les régissent.

Les organismes mentionnés au présent article tiennent une comptabilité interne permettant de distinguer le résultat des activités relevant du service d'intérêt général et celui des autres activités.

Ils enregistrent les résultats de l'activité relevant de la gestion de services d'intérêt économique général mentionnés au présent article sur un compte ne pouvant être utilisé qu'au financement de cette activité. Toutefois, les sociétés peuvent les utiliser à la distribution d'un dividende, dans la limite d'un montant fixé par les clauses types mentionnées à l'article L. 422-5.

Source : Article L. 411-2 du code de la construction et de l'habitation.

Ces obligations particulières sont caractéristiques d'un SIEG et différencient les activités exercées d'une activité commerciale normale[47]. Par rapport à la gestion locative du parc privé, la gestion des OLS déroge donc à la fois à :

- **la liberté de choisir son locataire**, puisqu'une commission d'attribution, composée notamment de représentants des locataires et du maire de la commune, est la seule autorisée à attribuer les logements sociaux sur la base de critères définis par la loi et le règlement incluant en particulier des plafonds de ressources ;
- **la capacité de fixer librement les loyers pratiqués**, en référence aux prix de marché, dans la mesure où les loyers en matière sociale font l'objet d'un plafonnement prévu par voie réglementaire et décliné dans la convention d'utilité sociale (CUS) signée par l'organisme.

Ces caractéristiques ont donc pour effet de limiter les bénéfices pouvant être retirés de la gestion locative des logements sociaux, les OLS se trouvant par ailleurs dans l'obligation d'enregistrer les résultats du SIEG sur un compte séparé ne pouvant pas être utilisé pour le financement d'autres activités.

5.1.1.2. En contrepartie de ces obligations, les OLS bénéficient de compensations financières d'origine publique

Plusieurs mécanismes de compensation sont mobilisés sous la forme d'aides directes, de prêts et de garanties.

5.1.1.2.1. Les organismes de logement social sont exonérés d'impôt sur les sociétés (IS) au titre des activités de SIEG qu'ils exercent

Aux termes de l'article 207, 1-4°du code général des impôts, les organismes de logement social bénéficient d'une exonération d'impôt sur les sociétés (IS) à raison des opérations qu'ils réalisent au titre du SIEG du logement social défini par l'article L. 411-2 du code de la construction et de l'habitation. Il en est de même pour les produits issus de la cession de certificats d'économies d'énergie[48], les produits issus de l'exploitation des locaux annexes et accessoires des logements sociaux s'ils sont nécessaires à la vie économique et sociale des ensembles immobiliers[49] ainsi que les produits financiers issus du placement de la trésorerie des organismes.

Il est précisé que le champ d'application des opérations exonérées est strictement limité aux activités mentionnées à l'article 207, 1-4° s'agissant des OLS. La jurisprudence précise en effet que cette exonération est subordonnée à la condition que l'office public ou la SA d'HLM consacre effectivement l'essentiel de son activité aux opérations du SIEG[50].

Le rapport SIEG de la France à la Commission européenne pour l'année 2009 précisait que *« la contrepartie de [cette] exonération est l'encadrement de l'activité et la limitation de la faculté de rémunération des actionnaires, de manière à ce que les bénéfices soient réinvestis dans l'activité de logement social notamment lorsque celle-ci est déficitaire »*.

---

[47] CJUE, 20 décembre 2017, *Comunidad Autonoma del Pais Vasco e.a./Commission*, C-66/16 P à C-69/19 P, point 45.

[48] Article L. 221-7 du code de l'énergie.

[49] Article L. 411-1 CCH.

[50] CE, 21 décembre 2007, nos 291674 et 296648.

5.1.1.2.2. Les opérations de construction et de rénovation de logements sociaux font l'objet de financements à conditions préférentielles, de subventions et d'aides fiscales

Les différents prêts octroyés par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) que sont les prêts locatifs à usage social (PLUS), les prêts locatifs sociaux (PLS) et les prêts locatifs aidés d'intégration (PLAI) prévoient des conditions de durée plus longues que sur le marché et leurs taux sont fixés par référence aux taux du livret A (cf. annexe dédiée). Ces prêts, hormis les PLS, peuvent donner lieu à l'octroi de subventions, lequel est subordonné à l'obtention d'une décision favorable de la direction départementale des territoires (DDT) compétente ou de la collectivité délégataire de la compétence relative aux aides à la pierre.

Il est prévu une exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) d'une durée minimale de 15 ans (pouvant aller jusqu'à 30 ans) pour les logements sociaux dont la construction est financée à concurrence de plus de 50 % de leur coût à l'aide des prêts aidés par l'État[51].

Par ailleurs, les livraisons de logements sociaux neufs dont la construction a été financée au moyen d'un prêt de la CDC sont soumises depuis le 1er janvier 2018 au taux intermédiaire de TVA de 10 %[52]. Avant la loi n° 2017-1837 du 30 décembre 2017 de finances pour 2018, le taux applicable était de 5,5 %.

5.1.1.2.3. Des mécanismes de garanties de la part des collectivités territoriales et de la CGLLS bénéficient aux OLS pour les emprunts qu'ils souscrivent auprès de la CDC

Les emprunts souscrits par les organismes auprès de la CDC font généralement l'objet d'une garantie de la part des collectivités territoriales concernées par les opérations de construction de nouveaux logements. Cette garantie a pour contrepartie l'octroi d'un droit de réservation de ces collectivités sur une partie des logements financés.

À défaut de garantie consentie par une collectivité territoriale, la Caisse de garantie du logement locatif social (CGLLS) peut accorder sa garantie contre rémunération.

---

[51] Articles 1384, 1384-0 A et 1384 A du code général des impôts.

[52] Article 278 *sexies*-0 A du code général des impôts.

5.1.1.3. Le dispositif de compensation mis en œuvre exclut toute logique de rentabilité des capitaux utilisés, du fait du plafonnement du « bénéfice raisonnable »

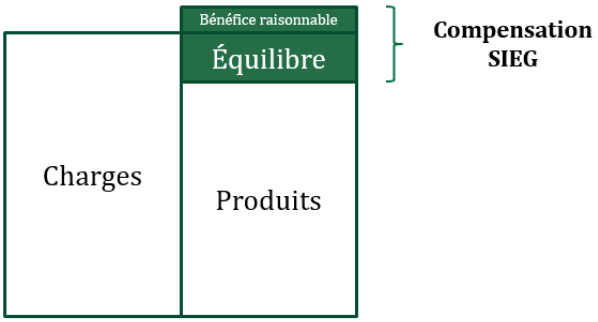
Par un arrêt *Altmark Trans* de 2003[53], la Cour de justice des Communautés européennes (CJCE) a posé quatre conditions cumulatives nécessaires pour que le financement public d'une entreprise chargée de la gestion d'un SIEG ne soit pas constitutif d'une aide d'État prohibée par les traités européens :

- l'entreprise bénéficiaire doit effectivement être chargée de l'exécution d'obligations de service public clairement définies ;
- la compensation financière doit être préalablement établie sur la base de critères objectifs et transparents ;
- la compensation financière ne doit couvrir que ce qui est nécessaire à l'exécution des obligations de service public ;
- la compensation doit être accordée par une procédure de marché public ou sur la base d'un cadre de référence permettant d'identifier, *a priori*, les coûts des obligations de service public que supporterait une entreprise moyenne bien gérée chargée d'un SIEG.

Dans le cas du logement social, la quatrième condition n'est pas respectée, car les organismes de logement social ne sont pas mis en concurrence et aucun élément ne permet d'identifier précisément les coûts engagés. Toutefois, **bien que constitutive d'une aide d'État, la compensation financière de service public versée aux OLS est considérée comme compatible au regard de la décision SIEG n° 2012/21/UE du 20 décembre 2011 figurant dans le paquet « Almunia »**[54].

La décision SIEG à laquelle est soumis le logement social prévoit que le montant de la compensation versée aux organismes *« […] n'excède pas ce qui est nécessaire pour couvrir les coûts nets occasionnés par l'exécution des obligations de service public, y compris un bénéfice raisonnable »*[55] (cf. graphique 9).

Graphique 9 : Détermination de la compensation admise au titre des activités de SIEG



Source : Mission.

[53] CJCE, 24 juillet 2003, C-280/00, *Altmark Trans*.

[54] Décision de la Commission du 20 décembre 2011 relative à l'application de l'article 106, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne aux aides d'Etat sous forme de compensations de service public octroyées à certaines entreprises chargées de la gestion de services d'intérêt économique général.

[55] Article 5.

Deux méthodes de calcul du coût net des obligations de service public sont prévues :

- la méthode fondée sur la répartition des coûts dont le calcul est réalisé sur la base de la différence entre les coûts et les recettes ;
- la méthode du coût net évité obtenu en comparant le coût net de l'entreprise assurant le service public et celui d'une entreprise comparable ne l'assumant pas.

La seconde méthode est privilégiée par la Commission européenne dans son guide relatif au SIEG[56]. Le coût net évité peut ainsi être calculé comme la somme des loyers perçus et plafonnés et des coûts supplémentaires générés par l'obligation de service public nets des aides publiques spécifiques au logement social.

S'agissant du « bénéfice raisonnable », celui-ci est entendu comme *« le taux de rendement du capital qu'exigerait une entreprise moyenne s'interrogeant sur l'opportunité de fournir le SIEG pendant toute la durée du mandat, en tenant compte du niveau de risque. Le taux de rendement du capital est défini comme le taux de rendement interne que l'entreprise obtient sur son capital investi pendant la durée du mandat. Le niveau de risque dépend du secteur concerné, du type de service et des caractéristiques de la compensation »*. En outre, *« un taux de rendement du capital qui ne dépasse pas le taux de swap applicable majoré d'une prime de 100 points de base est considéré comme raisonnable en tout état de cause »*[57], en particulier *« lorsque l'accomplissement du SIEG n'est pas lié à un risque commercial ou contractuel important »*.

Dans son guide SIEG, la Commission précise que le bénéficie raisonnable dépend donc d'un niveau de risque. La notion de risque se fonde sur plusieurs facteurs susceptibles de réduire les recettes ou d'augmenter les coûts : le secteur concerné, le type de service et les caractéristiques de la compensation. S'agissant en particulier du secteur d'activité, la Commission précise que *« les secteurs concurrentiels, où la demande et les coûts sont volatils (s'ils ne sont pas déjà pris en compte dans les paramètres de la compensation) et où les actifs sont chers et difficiles à revendre, sont considérés comme étant plus risqués »*. Il est ajouté que si les facteurs sont inclus dans les paramètres de calcul de la compensation alors ils ne constituent plus des facteurs de risques.

De l'avis de la direction des affaires juridiques (DAJ) des ministères économiques et financiers[58], le secteur du logement social peut être considéré comme présentant un risque faible, en raison notamment de la compensation quasi intégrale des coûts nets pour les organismes et de la garantie apportée par l'État et les collectivités territoriales aux loyers impayés et aux prêts contractés par les organismes. En outre, la direction des affaires juridiques précise que le secteur n'est pas confronté au risque immobilier lié à la difficulté de vendre les logements au moment et au prix escomptés.

---

[56] Document de travail de la Commission du 29 avril 2013, *Guide relatif à l'application aux services d'intérêt économique général, et en particulier aux services sociaux d'intérêt général, des règles de l'Union européenne en matière d'aides d'Etat, de « marchés publics » et de « marché intérieur »*, SWD (2013) 53 final/2.

[57] *« La prime de 100 points de base sert, entre autres, à compenser le risque de liquidité lié à l'apport de capitaux engagés pour la gestion du service pendant la durée du mandat »*, décision SIEG.

[58] Note DAJ du 29 mai 2019 et fiche complémentaire du 14 juin 2019.

Si la recommandation qui en découle serait une limitation du bénéfice raisonnable au taux de swap applicable[59] majoré d'une prime de 100 points de base, soit 1,97 % pour l'année 2019, plusieurs autres éléments contribuent à envisager un plafond plus élevé :

- la durée structurellement longue de l'amortissement financier et de l'amortissement technique moyen des opérations de logement social contribue à s'éloigner du taux swap à dix ans ;
- la durée du mandat SIEG sur laquelle le taux swap doit théoriquement être calculé est à durée indéterminée dans le cadre du logement social en France.

Si des imprécisions demeurent, s'agissant du taux plafond de rémunération des capitaux investis dans le logement social, le bénéfice raisonnable devra toujours demeurer limité, son calcul reposant sur un taux raisonnablement supérieur au taux de swap à dix ans majoré de 100 points de base. **À cet égard, un taux de rendement net des capitaux investis de l'ordre du taux swap à dix ans[60] majoré de 200 points de base, soit environ 3 % par an aux conditions de taux et d'inflation en 2019, apparaît possible sans contrevenir aux règles européennes.**

En outre, les États membres disposent d'une marge de manœuvre importante dans l'élaboration de la compensation et peuvent à cet égard prévoir des objectifs d'efficience objectifs et mesurables dans le mandat confié aux organismes de logement social. À cet égard, *« tout avantage lié aux gains d'efficience productive doit être fixé à un niveau qui permette une répartition équilibrée des gains réalisés entre l'entreprise et l'État membre et/ou les utilisateurs »*[61]. La DAJ considère de ce fait que l'OLS qui parviendrait à diminuer ses coûts de gestion pourrait continuer à bénéficier de la même compensation, à condition que le caractère incitatif soit prévu à l'avance dans la méthode de calcul de la compensation.

Ces caractéristiques de fonctionnement du SIEG du logement social en France ont conduit l'ANCOLS, dans la délibération de son conseil d'administration du 23 janvier 2019[62], à écarter le recours au taux de rendement du capital et à y substituer la combinaison d'un indicateur de marge d'exploitation[63] et d'un indicateur de rendement de l'actif[64].

5.1.2. Des dispositions nationales garantissent que la valeur du patrimoine des OLS, constituée sur fonds publics, ne fasse pas l'objet d'une appropriation indue

Des dispositions complémentaires aux règles européennes sont prévues au niveau national pour les OLS comportant un actionnariat privé[65] et limitent la capacité de rémunérer les capitaux employés, contribuant de ce fait à pérenniser le patrimoine de ces organismes.

---

[59] *« Le taux de swap applicable est celui dont la maturité et la monnaie correspondent à la durée et à la monnaie du mandat »*. Les taux de swap sont publiés sur le site Internet de la DG Concurrence de la Commission.

[60] Étant donné la durée d'amortissement, et la durée indéterminée du mandat SIEG, il pourrait aussi être considéré un taux swap de maturité plus longue.

[61] Décision de la Commission du 20 décembre 2011 précitée, considérant 22.

[62] Délibération n° 2019-09 relative à l'approbation de la méthode de vérification de l'absence de surcompensation dans les organismes de logement social pour l'exercice de la mission mentionnée au c du 1° du I de l'article L. 342-2 du code de la construction et de l'habitation visant le contrôle du respect de la décision 2012/21/UE de la Commission européenne, du 20 décembre 2011, relative à l'application de l'article 106, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne aux aides d'Etat sous forme de compensations de service public octroyées à certaines entreprises chargées de la gestion de services d'intérêt économique général (SIEG).

[63] Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires net des charges récupérables.

[64] Résultat net comptable/Immobilisations brutes nettes de l'endettement.

[65] S'agissant des offices publics, il n'existe pas de règles comparables étant donné que ces structures ne disposent pas d'un actionnariat susceptible de percevoir un dividende.

Les formules présentées ci-après visent à susciter un apport de capitaux privés à destination du logement social, en particulier en assouplissant ces règles de plafonnement des dividendes, en permettant une rentabilité sur la base d'une rotation limitée du parc détenu par les organismes et en facilitant les mouvements d'entrée et sortie des actionnaires par le biais de la liquidité des actions valorisées à un prix de marché.

5.1.2.1. Les dividendes pouvant être versés par une société d'HLM font l'objet d'un plafonnement calculé en référence à la valeur nominale de leurs actions

Les sociétés d'HLM font l'objet d'un encadrement particulier s'agissant de la rémunération qu'elles peuvent verser à leurs actionnaires sous forme de dividende. Ainsi, ces sociétés peuvent utiliser les résultats issus du SIEG pour distribuer un dividende à leurs actionnaires dans la limite d'un montant fixé par les clauses types mentionnées à l'article L. 422-5 du code de la construction et de l'habitation.

Les dividendes ainsi distribuables sur la base des produits du SIEG sont plafonnés à un pourcentage de la valeur nominale des actions égal ou inférieur au taux d'intérêt servi aux détenteurs d'un livret A majoré de 1,5 point[66]. Pour l'année 2019, le plafond de distribution est de 2,25 % de la valeur nominale des actions des sociétés d'HLM.

5.1.2.2. Les opérations d'augmentation de capital par incorporation sont par principe prohibées et les réductions de capital ou cessions d'actions sont plafonnées

Il est prévu une dérogation aux dispositions du code de commerce s'agissant des augmentations de capital des sociétés d'HLM par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission puisque ces opérations sont par principe interdites par l'article L. 423-5 du code de la construction et de l'habitation. Les sociétés d'HLM ne peuvent amortir leur capital et toute réduction de capital n'est possible qu'à un prix d'achat plafonné selon des règles identiques.

En outre, le prix de cession des actions des sociétés d'HLM ne peut dépasser celui fixé en application de l'article L. 423-4 du code de la construction et de l'habitation soit le *« montant d'acquisition des actions, majoré, pour chaque année ayant précédé la cession, d'un intérêt calculé au taux servi au 31 décembre de l'année considérée aux détenteurs d'un livret A, majoré de 1,5 point et diminué des dividendes versés pendant la période »*. Cet encadrement concerne également, sous une forme différente, les offices publics, s'agissant de la part de l'excédent de liquidation de l'office pouvant être affectée à un emploi librement décidé par la collectivité territoriale ou l'EPCI de rattachement aux termes de l'article L. 421-7-1 du même code[67].

---

[66] Clause type 12, annexe à l'article R. 422-1 CCH.

[67] *« Sans préjudice de l'application de l'article L. 443-13 et du deuxième alinéa [de cet article], une part de [l'excédent de résultant de la liquidation de l'office] peut être affectée à un emploi librement décidé par la collectivité territoriale ou l'établissement public de coopération intercommunale de rattachement. Le montant de cette part ne peut excéder le montant de la dotation initiale majorée pour chaque année ayant précédé la dissolution, sans pouvoir excéder vingt années d'un intérêt calculé au taux servi le 31 décembre de l'année considérée aux détenteurs d'un livret A, majoré de 1,5 point ».*

5.1.2.3. La plus-value de cession d'éléments de l'actif d'une société d'HLM est affectée en réserve obligatoire destinée aux opérations de construction nouvelles

Il est prévu à l'article L. 443-13 du code de la construction et de l'habitation que *« le surplus des sommes perçues [en cas de cession d'un élément de patrimoine immobilier] est affecté en priorité au financement de programmes nouveaux de construction, à des travaux destinés à améliorer de façon substantielle un ensemble déterminé d'habitations ou à des acquisitions de logements en vue d'un usage locatif »*.

Le compte 10685 « Réserve sur cessions immobilières » est prévu à cet effet et il est obligatoirement crédité lors de l'affectation du résultat du montant du surplus réalisé sur la cession des biens patrimoniaux immobiliers de l'organisme.

Dans ce cadre, la mission considère qu'il serait inadmissible que l'assouplissement de ces règles aboutisse à ce que la valeur économique réelle du patrimoine des OLS, non reflétée par leurs états comptables et constituée sur la base de fonds essentiellement publics, soit appropriée par de nouveaux investisseurs privés qui n'auront pas contribué à la créer ou par les actionnaires historiques des ESH et SEM par le biais des plus-values dégagées lors de la revente de leurs actions.

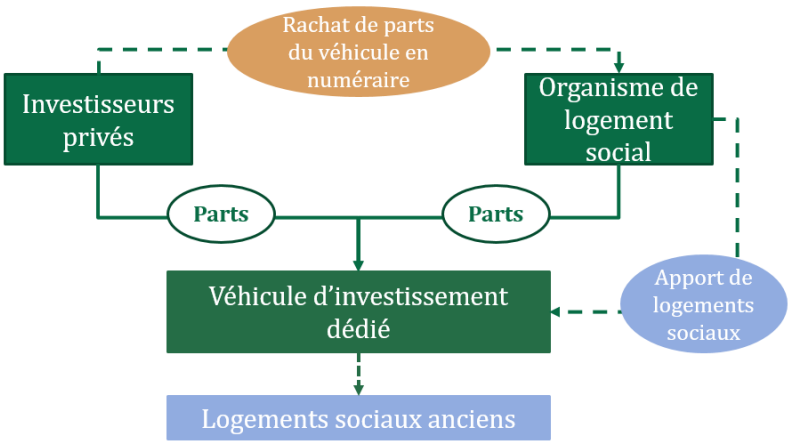
5.2. La création de fonds dédiés à des opérations définies répond fortement aux attentes des investisseurs mais serait porteuse d'un risque en matière de commande publique

La création d'un fonds dédié consisterait à mettre en place un véhicule d'investissement dans lequel :

- l'OLS apporterait une partie des logements sociaux qu'il possède en l'échange de parts du fonds ;
- des investisseurs privés professionnels rachèteraient une partie des parts de l'OLS dans le véhicule afin de devenir également associés du véhicule.

Ainsi, lors de la constitution du fonds, l'OLS recevrait des capitaux de la part des investisseurs privés en échange d'une partie des parts qu'il détient dans le fonds, lui permettant de bénéficier de ressources pour construire de nouveaux logements sur son propre bilan (cf. graphique 10).

Graphique 10 : Constitution du véhicule d'investissement



Source : Mission.

Ce mécanisme permettrait ainsi à l'OLS et aux investisseurs privés de partager la propriété des logements apportés pendant la période de vie du fonds, d'en obtenir chaque année des dividendes issus du bénéfice généré par l'activité de gestion locative sociale, puis de récupérer la plus-value de cession des logements après une certaine période de détention. **Cette formule permet une association entre l'OLS et des investisseurs privés qui soit limitée dans le temps et délimitée à la gestion des seuls logements apportés pour créer le fonds.**

5.2.1. L'attractivité pour des investisseurs d'une formule par fonds dédiés dépend autant de la réputation de l'OLS que des logements concernés

Les initiatives récentes qui ont été prises en matière de logement abordable et de logement intermédiaire constituent un point de référence pour les investisseurs institutionnels rencontrés par la mission (cf. 1.2). **La plupart des manifestations d'intérêt évoquées lors des échanges avaient pour point de départ ces opérations et le souhait de pouvoir les transposer en matière de logement social**.

Plusieurs éléments caractéristiques ont été soulignés comme ayant contribué au succès de ces opérations :

- l'organisation d'une gouvernance partagée entre investisseurs privés, d'une part, et gestionnaire locatif reconnu pour la qualité de sa gestion, d'autre part[68] ;
- le ciblage des opérations sur des logements présentant des caractéristiques proches du marché[69] et situés dans des zones géographiques tendues[70] ;
- l'existence d'une thèse d'investissement détaillée, c'est-à-dire d'un document présentant la raison d'être du fonds et ses objectifs, prévoyant :
  - une acquisition des logements avec décote par rapport au prix de marché[71] ;
  - un rendement courant stable plus intéressant que dans d'autres classes d'actifs immobiliers[72] ;
  - la définition de règles précises relatives à la rotation de l'actif prévoyant un plafonnement quantitatif annuel (Vesta[73]) ou une durée minimale de détention avant terme (FLI 1[74]) ;
- un régime fiscal adapté dans le cas des fonds de logement intermédiaire, avec une exonération de taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) pendant 20 ans et l'application du taux de TVA de 10 % sur les travaux.

---

[68] CDC Habitat, chargé de la gestion des logements du FLI 1, assure par ailleurs la gestion de près de 346 000 logements et a fait l'objet d'un mécanisme approfondi d'audit de ses activités de gestion locative à la demande notamment d'investisseurs institutionnels étrangers.

[69] Les loyers fixés en matière de logement intermédiaire se situent entre 10 à 15 % en dessous des prix de marché.

[70] 4 000 logements situés en région parisienne dans le cadre de l'opération Vesta ; localisation géographique à Paris, en banlieue parisienne et dans les principales métropoles françaises dans le cadre du FLI 1.

[71] Décote minimale de 20 % sur le prix d'acquisition dans le cadre du FLI 1.

[72] La définition d'un taux de rentabilité brut moyen de 4,8 % par an dans le cadre du FLI 1.

[73] 50 à 60 M€ par an sur un patrimoine initial de 1,4 Md€.

[74] Le FLI 1 a un terme de 20 ans, une respiration de l'actif étant possible pour 50 % des logements entre la 11e et la 15e années puis pour les 50 % restant entre la 16e et la 20e années.

Par conséquent, la formule consistant à créer des fonds dédiés supposerait l'établissement d'un cadre précis et exhaustif, défini opération par opération et comprenant la définition d'un *business plan* partagé entre les investisseurs et les OLS, la détermination précise des actifs concernés, le choix de la société de gestion ou *asset manager* du fonds, l'établissement de règles de gouvernance et l'existence d'un cadre réglementaire spécifique.

L'attractivité de ce type de formule pour des investisseurs privés doit ainsi être appréciée à l'aune de deux éléments prépondérants qui en limitent le caractère généralisable :

- **la réputation de l'OLS** susceptible d'apporter des logements sociaux dans un fonds dédié et capable d'en assurer la gestion conformément aux standards définis contractuellement avec les investisseurs institutionnels ;
- **les caractéristiques et la localisation des logements sociaux concernés par l'opération**, aboutissant à privilégier pour l'essentiel des logements existants de type PLS, largement amortis et situés en zones tendues pouvant par ailleurs faire l'objet d'opérations de vente avec fin du conventionnement au départ des locataires occupants (cf. point sur la cession des PLS de plus de quinze ans, 2.2.2).

En outre, la capacité à servir un dividende correspondant aux attentes de marché, au minimum 2,5 % de rendement net courant par an (cf. 1.4.1.1), devra tenir compte de la rémunération des prestations de gestion locative assurées par l'OLS et de celle de la gestion du fonds par la société de gestion choisie, tout en demeurant dans les limites fixées au niveau européen en matière de bénéfice raisonnable pouvant être généré par un SIEG (cf. 5.1.1.3), ce qui peut réduire le nombre d'opérations effectivement réalisables.

C'est pourquoi l'utilisation de formules de fonds dédiés pour construire de nouveaux logements sociaux n'apparaît pas envisageable en l'absence de rémunération des actionnaires pendant la période de développement, soit deux à trois ans.

5.2.2. La faisabilité juridique de cette formule est grevée d'une incertitude forte tenant à l'application des règles de la commande publique

Certaines des solutions retenues en matière de logement intermédiaire sont transposables en matière de logement social et permettraient de structurer des fonds dédiés.

5.2.2.1. La structuration de l'opération pourrait reposer sur un véhicule d'investissement réservé à des investisseurs professionnels de type OPPCI

La détermination de la forme juridique et fiscale du véhicule d'investissement devrait tenir compte de plusieurs spécificités :

- la taille suffisamment importante des opérations – au moins 10 000 logements sociaux – justifiant le recours à un véhicule réservé à des investisseurs institutionnels et non coté ;
- la durée limitée dans le temps de l'engagement des investisseurs, avec une capacité de rotation progressive du parc détenu avant le terme ;
- la présence à l'actionnariat du véhicule d'investisseurs *a priori* assujettis à l'IS et de l'OLS apporteur de logements, exonéré d'IS pour sa part, d'où l'avantage d'un véhicule permettant une transparence fiscale[75].

[75] Au sens de l'article 8 CGI, la transparence fiscale s'entend de la situation dans laquelle ce sont les associés de la structure qui se trouvent personnellement soumis à l'impôt pour la part de bénéfices sociaux correspondant à leurs droits dans la société.

Parmi les véhicules juridiques adaptés à ces exigences, les organismes de placement professionnel collectif immobilier (OPPCI) offrent plusieurs avantages (cf. encadré 13).

Encadré 13 : Caractéristiques des OPPCI

Deux formes juridiques existent pour les OPPCI et assurent leur souplesse :

- les sociétés professionnelles de placement à prépondérance immobilière à capital variable (SPPPICAV) revêtant la forme de SA ou de SAS ;
- les fonds professionnels de placement immobilier (FPPI) dépourvus de personnalité morale.

Dans les deux cas, plusieurs garanties sont prévues :

- le véhicule fait l'objet d'un agrément de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ;
- l'objet du véhicule est strictement limité à l'acquisition ou la construction d'immeubles en vue de les louer de façon directe ou *via* des filiales, à l'exclusion d'une activité régulière d'achat/revente ;
- la gestion du véhicule doit être confiée à une société de gestion d'actifs, elle-même agréée par l'AMF ;
- un dépositaire, distinct de la société de gestion, doit être désigné et a notamment pour rôle la vérification de la propriété des actifs immobiliers de l'OPPCI ainsi que le contrôle de la régularité des décisions prises par la société de gestion ;
- un expert externe en évaluation immobilière est chargé d'expertiser chaque actif immobilier une fois par an et d'évaluer chaque actif immobilier au moins deux fois par an ; il bénéficie également d'un agrément de l'AMF.

Les SPPPICAV présentent la caractéristique d'assurer leur propre liquidité puisqu'elles disposent de la faculté de racheter aux porteurs leurs propres parts étant donné que ces sociétés disposent d'un capital variable en vertu de leurs statuts.

Source : Mission.

D'un point de vue fiscal, ce type de véhicule n'est pas transparent mais, sous conditions de versement de dividendes, permet de taxer les revenus d'activité au niveau des actionnaires :

- la SPPPICAV est exonérée d'IS[76], étant donné la garantie de la réalité de l'activité exercée conférée par l'agrément AMF et l'intervention de la société de gestion et d'une banque dépositaire, sous réserve de procéder à des distributions minimales de dividendes à ses actionnaires à hauteur de :
  - 85 % de ses revenus locatifs ;
  - 50 % des plus-values nettes de cession réalisées sur les immeubles ou les titres de sociétés immobilières filiales ;
  - 100 % des dividendes des filiales sociétés d'investissement immobilier cotée (SIIC) ;
- les investisseurs du véhicule sont taxés à l'IS au taux de droit commun sur les dividendes qu'ils perçoivent de la SPPPICAV, sans bénéfice du régime mère-fille. Les investisseurs non-résidents font toutefois l'objet d'une retenue à la source (RAS) de 12,80 %, 30 % ou au taux de droit commun selon les revenus distribués, sauf convention fiscale internationale plus favorable.

En cas de cession des actions de la SPPPICAV, la plus-value est imposable à l'IS au taux de droit commun et un droit d'enregistrement au taux de 5 % s'applique lorsque l'acquéreur détient ou détiendra à la suite de son acquisition plus de 20 % des actions.

[76] Article 208 3°*nonies* CGI.

De façon alternative, l'opération pourrait être structurée par le biais d'une société civile immobilière (SCI) à capital variable, laquelle présente l'avantage d'être transparente fiscalement. Ce choix a notamment été réalisé pour la constitution du premier Fonds de logement intermédiaire. Toutefois, dans ce cas, il est nécessaire de prévoir contractuellement des obligations de distribution des revenus nets générés par l'activité, dont la gestion est confiée à un gestionnaire d'actifs.

Le règlement du fonds devrait notamment prévoir une thèse d'investissement très détaillée pour répondre aux attentes des investisseurs institutionnels, s'agissant en particulier du rendement courant attendu et de la rotation des actifs. Celui-ci serait décliné dans le prospectus et les statuts du fonds.

S'agissant en outre de logement social constitutif d'un SIEG et faisant l'objet d'un contrôle administratif développé, il apparaît nécessaire de prévoir un dispositif d'agrément ministériel ou préfectoral du véhicule qui sera propriétaire de logements sociaux conventionnés.

5.2.2.2. Le maintien des avantages fiscaux attachés aux logements sociaux apportés serait nécessaire pour parvenir à l'équilibre des opérations du fonds

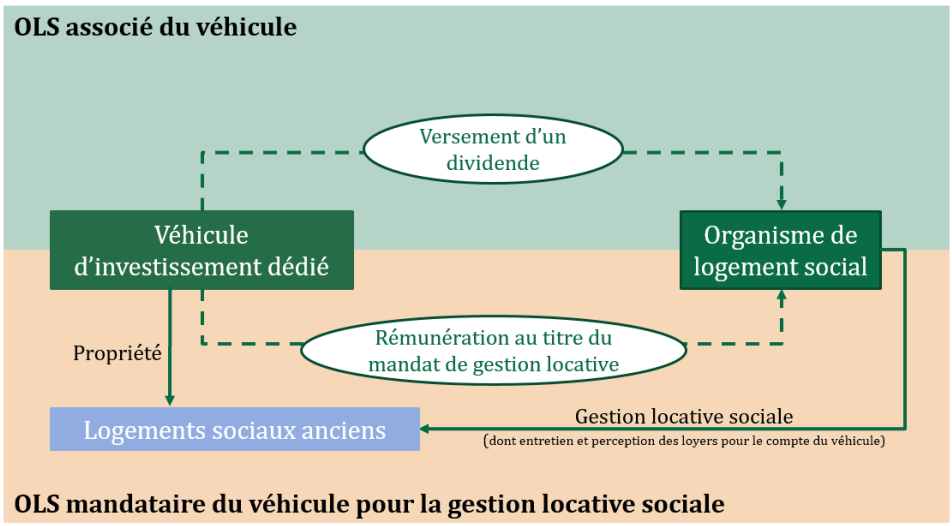
Le maintien de l'exonération de TFPB et l'application du taux de TVA de 10 % sur les travaux pour les logements sociaux concernés par l'opération serait nécessaire pour l'équilibre financier du fonds. Le maintien de ces avantages apparaît possible, dans la mesure où :

- les logements conservent leur conventionnement social ;
- les logements apportés demeurent plus généralement fournis au titre de la politique sociale au sens des règles européennes applicables en matière de TVA et qui s'appliquent également en matière de logement intermédiaire.

5.2.2.3. La principale difficulté tient au mandat de gestion locative sociale, qui devrait, en bonne logique, être accordé d'office à l'OLS apporteur des logements

L'intérêt d'un fonds dédié serait précisément que l'OLS apportant les logements puisse continuer d'en assurer la gestion locative sociale en bénéficiant à ce titre d'une rémunération, différente des dividendes reçus comme associé (cf. graphique 11).

Graphique 11 : Relations entre le véhicule dédié et l'OLS



Source : Mission

Les règles qui s'appliquent aux OLS prévoient par ailleurs que **les marchés qu'ils passent sont régis par les dispositions du code de la commande publique**[77]. La Cour de justice de l'Union européenne considère en particulier que la gestion des OLS est soumise à un contrôle des pouvoirs publics leur permettant d'influencer les décisions de ces dernières en matière de marchés publics[78], ce qui classe de ce fait ces organismes dans le champ des pouvoirs adjudicateurs au sens de l'article L. 1211-1 du code de la commande publique (cf. encadré 14).

Encadré 14 : Définition des pouvoirs adjudicateurs

Les pouvoirs adjudicateurs sont :

1° Les personnes morales de droit public ;

2° Les personnes morales de droit privé qui ont été créées pour satisfaire spécifiquement des besoins d'intérêt général ayant un caractère autre qu'industriel ou commercial, dont :

a) soit l'activité est financée majoritairement par un pouvoir adjudicateur ;

b) soit la gestion est soumise à un contrôle par un pouvoir adjudicateur ;

c) soit l'organe d'administration, de direction ou de surveillance est composé de membres dont plus de la moitié sont désignés par un pouvoir adjudicateur ;

3° Les organismes de droit privé dotés de la personnalité juridique constitués par des pouvoirs adjudicateurs en vue de réaliser certaines activités en commun.

Source : Article L. 1211-1 du code de la commande publique.

La constitution d'un véhicule *ad hoc* dédié à la gestion locative et à la valorisation de logements sociaux conventionnés, faisant l'objet d'un contrôle identique par les pouvoirs publics, justifierait également l'application des règles de la commande publique, ainsi que l'a confirmé la DAJ des ministères économiques et financiers**.** Si les règles de mise en concurrence devaient s'appliquer pour le choix par le véhicule de l'organisme appelé à assurer la gestion locative, la formule du fonds dédié deviendrait toutefois non pertinente :

- pour l'OLS apporteur de logements sociaux, qui n'aurait pas la certitude d'être lauréat à l'issue de la procédure de mise en concurrence ;
- pour les investisseurs privés, qui choisissent de s'engager dans ce type de formule en considération de la réputation de l'organisme de logement social apporteur.

[77] Article L. 421-26 pour les offices publics ; article L. 433-1 pour les organismes privés d'habitation à loyer modéré ; article L. 481-4 pour les SEM exerçant une activité de construction ou de gestion de logements sociaux.

[78] CJUE, 5e chambre, 1er février 2011, n° C-237/99.

Plusieurs hypothèses sont à distinguer. Toutes présentent une forte incertitude juridique ne permettant pas d'affirmer que la formule retenue corresponde à l'un des cas d'exonération des règles de la commande publique :

- les cas de quasi-régie[79], qui permettent une exclusion des règles de mise en concurrence, ne trouveraient pas à s'appliquer en présence d'un véhicule d'investissement comportant des capitaux privés ;
- le cas où la prestation de gestion du parc de logements sociaux serait assurée par l'OLS pour le compte du véhicule à titre purement gratuit permettrait une telle exclusion ; toutefois, cette formule ne serait pas attractive pour l'OLS, sauf à prévoir de lui octroyer un dividende majoré par rapport à sa participation dans le fonds ou une autre forme de rémunération complémentaire lors de la cession de ses parts dans le fonds aux investisseurs institutionnels ;
- les cas de coopération « public-public » permettent notamment aux organismes d'HLM (y compris ceux disposant de participations privées) de coopérer pour la réalisation de leurs missions communes de service public sans avoir à recourir aux procédures des marchés publics[80] ; il pourrait être étudié la possibilité d'invoquer une coopération de ce type sous réserve d'établir la mission de service public du véhicule et de démontrer que cette mission est complémentaire à celle de l'OLS apporteur ;

Le recours à un **complément de prix payé par les investisseurs institutionnels lors du rachat des parts du véhicule détenues par l'OLS** pourrait permettre de contourner cette difficulté liée à la commande publique sans toutefois exclure tout risque de constat par le juge d'un contournement des règles applicables (cf. encadré 15) :

- à la date de cession, l'OLS percevrait un montant fixe correspondant à la valeur vénale de ses parts ;
- le contrat de cession prévoirait également qu'à date fixe au cours des exercices ultérieurs et jusqu'au terme du fonds, l'OLS perçoit un complément de prix déterminé :
  - soit sur la base d'un montant fixe, revalorisé en fonction de l'évolution de l'inflation ;
  - soit sur la base d'une formule de calcul permettant de déterminer le complément versé chaque année, sur la base d'un indice de référence[81] ;
- une fois la cession conclue, le véhicule d'investissement, pleinement propriétaire des logements sociaux apportés, en confierait la gestion locative sociale à l'OLS apporteur, sur la base d'un mandat à titre gratuit permettant une exonération des règles de la commande publique.

[79] Article L. 2512-1 du code de la commande publique.

[80] Guide opérationnel de l'USH relatif à la « Coopération public-public », Laurent Ghékière, Repères n° 13, mars 2016.

[81] Par exemple le montant total de loyers perçus au cours de l'année précédente.

Encadré 15 : Principes applicables à un complément de prix, ou clause d'*earn-out*, dans le cadre de la cession de titres d'une société non cotée

Principe : en cas de cession de l'intégralité des titres d'une société ou d'un bloc de contrôle, il est fréquent de convenir d'un prix composé :

- d'une partie fixe payable dès la conclusion de la cession ;
- d'une partie réglable ultérieurement et dont le montant est généralement fonction des résultats futurs de la société.

L'opération peut aussi être réalisée en plusieurs actes avec, d'une part, une cession ferme d'un certain nombre de titres à un prix fixe et, d'autre part, une promesse synallagmatique (ou des promesses croisées d'achat et de vente) sur la base d'un prix dépendant des performances de la société.

Objectif : la clause d'*earn-out* permet au cédant de percevoir un complément de prix, non fixable de manière définitive, lors de la cession ; elle s'accompagne souvent du maintien du cédant dans la société pendant la durée de tout ou partie des exercices de référence, en particulier s'il constitue une personne-ressource, dispose d'un savoir-faire ou d'une notoriété que l'acquéreur souhaite maintenir au sein de la société.

Caractère déterminé ou déterminable du complément de prix : l'article 1591 du code civil exige que le prix de la vente soit déterminé ; la jurisprudence établie sur le sujet retient qu'il n'est pas nécessaire que le montant en soit fixé, dans le principe, d'une manière absolue et qu'il suffit qu'il soit déterminable en vertu des clauses de contrat ; à défaut de chiffrage, l'acte de cession doit donc prévoir les éléments de référence sur la base desquels les parties sont convenues de le fixer et, le cas échéant, la méthode de calcul qu'elles ont retenue.

Source : Mission.

Cette solution présenterait toutefois un coût fiscal. En effet, le complément de prix, de même que la plus-value de cession des parts du fonds, n'entre pas dans le périmètre de l'exonération d'IS dont bénéficie l'OLS au titre des activités de SIEG, à la différence de la rémunération perçue au titre d'un mandat de gestion locative sociale.

Une autre solution consisterait à prévoir, dès la cession des parts détenues par l'OLS dans le fonds aux investisseurs institutionnels, un prix de cession majoré égal à la somme de :

- la valeur vénale des parts du fonds ;
- la valeur actuelle nette (VAN) des flux de trésorerie correspondant à la rémunération des prestations de gestion locative sociale assurées par l'OLS sur la durée de vie du fonds.

Dans cette situation, l'OLS percevrait dès la constitution du fonds la totalité de la rémunération pour sa gestion des logements sociaux durant la vie du fonds, sous forme d'une majoration de prix de cession des parts. Cette solution, intervenant dès avant le choix du mandataire de la gestion locative, réduirait d'autant le risque lié à la commande publique.

Par ailleurs, le coût fiscal lié à la taxation de la majoration de prix pourrait être pris en compte dans le calcul du prix de cession, s'il était souhaité que ce coût ne soit pas supporté par l'OLS mais par les investisseurs institutionnels.

S'ajouteront également à ces limitations fortes liées aux règles de la commande publique la réglementation édictée par l'AMF en matière de prévention des conflits d'intérêt et qui trouveront à s'appliquer dans le cas d'un OPPCI confiant la gestion locative de logements dont il est propriétaire à l'un de ses actionnaires. Il est ainsi prévu que *« le recours aux services de sociétés liées doit reposer sur l'acceptation d'un cahier des charges, son respect et son contrôle, à des conditions conformes aux pratiques de marché, en termes notamment de services, qualité et coûts au moment de la décision »* [82].

[82] Règlement de déontologie des OPCI approuvé par le Collège de l'AMF du 11 juin 2013.

5.2.3. L'acceptabilité sociale de cette formule suppose de prévoir des règles de reconstitution du parc social

Le choix de constituer des fonds par apport de logements sociaux existants a pour but de permettre aux OLS de bénéficier immédiatement de nouveaux capitaux, notamment destinés à la construction de nouveaux logements sociaux, tout en continuant d'assurer la gestion locative sociale des logements apportés jusqu'au terme du fonds. À cet égard, la valeur de rachat des parts en numéraire par les investisseurs privés à l'OLS serait appréciée au regard de la valeur vénale de ces parts[83] et donc de celle des logements sociaux apportés par l'OLS. **De ce fait, les plus-values latentes attachées aux logements sociaux apportés au véhicule ne donneraient pas lieu à un risque de captation, à condition que la valorisation de ces apports soit réalisée avec exactitude et indépendance**.

La formule du véhicule dédié ayant pour but de ne pas modifier les règles de plafonnement des dividendes et d'affectation en réserve obligatoire des plus-values de cession au sein de l'OLS (cf. 5.1.2.3), la vente des parts du fonds aux investisseurs privés se fera sur la base de leur valeur de marché, ce qui générera un surplus de ressources qui demeureront localisées au niveau de l'OLS, sans être appropriées, ni par les investisseurs privés, ni par les actionnaires historiques de l'OLS dans le cas d'une ESH ou d'une SEM.

Prévoir une taxation de la plus-value de cession des parts du fonds obtenue par l'OLS n'apparaitrait en revanche pas opportune car :

- le risque de captation de la valeur économique des logements sociaux apportés serait maitrisé par le mécanisme de prix de marché des parts, ainsi qu'il vient d'être précisé ;
- cette taxation rendrait l'apport de logements sociaux au véhicule moins avantageux que leur vente directe, dans la mesure où cette dernière ne donne pas lieu à taxation ;
- les OLS étant exonérés d'IS, il serait nécessaire de créer une taxe dédiée.

Cette analyse a été corroborée par la direction de la législation fiscale, saisie par la mission.

5.3. L'entrée de nouveaux investisseurs au capital des ESH et des SEM constitue une solution alternative à la constitution de fonds et suppose de desserrer les contraintes pesant sur la structuration du capital et la lucrativité

5.3.1. La formule de l'entrée de nouveaux investisseurs au capital des ESH et des SEM suppose un engagement plus étendu qu'en cas d'opérations dédiées

La présence d'actionnaires privés au capital social des ESH et des SEM agréées pour la gestion de logements sociaux est déjà permise par les textes.

[83] Le prix de souscription étant déterminé dans le cas d'un OPPCI par la valeur liquidative de l'action, augmenté ou diminué des éventuelles commissions de souscription/rachat. La valeur liquidative est obtenue en divisant l'actif net de l'OPPCI par le nombre d'actions émises. Elle est établie par la société de gestion au moins tous les six mois et au plus deux fois par mois, selon une périodicité adaptée à la politique de gestion du fonds.

Ainsi que la mission a pu le relever lors de ses échanges avec certains de ces actionnaires institutionnels, leur positionnement stratégique est néanmoins particulièrement hétérogène :

- un rôle actif de l'actionnaire unique de CDC Habitat, le groupe CDC, afin d'accompagner le développement de l'offre aux citoyens et l'accompagnement des politiques du logement ;
- AXA dans le cadre de 1001 Vies Habitat et SNCF dans le cadre d'ICF Habitat n'injectent pas de fonds propres supplémentaires, même dans le contexte actuel de restructuration du tissu. Ils portent une « stabilité » de leurs engagements voire l'ouverture aux modèles innovants de rotation d'actifs accélérée voire de déconsolidation des murs en gardant la gestion ;
- VYV dans Arcade-VYV, avec un projet et des complémentarités industrielles ambitieuses dans le domaine du social, sociétal et de la santé / vieillesse ;
- BPCE dans le cadre d'Habitat en Régions, dont la stratégie n'est pas stabilisée.

De nouveaux investissements d'acteurs institutionnels sont possibles, notamment pour ceux :

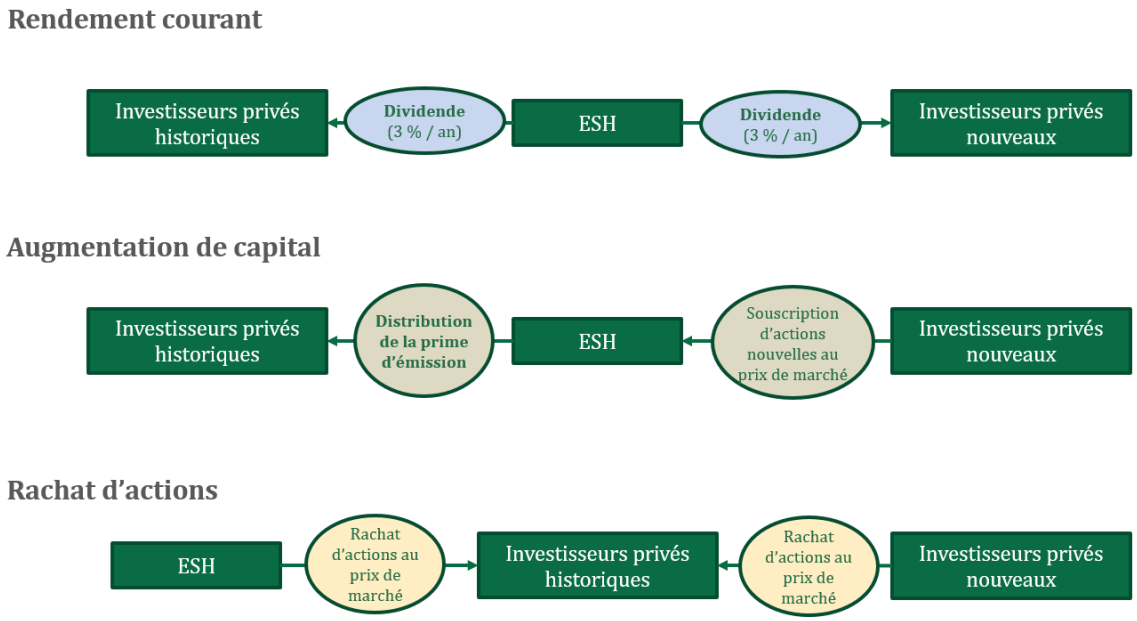
- très actifs dans le domaine de la RSE, en recherche d'investissements socialement responsables (ISR) ;
- privilégiant des gestions actif-passif longs n'appelant pas de coupons élevés mais une régularité et sécurité, ce qu'offre le secteur du logement social.

5.3.1.1. Le préalable à l'entrée de nouveaux investisseurs cherchant une rentabilité est un assouplissement des règles applicables, dans le respect du SIEG

Susciter l'entrée de nouveaux investisseurs au capital des ESH suppose de **modifier les règles applicables dans le respect des règles relatives au SIEG** (cf. 5.1.2):

- **en matière de dividende**, afin de servir un rendement conforme aux attentes des investisseurs concernés, ce qui implique d'en rehausser le plafond (aujourd'hui au taux d'intérêt du livret A majoré de 150 points de base sur la valeur nominale) ;
- **en matière d'opérations sur le capital**, pour permettre en particulier des cessions ou rachats d'actions ainsi que des émissions d'actions nouvelles à un prix supérieur au prix « administré » fixé dans le code de la construction et de l'habitation (égal au montant d'acquisition des actions, majoré, pour chaque année ayant précédé la cession, d'un intérêt calculé au taux du livret A majoré de 150 points de base et diminué des dividendes versés pendant la période) ;
- **en matière de plus-value de cession d'éléments de l'actif**, dans le but de permettre qu'une partie au moins ne soit pas affectée en réserve obligatoire destinée aux opérations de constructions nouvelles mais redistribuée aux actionnaires.

Graphique 12 : Principales évolutions de règles nécessaires pour susciter l'entrée de nouveaux investisseurs privés au sein des ESH



Source : Mission.

Cette formule implique également de prévoir une obligation pour l'ensemble des ESH de revaloriser leurs bilans à la juste valeur (*fair value*) à la date d'entrée en vigueur des dispositions modifiant les règles applicables en matière de dividende, d'opérations en capital et de plus-value de cession d'éléments de l'actif.

5.3.1.2. En revanche, les règles de structuration du capital et de composition de la gouvernance n'auraient pas vocation à être modifiées afin de conserver la présence des collectivités territoriales et des représentants des locataires

L'attractivité de l'entrée au capital des ESH demeurera en outre conditionnée par le cadre existant en matière de structuration du capital et de composition de la gouvernance. L'actionnariat de ces sociétés prévu à l'article L. 422-2-1 CCH comporte quatre catégories d'actionnaires (cf. encadré 16) :

- un actionnaire de référence détenant la majorité du capital ;
- les collectivités territoriales et leurs EPCI ;
- les représentants des locataires ;
- d'autres actionnaires personnes morales ou physiques.

En outre, les personnes physiques qui souhaitent se désengager peuvent demander le rachat de tout ou partie de leurs actions à l'actionnaire de référence. L'actionnaire de référence doit, de plus, proposer des actions au prix symbolique de dix centimes d'euros aux collectivités territoriales ou aux représentants des locataires qui n'en détenaient pas.

Encadré 16 : Composition du capital social des ESH

I. – Le capital des sociétés anonymes d'habitations à loyer modéré est réparti entre quatre catégories d'actionnaires :

1° Un actionnaire de référence détenant la majorité du capital ;

2° Lorsqu'ils n'ont pas la qualité d'actionnaire de référence, les communautés de communes de plus de 50 000 habitants comprenant au moins une commune de plus de 15 000 habitants, les communautés urbaines, les métropoles, les établissements publics territoriaux de la métropole du Grand Paris, les communautés d'agglomération, les départements et les régions sur le territoire desquels la société anonyme d'habitations à loyer modéré possède des logements ;

3° Les représentants des locataires, élus sur des listes de candidats composées alternativement d'un candidat de chaque sexe et présentées par des associations affiliées à une organisation nationale siégeant à la Commission nationale de concertation, au Conseil national de l'habitat ou au Conseil national de la consommation, œuvrant dans le domaine du logement, indépendantes de tout parti politique ou organisation philosophique, confessionnelle, ethnique ou raciale, et ne poursuivant pas des intérêts collectifs contraires aux objectifs du logement social fixés par le présent code, […] ;

4° Les personnes morales autres que l'actionnaire de référence et les personnes physiques.

Aux fins d'application des dispositions du présent article, des actions sont cédées à un prix symbolique par l'actionnaire de référence, dans des conditions prévues par décret en Conseil d'État, aux établissements publics et collectivités territoriales mentionnés au 2° et aux locataires élus dans les conditions définies au 3°.

Chaque catégorie d'actionnaires est représentée aux assemblées générales des actionnaires, sans qu'il y ait nécessairement proportionnalité entre la quotité de capital détenu et le nombre de droits de vote, selon les modalités prévues par les statuts, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État.

II. – L'actionnaire de référence peut être constitué d'un groupe de deux ou trois actionnaires, liés entre eux par un pacte emportant les effets prévus aux articles 1103, 1104 et 1193 du code civil et s'exprimant d'une seule voix dans les assemblées générales de la société anonyme d'habitations à loyer modéré. Le pacte d'actionnaires est communiqué dès sa conclusion à chacun des actionnaires de la société anonyme d'habitations à loyer modéré ainsi qu'au préfet de la région dans laquelle celle-ci a son siège. Il prévoit notamment les modalités de règlement des litiges qui pourraient survenir entre les signataires.

En cas de rupture du pacte ou en cas de modification de la composition du capital ayant un effet sur l'actionnaire de référence, les instances statutaires de la société anonyme d'habitations à loyer modéré demandent un renouvellement de l'agrément mentionné à l'article L. 422-5.

Les associés des organismes à but non lucratif ayant pour objet l'insertion des personnes en difficulté sont considérés comme un seul actionnaire.

III. – L'actionnaire de référence mentionné au 1° du I détient la majorité des droits de vote aux assemblées générales d'actionnaires, sans que la proportion des droits de vote qu'il détient puisse être supérieure à la part de capital dont il dispose.

Les établissements publics et collectivités territoriales mentionnés au 2° du I détiennent au moins 10 % des droits de vote, indépendamment de la quotité de capital détenu. Les droits de vote sont répartis entre les régions, d'une part, les départements et établissements publics, d'autre part, selon des modalités prévues par les statuts, dans des conditions définies par décret en Conseil d'État. Au sein de chacun de ces deux groupes, les droits de vote sont répartis par les établissements publics et collectivités territoriales concernés, en tenant compte de l'implantation géographique du patrimoine de la société anonyme d'habitations à loyer modéré. Pour les départements, sont seuls pris en compte les immeubles situés hors du territoire des communes regroupées dans un des établissements publics mentionnés au 2° du I.

Les représentants des locataires mentionnés au 3° du I détiennent au moins 10 % des droits de vote indépendamment de la quotité de capital détenu.

Le total des droits de vote des établissements publics et collectivités territoriales mentionné au 2° du I et des représentants des locataires mentionnés au 3° du I est égal au tiers des voix plus une.

Les personnes physiques et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières ou les placements collectifs relevant des paragraphes 1, 2 et 6 de la sous-section 2, du paragraphe 2 ou du sous-paragraphe 1 du paragraphe 1 de la sous-section 3 de la section II du chapitre IV du titre Ier du livre II du code monétaire et financier dont la majorité des parts est détenue par des salariés de la société anonyme d'habitations à loyer modéré et ne peuvent pas avoir la qualité d'actionnaire de référence. Les personnes physiques ne peuvent détenir au total plus de 5 % du capital. La répartition des droits de vote résiduels entre les actionnaires mentionnés au 4° du I s'effectue en proportion de la quotité de capital qu'ils détiennent.

Les statuts prévoient, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État, les modalités du rachat par l'actionnaire de référence des actions détenues par les actionnaires mentionnés au 4° du I.

IV. – Les membres du conseil d'administration ou du conseil de surveillance sont nommés par l'assemblée générale sur proposition de chaque catégorie d'actionnaires. Trois d'entre eux sont nommés sur proposition des établissements publics et collectivités territoriales mentionnés au 2° du I.

Les représentants des locataires mentionnés au 3° du I, au nombre de trois, sont membres du conseil d'administration.

Un décret en Conseil d'État détermine les conditions d'application du présent article.

Source : Article L. 422-2-1 du code de la construction et de l'habitation.

La DAJ des ministères économiques et financiers estime que **l'entrée directe d'investisseurs privés au capital des organismes de logement social remettrait en cause toute relation de quasi-régie pouvant exister entre ceux-ci et leur pouvoir adjudicateur** de contrôle alors même que, depuis l'entrée en vigueur de la directive 2014/24/UE du 26 février 2014 sur la passation des marchés publics, les ESH tentent de convaincre la Commission européenne que la présence de capitaux privés en leur sein ne remettrait pas en cause la relation de quasi-régie puisque ces capitaux privés, selon elles requis par la loi, ne confèrent pas de capacité de contrôle ou de blocage et ne donnent pas lieu à enrichissement du fait de la lucrativité limitée.

5.3.2. Cette formule, réservée aux seules ESH et SEM, nécessiterait une modification des règles pour l'ensemble d'entre-elles alors que seules certaines en bénéficieront

5.3.2.1. Les offices publics, représentant 45 % du parc de logements sociaux ne pourront bénéficier de ces évolutions, en l'absence d'actionnariat

Les offices publics de l'habitat (OPH) ont le statut d'établissements publics industriels et commerciaux locaux ne disposant pas d'un capital social. Les dispositions qui s'appliquent aux OPH assurent une représentation majoritaire au sein du conseil d'administration de la collectivité territoriale ou de l'EPCI de rattachement (cf. encadré 17).

De même, le changement de rattachement, la fusion ou plus simplement le changement d'appellation sont des procédures déconcentrées relevant du préfet. Le gouvernement conserve des pouvoirs de tutelle importants sur les OPH : leur création nécessite toujours un décret et les ministres chargés du logement et des collectivités territoriales conservent des pouvoirs de sanctions *« en cas d'irrégularité ou de fautes graves de gestion commisses par un office ou de carence de son conseil d'administration »* pouvant aller jusqu'à la dissolution du conseil d'administration de l'office.

Encadré 17 : Composition du conseil d'administration d'un OPH

Le conseil d'administration de l'office est composé :

1° De membres représentant la collectivité territoriale ou l'établissement public de rattachement, qu'ils désignent au sein de leur organe délibérant et parmi des personnalités qualifiées au regard des interventions de l'office dans le domaine des politiques de l'habitat ;

2° De personnalités qualifiées désignées par les institutions dont elles sont issues, parmi les caisses d'allocations familiales, l'union départementale des associations familiales du département du siège, l'association mentionnée à l'article L. 313-18, les organisations syndicales les plus représentatives dans le département du siège ;

3° D'au moins un représentant d'associations dont l'un des objets est l'insertion ou le logement des personnes défavorisées ;

4° De locataires représentant les locataires de l'office, élus par ces derniers dans les conditions prévues à l'article L. 421-9 ;

5° De représentants du personnel de l'office désignés conformément aux articles L. 2312-72 à L. 2312-77 du code du travail, qui disposent d'une voix délibérative.

Les membres désignés par la collectivité territoriale ou l'établissement public de rattachement disposent de la majorité des sièges. Les représentants des locataires disposent d'au moins un sixième des sièges.

Le conseil d'administration élit en son sein un bureau auquel il peut donner délégation dans certaines matières. Le bureau est présidé par le président du conseil d'administration.

Le préfet du département du siège de l'office est commissaire du Gouvernement.

Un décret en Conseil d'État précise les conditions d'application du présent article, en particulier les modalités selon lesquelles la collectivité territoriale ou l'établissement public de rattachement détermine l'effectif total du conseil d'administration.

Source : Article L. 421-8 du code de la construction et de l'habitation.

Leurs ressources sont en outre arrêtées par voie législative (cf. encadré 18).

Encadré 18 : Ressources des offices publics de l'habitat

Les ressources des offices publics de l'habitat sont notamment :

1° Les loyers ;

2° Les contributions qui leur sont accordées par l'État, les collectivités territoriales, les établissements publics ainsi que par toutes autres personnes morales publiques ou privées intéressées ;

3° Le produit des emprunts qu'ils ont contractés ;

4° La rémunération des services fournis ;

5° Le produit de la vente des biens meubles et immeubles ;

6° Les dons et legs ;

et en général toutes aides et contributions financières autorisées.

Source : Article L. 421-15 du code de la construction et de l'habitation.

5.3.2.2. Le statut de l'ensemble des ESH et SEM serait modifié alors même que seules certaines sociétés sont en mesure d'attirer de nouveaux investisseurs privés

La formule supposerait de modifier les règles s'appliquant à toutes les ESH et SEM agréées, contribuant à multiplier les points de fuite de valeur patrimoniale (cf. 5.3.3), alors même que seules certaines sociétés d'HLM seraient susceptibles d'attirer de nouveaux investisseurs privés du fait de :

- la reconnaissance dont elles bénéficient en tant que gestionnaires locatifs ;
- la taille suffisamment importante de leur parc, la variété des logements détenus, leur localisation géographique en zone tendue ;
- leur solidité financière.

Cette option impliquerait en outre un engagement des collectivités territoriales d'accroître leur participation au capital des SEM agréées afin de respecter le plancher de 50 % du capital détenu, sauf à envisager des mécanismes de vote double ou d'actions privilégiées (*golden shares*) auxquels ces collectivités sont moins accoutumées.

Les investisseurs rencontrés par la mission n'ont pas spontanément évoqué cette formule comme susceptible de répondre à leurs attentes, à la différence des fonds dédiés à des opérations définis et organisés sous un mode davantage contractuel.

5.3.3. L'assouplissement des règles de cession des actions et de distribution d'une partie de la plus-value de cession nette des logements cédés multiplie les risques d'enrichissement indu et suppose des garde-fous

Les actionnaires souhaitant entrer dans le capital de sociétés d'HLM devront dans cette situation constituer des apports calculés sur la base de la valeur vénale de l'actif des sociétés concernées. **Par conséquent, et de même que s'agissant des investisseurs privés dans le cadre d'un véhicule d'investissement dédié, les nouveaux entrants ne seront pas susceptibles de s'approprier la plus-value latente attachée aux logements sociaux** détenus par les organismes en question, sous réserve d'une juste valorisation par le biais d'une expertise immobilière.

Les apports de numéraire par les nouveaux actionnaires pourraient en revanche contribuer à l'enrichissement des actionnaires historiques :

- **en cas d'augmentation de capital d'une ESH**, le prix des actions nouvelles serait composé de leur valeur nominale et d'une prime d'émission calculée pour atteindre une valeur de marché[84] ; dans le droit commun des sociétés, la prime d'émission est à la libre disposition de la société et peut donc être distribuée aux actionnaires historiques, ce qui créerait un risque d'enrichissement de leur part ;
- **en cas de réduction de capital par l'ESH**, les actions rachetées aux actionnaires devraient être valorisées à la valeur de marché, c'est-à-dire en considération de la valeur vénale des logements sociaux formant l'actif de l'ESH, d'où un risque d'enrichissement indu des actionnaires cédants ;
- il en irait de même **en cas de cession de ses actions par un actionnaire à un autre actionnaire**, historique ou nouveau.

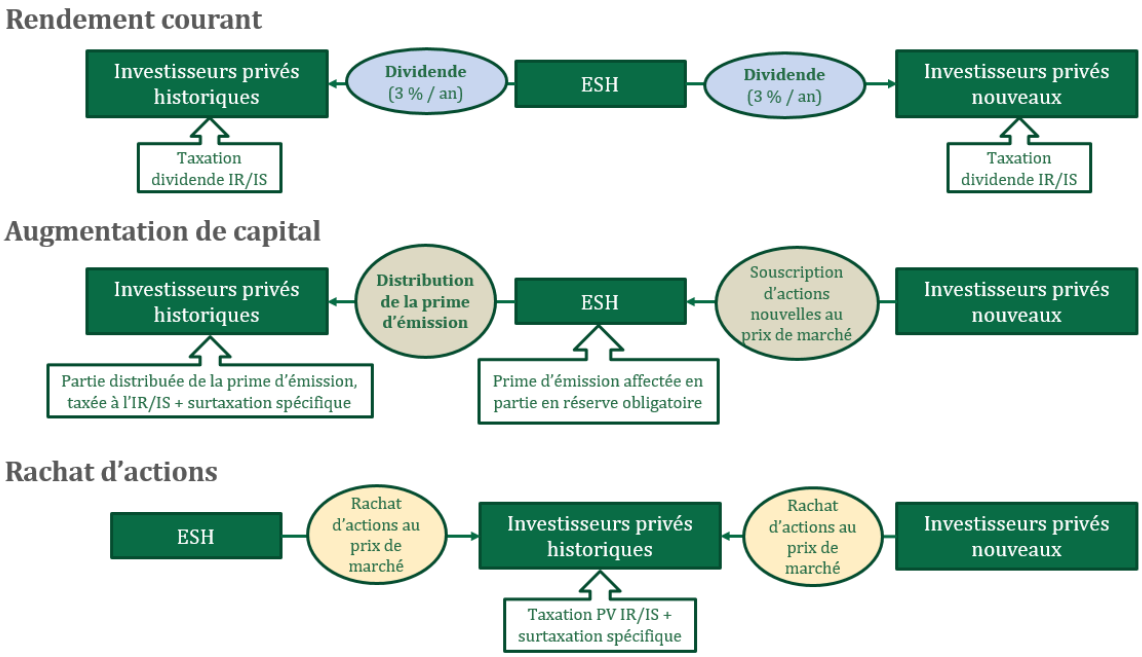
[84] Ce qui suppose de revoir la règle prévue à l'article L. 422-11 CCH prévoyant que, dans le cas exceptionnel où une ESH peut demander une prime d'émission, celle-ci doit être limitée à 50% de la valeur nominale des actions.

Chacune de ces situations nécessite de prévoir des mécanismes préventifs, en particulier des taxes ou surtaxes dédiées selon les cas :

- la prime d'émission pourrait être affectée au moins en partie en réserve obligatoire destinée à l'investissement dans de nouveaux programmes, comme c'est déjà le cas pour sa totalité aujourd'hui ; en revanche, la partie de cette prime faisant l'objet d'une distribution aux actionnaires historiques devrait faire l'objet, au niveau de ces actionnaires, d'une surtaxe spécifique à un taux à définir, afin de purger la plus-value constituée sur fonds publics ;
- la plus-value sur cession des actions détenues par un actionnaire historique à un autre actionnaire ou à l'ESH en vue d'une réduction de capital serait en tout état de cause taxée comme plus-value sur valeurs mobilières au niveau de l'actionnaire cédant suivant les règles qui s'appliquent à lui[85] ; se poserait alors la question de prévoir une surtaxation spécifique au niveau de l'actionnaire sur cette plus-value afin de tenir compte de la valeur constituée à l'origine sur fonds publics.

Ces mécanismes de taxation ont été validés dans leur principe par la direction de la législation fiscale.

Graphique 13 : Mécanismes devant être institués pour éviter une captation de la valeur patrimoniale des logements sociaux



Source : Mission.

[85] IR pour les personnes physiques et IS pour les personnes morales.

5.4. La création d'un nouveau statut optionnel, sous forme de foncière d'habitat social, constituerait une alternative souple, mais introduirait une dualité dans le secteur du logement social

Contrairement à une évolution des règles capitalistiques et de gouvernance pour l'ensemble des ESH et des SEM agréées (cf. 5.3) et à la constitution de véhicules limités dans le temps et dans le nombre de logements concernés (cf. 5.2), la formule envisagée au présent paragraphe prévoit de **créer un nouveau statut d'OLS accessible sur option, et donc non obligatoire, pour les organismes qui souhaiteraient entamer cette transformation**.

Le statut nouvellement créé de **foncière d'habitat social** aurait pour but d'attirer de nouveaux investisseurs privés en bénéficiant d'un objet social plus large, permettant d'acquérir et de construire en vue de leur location des logements sociaux, intermédiaires et libres, et de la capacité de céder une partie du parc à horizon de 20 ans, sous condition de reconstitution d'un nombre équivalent de logements, prioritairement les plus sociaux de type PLUS et PLAI. De la sorte, les investisseurs privés pourraient bénéficier de rendements correspondant à leur horizon d'investissement.

L'exercice de l'option comprendrait par ailleurs **un mécanisme inspiré du régime des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC), c'est-à-dire une taxe de sortie (*exit tax*)** s'appliquant aux plus-values latentes attachées aux immeubles détenus par l'organisme se transformant en foncière d'habitat social.

S'y ajouterait l'obligation pour les actionnaires cédant leurs actions d'en réinvestir obligatoirement une partie dans le logement social et pour les nouveaux actionnaires, celle de souscrire, en complément de leur rachat d'actions, à des augmentations de capital, **l'ensemble contribuant à recapitaliser le secteur du logement social**.

5.4.1. La création de ce nouveau statut d'organisme accessible sur option rapprocherait les foncières d'habitat social des foncières privées

Le **modèle économique de ces nouveaux organismes**, présentant la forme d'une foncière d'habitat social, reposerait sur deux modalités qui ne se retrouvent pas au sein des OLS existant :

- **un objet social large en matière d'immobilier résidentiel**, incluant l'ensemble des catégories de logement social (PLS, PLUS, PLAI), ainsi que des logements intermédiaires, voire des logements à loyers de marché, ce qui permettrait des compensations au sein d'un même programme immobilier[86] ;
- **une logique de rotation systématique de l'ensemble des logements détenus**, avec la capacité de pouvoir les céder, après déconventionnement au départ des locataires à l'issue d'une période de 20 ans, afin d'assurer l'équilibre des opérations et de garantir un rendement suffisant pour des investisseurs privés.

Se situant dans une logique d'investissement proche du secteur privé, les foncières d'habitat social pourraient établir des thèses d'investissement détaillées constituant un cadre connu et sécurisant susceptible de renforcer leur attractivité, sur le modèle de ce qui a été envisagé en matière de fonds dédiés (cf. 5.2).

[86] Cette possibilité d'avoir un objet social diversifié se retrouve dans le contexte néerlandais, où les *woningcorporaties* qui exercent le SIEG du logement social peuvent aussi détenir du logement libre et exercer d'autres activités (NB : le logement intermédiaire n'a pas d'existence juridique propre aux Pays-Bas), sous réserve d'une séparation comptable des activités relevant du SIEG et de celles qui n'en relèvent pas.

Hormis les évolutions que ce fonctionnement suppose en matière d'assouplissement des règles de dividende, d'opérations sur capital et sur actifs, ainsi que d'objet social (cf.5.3.1.1), la question se pose de la suppression de la minorité de blocage obligatoirement détenue par une alliance des collectivités territoriales et des représentants des locataires en vertu de l'article L. 422-2-1 du CCH, étant donné l'objet social large de la foncière d'habitat social. Il apparaît cependant préférable de prévoir un cantonnement de cette minorité de blocage au compartiment social de la foncière plutôt qu'une suppression pure et simple :

- cela permettrait de maintenir les garanties collectives dont disposent les locataires dans la gestion de l'organisme de logement social ;
- cela maintiendrait l'association des collectivités territoriales à l'activité exercée, *a fortiori* par des organismes présentant une structure pouvant susciter des réticences en raison de leur activité hybride et de leur principe de rotation du patrimoine ;
- pour les décisions prises sur les autres compartiments que le parc social, la réduction du poids des locataires du parc social et des collectivités territoriales à leur seule part dans le capital est théoriquement facilitée par un double cantonnement résultant de l'obligation de tenir une comptabilité séparée pour les activités de SIEG du logement social et de l'interdiction de subventionner les activités concurrentielles par les bénéfices tirés de l'activité SIEG.

Par rapport aux ESH, les foncières d'habitat social auraient vocation d'une part à profiter d'une plus grande marge de manœuvre pour intervenir sur le terrain concurrentiel, d'autre part à bénéficier d'un conventionnement social à durée limitée, au minimum pour les logements les moins sociaux (PLS). **Ces structures se rapprocheraient donc des foncières privées, tout en s'en distinguant par la présence d'un compartiment de logement social**.

Comme pour les autres formules envisagées, cette transformation serait plus aisée pour des organismes bénéficiant de capacités d'ingénierie juridique et financière et bénéficiant d'une réputation auprès d'investisseurs institutionnels susceptibles de composer le patrimoine de la foncière d'habitat social créée.

5.4.2. L'exercice du droit d'option par des ESH et des SEM suppose la définition de règles précises garantissant la bonne fin des opérations de transformation

L'exercice du droit d'option visant à une transformation en foncière d'habitat social concernerait les ESH et les SEM. La mise en place d'un procédé de **transformation direct du statut des offices publics**, qui sont des établissements publics sans capital social, en foncières sociales apparaîtrait complexe. Elle serait en outre redondante, car il existe déjà une procédure de transformation en ESH pouvant constituer un préalable à cadre juridique inchangé[87].

En raison de leur activité en partie sociale, **ces foncières devraient faire l'objet d'un agrément de la puissance publique** dans les mêmes conditions que les autres OLS.

[87] Cette procédure consiste principalement en une transmission de patrimoine par voie de fusion ou de scission, la rémunération de la collectivité de rattachement de l'office public absorbé ou scindé en actions de la société bénéficiaire étant fixée sur la base du rapport des capitaux propres non réévalués respectifs des organismes.

Certaines contraintes réglementaires devraient être prévues pour éviter que la création de foncières d'habitat social ne porte atteinte aux objectifs de la politique du logement social ou n'entraîne des déséquilibres sectoriels :

- des dispositions de niveau réglementaire, reprises dans les statuts des foncières d'habitat social, devraient prévoir **une obligation de reconstitution du parc social détenu au premier jour de la transformation en foncière,** en particulier de type PLUS et PLAI ; cette obligation pourrait se substituer à l'affectation en réserve obligatoire des plus-values de cession des logements ;
- **la situation des locataires devrait être préservée** à l'occasion de la transformation en foncière d'habitat social et tout déconventionnement des logements ne pourrait intervenir qu'au départ des locataires.

Certaines **règles pourraient être définies à un niveau contractuel par modification des statuts et rédaction d'un pacte d'actionnaires** selon la situation de l'organisme, notamment :

- la définition de son plan stratégique de patrimoine, en termes de cession mais aussi de rénovation et de montée en gamme des logements ;
- l'identification des besoins locaux en matière de logement social, tels que définis par les collectivités territoriales concernées.

Le régime fiscal à prévoir pour ces foncières d'habitat social serait identique à celui applicable aux autres OLS s'agissant du régime de TVA pour les travaux de construction et de réhabilitation et de l'exonération de TFPB d'au moins quinze ans pour les logements sociaux, ces avantages résultant des objectifs de la politique sociale nationale[88] et non des règles européennes du SIEG.

Il apparaît nécessaire de mettre en place une taxation des plus-values latentes attachées aux logements de l'ESH se transformant en foncière d'habitat social. Pour ce faire trois mécanismes complémentaires interviendraient d'un point de vue fiscal (cf. graphique 14) :

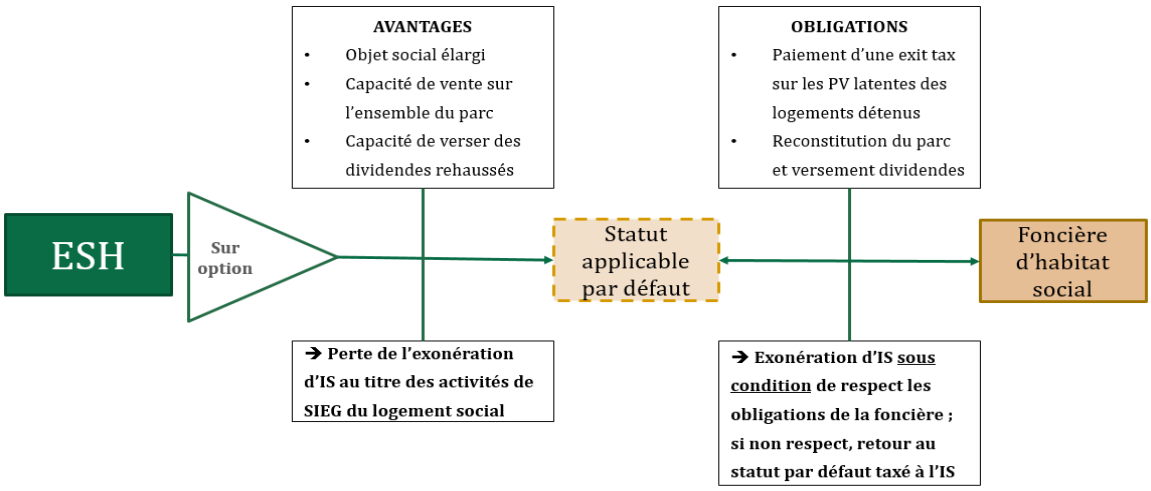
- premièrement, l'exercice de l'option consisterait à étendre l'objet social de l'organisme, à lui permettre une rotation de l'ensemble de son parc et à distribuer des dividendes avec un plafond rehaussé par rapport au droit existant ; cette modification devrait entraîner la perte de l'exonération d'IS au titre des activités du SIEG de logement social de la foncière, aboutissant ainsi à une taxation par principe des revenus et plus-values générés par ces activités (« statut applicable par défaut ») ;
- deuxièmement, la foncière d'habitat social devrait acquitter une taxe de sortie (*exit tax*) portant sur la plus-value latente des logements qu'elle possède, appréciée à la date d'exercice de l'option, sur le modèle du régime applicable en matière de sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC – cf. encadré 19) ;
- troisièmement, la foncière d'habitat social pourrait bénéficier d'une exonération d'IS attachée à son statut, à condition d'en respecter à chaque exercice les obligations spécifiques (en particulier en termes d'obligation de reconstitution du parc social et de remontée de dividendes fiscalisés au niveau de l'actionnaire).

Par conséquent la foncière sociale qui ne respecterait pas ses obligations de reconstitution du parc et de remontée de dividendes fiscalisés au niveau de l'actionnaire au cours d'un exercice serait taxée à l'IS sur ses activités de logement social (« statut applicable par défaut »).

---

[88] La direction de la législation fiscale a précisé que le régime de taux intermédiaire de TVA et, par extension, celui d'exonération de TFPB, peut bénéficier à des logements fournis au titre de la politique sociale nationale et non pour les seuls logements sociaux conventionnés. C'est pour cette raison que ce régime concerne les logements intermédiaires des Fonds de logement intermédiaire gérés par CDC Habitat.

Graphique 14 : Schéma de transformation d'une ESH en foncière d'habitat social et conséquences fiscales



Source : Mission.

Encadré 19 : Principales caractéristiques des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) dont pourrait s'inspirer le statut de foncière d'habitat social

- **Activité d'acquisition ou de construction d'immeubles en vue de les louer, non exclusive** : cet objet social non exclusif pourrait être reproduit dans le cadre des foncières, lesquelles disposerait d'une activité de logement social mais aussi d'activités équivalentes sur le logement intermédiaire et le logement libre ;
- **Exonération d'IS[89] sur les revenus immobiliers (location, plus-values) sous condition de distribution aux actionnaires[90]** : dans le cas des foncières, une même exonération pourrait concerner les activités de logement social en contrepartie d'obligations de réemploi d'une partie des revenus pour reconstituer le parc détenu et d'obligations de versement de dividendes aux actionnaires ;
- **Évaluation individuelle des actifs réalisée obligatoirement tous les six mois par un expert en évaluation immobilière indépendant et extérieur** : une obligation identique pourrait s'appliquer aux foncières d'habitat social afin de garantir une entrée de nouveaux investisseurs au prix de marché et pour faciliter la rotation du parc inhérente à ce nouveau statut d'OLS ;
- **Exercice de l'option, valable 10 ans, entraînant l'imposition des plus-values latentes** *via* une taxe de sortie de 19 %, à verser en quatre fois le 31 décembre de l'année d'exercice de l'option et des trois suivantes : la transformation d'ESH ou de SEM en foncières sociales entraînerait modification de leurs statuts, ce qui caractérise d'un point de vue fiscal une cessation d'entreprise et la taxation de l'ensemble des plus-values latentes attachées aux logements qu'elles détiennent, à un taux qui devra être déterminé en fonction des objectifs poursuivis ;
- **En cas de non-respect des conditions posées, toutes les activités immobilières de la SIIC sont imposées à l'IS** : dans le cadre des foncières sociales, le non-respect des obligations prévues entraînerait de la même manière taxation à l'IS des activités de logement social qu'elles assurent.

Source : Mission.

[89] Article 208 C CGI.

[90] 95 % des revenus locatifs, 70 % des plus-values de cession et 100 % des dividendes des filiales bénéficiant également du régime SIIC.

5.4.3. Cette formule est susceptible de complexifier les schémas de compensation des OLS au titre du SIEG du logement social

La possibilité pour les OLS d'opter ou non pour un régime de foncière d'habitat social est **susceptible de créer un secteur dual dans le logement social avec deux schémas de compensation pour un même mandat SIEG** :

- d'un côté, des foncières d'habitat social pouvant être assujetties à l'IS sur leur activité de logement social en cas de non-respect de leurs obligations de reconstitution de leur parc et disposant par ailleurs d'une capacité de compensation de cette activité par les bénéfices tirés de leurs activités concurrentielles et de leurs cessions d'actifs ;
- de l'autre, des OLS bénéficiant d'une exonération inconditionnelle d'IS mais ne pouvant ni élargir leur objet social à d'autres compartiments de logements[91] ni céder en bloc les logements autres que les PLS de plus de quinze ans, sauf à d'autres OLS.

Dans cette situation, les exonérations d'IS pour les activités de logement social des foncières d'habitat social et des OLS seraient donc fondées sur des justifications différentes :

- à raison des obligations spécifiques prévues par le statut de foncière d'habitat social, ce qui implique une taxation à l'IS en cas de non-respect de ces obligations ;
- au titre du SIEG du logement social pour les OLS.

Ce modèle dual OLS/foncières d'habitat social est susceptible de poser question au regard du principe de non-discrimination dans l'accès et l'exercice d'un même mandat de SIEG, tel que consacré par la jurisprudence de la CJUE. En effet, ce modèle verrait coexister deux blocs de compensation différents. **Dans le cas où cette option serait sélectionnée par le Gouvernement, il est suggéré de faire valider préalablement à sa mise en œuvre le montage retenu par la Commission européenne**.

De manière alternative, et pour lever cette difficulté, il pourrait être prévu le maintien de l'exonération d'IS au titre du SIEG du logement social au bénéfice des foncières d'habitat social. S'y ajouterait l'obligation de consacrer une partie du bénéfice issu des activités rentables à la couverture des coûts nets engendrés par le SIEG. Dans cette mesure, la compensation publique qu'elles reçoivent au titre du SIEG serait diminuée à due proportion.

Toutefois, cette solution alternative présente plusieurs difficultés fortes :

- le maintien d'une exonération d'IS ne permettrait pas d'envisager un mécanisme de taxe de sortie sur les plus-values latentes des logements, lequel est justifié par le passage du statut applicable par défaut avec assujettissement à l'IS à celui de la foncière d'habitat social exonéré d'IS sous conditions (cf. graphique 14) ;
- la réduction de la compensation publique versée aux foncières à due proportion de la compensation du SIEG par les bénéfices des activités rentables paraît pratiquement impossible à mettre en œuvre dans la mesure où :
  - l'essentiel des aides sont liées à des opérations de construction ou de réhabilitation, ce qui impliquerait des équilibres de compensations entre opérations peu envisageables en pratique ;
  - la seule compensation qui se situe au niveau de l'opérateur concerne l'exonération d'IS, ce qui supposerait théoriquement de pouvoir mettre en place une exonération variable selon l'opérateur en fonction de la compensation obtenue par ailleurs grâce aux bénéfices de ses activités rentables.

[91] Logements intermédiaire sans limitation de taille du parc, logements libres. À noter cependant que les OLS peuvent créer des filiales de logement locatif intermédiaire (article L. 421-1 CCH).

5.5. La dernière option serait l'ouverture des activités de logement social à tous les gestionnaires immobiliers respectant un « cahier des charges social »

Plusieurs interlocuteurs rencontrés par la mission, qu'il s'agisse de gestionnaires immobiliers ou d'OLS, ont évoqué l'hypothèse visant à considérer le logement social comme un ensemble d'activités soumis à cahier des charges et non plus sous l'angle des opérateurs qui sont chargés de l'exercer. Cette approche par l'activité et non par les opérateurs, qui prévaut dans les autres pays examinés par la mission (Pays-Bas, Allemagne) où des acteurs privés (y compris des personnes physiques) peuvent être propriétaires de logements locatifs sociaux, s'inscrit davantage dans la logique du SIEG prévoyant l'octroi d'un mandat par la puissance publique à des opérateurs pour la réalisation d'une mission d'intérêt général, généralement à durée limitée.

Cette approche viserait aussi, dans le cas spécifique de sociétés foncières privées, à leur permettre de gérer l'intégralité d'un ensemble immobilier sans avoir à céder à un OLS les parties dévolues aux logements sociaux comme c'est le cas sous l'empire des règles existantes :

- l'unité de gestion ainsi créée pour l'ensemble des logements, libres et conventionnés, au sein d'un même programme immobilier permettrait des économies d'échelle réduisant potentiellement les charges locatives ;
- la présence de logements sociaux impliquant un encadrement spécifique des loyers pratiqués et une procédure d'attribution des logements, sous conditions de ressources, la foncière privée aurait à sa charge les coûts engendrés par ces obligations ;
- la tenue d'une comptabilité séparée pour le SIEG de logement social serait obligatoire pour la foncière privée soumise à un contrôle de surcompensation par l'ANCOLS au regard du SIEG.

Dans ce modèle, tout acteur se soumettant au cahier des charges en matière de logement social pourrait en assurer la gestion locative moyennant compensation au titre du SIEG. L'accroissement de l'intensité concurrentielle sur le segment d'activité du logement social pourrait se traduire en théorie par une amélioration du service rendu et une modération des coûts de gestion.

Si cette formule peut apparaitre intéressante, elle constitue toutefois un changement radical de politique publique, porteur de conséquences lourdes à court et moyen termes :

- **pour les nouveaux entrants** : il devra être prévu une procédure ouverte et transparente pour l'octroi du mandat SIEG, complexité administrative qui peut réduire l'attractivité de l'activité de logement social, *a fortiori* dans la mesure où les agréments des opérations de constructions demeureront par ailleurs pour bénéficier des aides à la pierre ;
- **pour les OLS existants** : si l'encadrement spécifique dont ils font l'objet pourrait devenir sans objet et justifier une ouverture, notamment en matière de lucrativité et d'objet social, leur légitimité et leur spécificité pourraient disparaitre, ce qui peut s'envisager dans le cas de SA susceptibles de faire évoluer leurs statuts mais bien plus difficilement pour des offices publics soumis à un principe de spécialité ;
- **pour la politique du logement social** : l'ouverture du cahier des charges de gestion locative sociale serait susceptible de ne plus permettre un pilotage de la politique de logement social en termes de constructions nouvelles et d'entretien du parc à partir du moment où les acteurs qui en seraient chargés ne s'inscriraient pas nécessairement dans une perspective de long terme et de développements réguliers de nouvelles opérations, ce que font à ce jour la plupart des OLS.

ANNEXE V

Éléments de comparaison internationale

Annexe V

SOMMAIRE

1. ÉLÉMENTS SUR LE LOGEMENT SOCIAL EN EUROPE : DES SITUATIONS TRÈS DIVERSES 1

2. LE FINANCEMENT DU LOGEMENT SOCIAL AUX PAYS-BAS : DES OPÉRATEURS DE LOGEMENT SOCIAL PUISSANTS QUI DOMINENT LE MARCHÉ LOCATIF 3

2.1. Présentation générale 3

2.1.1. Les principales étapes de l'évolution du logement social aux Pays-Bas 3

2.1.2. La situation actuelle : un marché du logement locatif qui reste dominé par les woningcorporaties 5

2.1.3. Éléments d'analyse sur les woningcorporaties 7

2.1.4. Principales données financières et comptables sur les woningcorporaties . 9

2.2. Difficultés rencontrées et solutions esquissées 14

2.3. Enseignements pour la France 17

3. LE FINANCEMENT DU LOGEMENT SOCIAL EN ALLEMAGNE : UNE MARGINALISATION DU PARC SOCIAL LIÉE AU RETRAIT PARTIEL DES ACTEURS PUBLICS ET À UN EFFORT DE CONSTRUCTION TRÈS LIMITÉ 18

3.1. Présentation générale 18

3.1.1. Un point de départ relativement proche de la France : un modèle généraliste reposant essentiellement sur des acteurs publics dotés d'un statut spécifique 18

3.1.2. Les principales étapes de l'évolution du modèle allemand depuis la fin des années 1980 20

3.1.3. La situation actuelle : un modèle de logement social résiduel, laissant une large place à des acteurs privés 22

3.2. Difficultés rencontrées et solutions esquissées 27

3.3. Enseignements pour la France 30

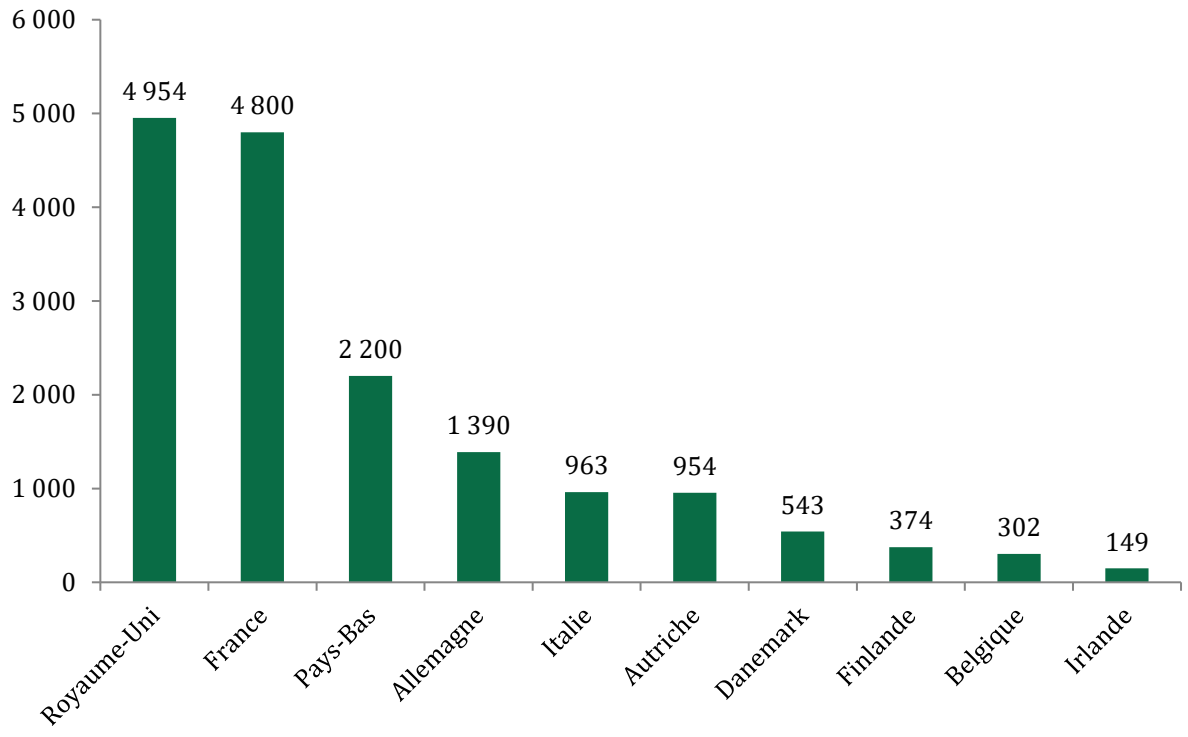
Cette annexe vise à donner quelques éléments d'analyse comparative sur le logement social et son financement au sein de l'Union européenne, d'abord sur un plan général **(1.)** et ensuite en explorant de manière plus approfondie le cas des deux pays cités dans la lettre de mission que sont les Pays-Bas **(2.)** et l'Allemagne **(3.)**. Elle s'appuie sur une revue documentaire, sur les contacts noués avec les fédérations du secteur et leur émanation européenne (*Housing Europe*) et sur des éléments recueillis grâce aux différents services économiques régionaux, y compris au travers d'un déplacement en Allemagne (Berlin).

Une note établie par le CGEDD et présentant le dispositif du « *right to buy* » britannique est également présentée à la fin de la présente annexe.

1. Éléments sur le logement social en Europe : des situations très diverses

La France dispose du plus grand parc de logement social en Europe avec le Royaume-Uni. En 2017, selon une définition commune à l'ensemble des pays européens, le nombre de logements sociaux en France est de 4,8 M (contre 5,3 M selon la définition française[1]). Le graphique 1 ci-après fait ressortir les chiffres pour les principaux pays de l'Union européenne.

Graphique 1 : Nombre de logements locatifs sociaux en 2017

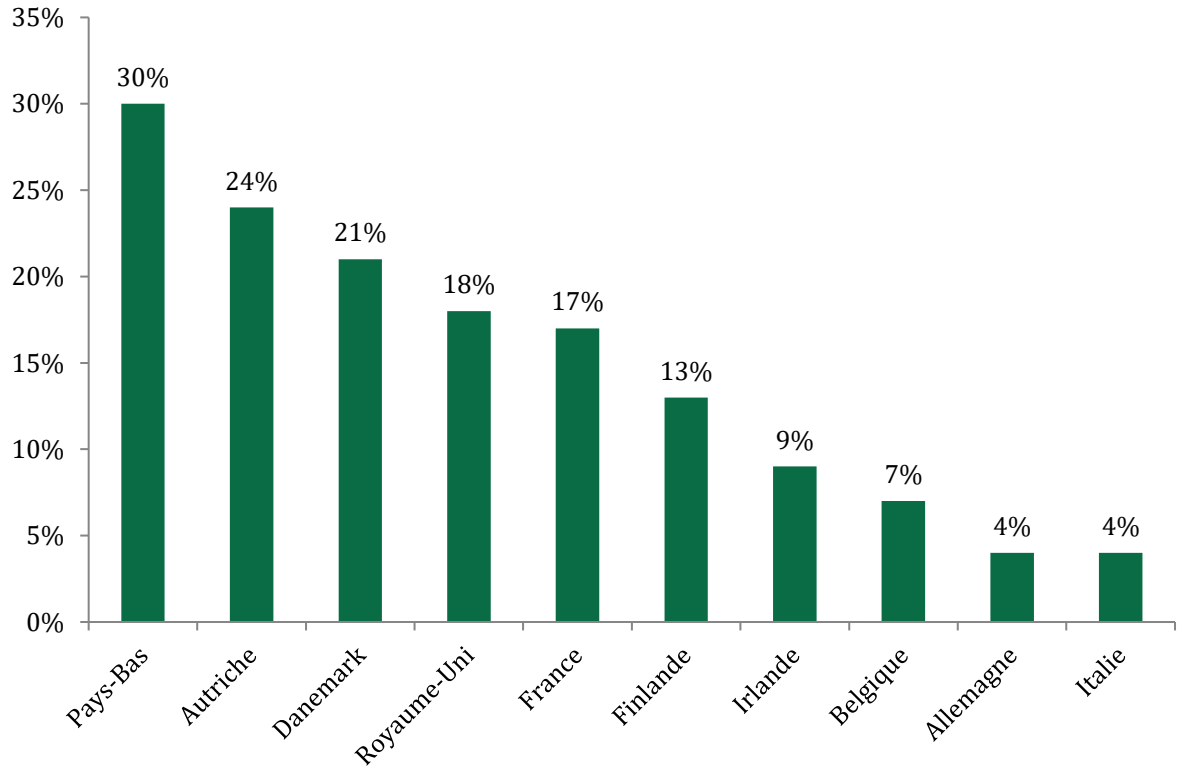


Source : Housing Europe.

[1] Source : CGLLS.

Le secteur social représente ainsi près 17 % de l'ensemble des logements en France ce qui en fait le cinquième pays européen, ainsi que le fait ressortir le graphique 2 ci-dessous. On peut parler pour la France d'un modèle « généraliste », au sens où le logement social accueille une part substantielle de la population et n'est pas réservé au seul logement des plus démunis. A l'inverse, d'autres pays réservent le logement social à une strate étroite de leur population qui n'arrive pas à trouver de logement alternatif sur le marché libre ; on parle alors d'un modèle « résiduel », comme en Italie. Il est possible de changer de modèle : c'est le cas de l'Allemagne, qui en trente ans est passée d'un modèle « généraliste » du logement social à un modèle « résiduel » (cf. développements *infra*).

Graphique 2 : Part des logements locatifs sociaux dans l'ensemble des résidences principales



Source : Housing Europe.

2. Le financement du logement social aux Pays-Bas : des opérateurs de logement social puissants qui dominent le marché locatif

Cette analyse s'appuie essentiellement sur des documents officiels néerlandais (issus de l'autorité de supervision des *woningcorporaties*, du CPB – bureau d'analyse de la politique économique, et du ministère des Finances)[2], complétés par une recherche documentaire sur Internet, notamment sur le site de l'AEDES[3].

2.1. Présentation générale

2.1.1. Les principales étapes de l'évolution du logement social aux Pays-Bas

Le secteur du logement social au Pays-Bas est apparu dans les dernières décennies du 19ème siècle et sa législation fondatrice remonte à une loi de 1901. Cette loi – plusieurs fois modifiée depuis – a notamment créé les *woningcorporaties* (corporations ou associations de logement), opérateurs de logement d'intérêt général[4].

Après 1945 s'est ainsi mis en place un modèle original, dont les principales caractéristiques sont les suivantes :

- régulation forte des loyers, quel que soit le propriétaire (acteur privé ou *woningcorporatie*) dès lors que le loyer est inférieur à un certain seuil et/ou que le logement ne dépasse pas certaines caractéristiques de confort (système de points) ;
- accès universel au logement social sans condition de ressources ;
- développement fort du rôle des *woningcorporaties*, grâce à diverses aides publiques (aides à la pierre, accès facilité au foncier, prêts publics).

Ce modèle s'est traduit par une attrition progressive du parc locatif libre jusque vers les années 1990, et a conduit à ce que le parc locatif réglementé soit essentiellement détenu par les *woningcorporaties*, qui disposaient de mécanismes de financement, de garanties et d'aides publiques (notamment pour l'accès au foncier) dont ne bénéficiaient pas les autres bailleurs.

---

[2] *Sectorbeeld 2018* (Rapport annuel 2018) de l'*Autoriteit Woningcorporaties* (autorité de contrôle des associations de logement) ; CPB Policy Brief 2016/13, *De positie van middeninkommens op de woningmarkt* (La position des ménages à revenus intermédiaires sur le marché du logement) et CPB Policy Brief 2017/09, *Het huurbeleid van woningcorporaties* (La politique de loyers conduite par les associations de logement). Rapport de l'inspection royale des finances (*Inspectie der Rijksfinanciën – Bureau Strategische Analyse*) au ministère des finances intitulé *De prijs voor betaalbaarheid – Opties voor meer doelmatigheid en effectiviteit in de huurtoeslag en het beleid voor de sociale huur* (Le prix d'un logement abordable : options pour une plus grande efficience et une meilleure efficacité des aides personnelles au logement et de la politique des loyers sociaux), octobre 2016.

[3] AEDES : Fédération des associations de logement - https://www.aedes.nl/

[4] L'essentiel de cette présentation rétrospective est tirée d'une présentation du Professeur Richard Ronald de l'Université d'Amsterdam, « Un-mixing communities in the social rented city », 2017.

À partir du début des années 1990, une série d'évolutions sont intervenues pour moderniser le secteur et le rendre moins coûteux en argent public :

- **décentralisation progressive de la politique du logement et accroissement des aides à la personne** (fin des années 1980 – début des années 1990) : le système d'aides personnelles au logement devient le principal vecteur des aides publiques, dans un contexte où l'effort de construction diminue fortement après l'effort réalisé sur la période courant de 1950 à 1985 ;
- **fin des aides à la pierre (1995)** : sur la base d'un accord passé en 1993 entre l'État et la fédération des associations de logement (le *brutering*, qu'on peut traduire par accord de compensation), l'État a annoncé la fin des aides à la pierre au secteur du logement social, mais a annulé l'essentiel de la dette des *woningcorporaties* à hauteur de la valeur actuelle nette des flux futurs d'aide à la pierre. Le secteur des associations de logement est donc sorti de cette opération avec une structure de bilan renforcée et financièrement autonome, mais avec une obligation de compter sur ses propres forces pour sa survie et son développement futur ; le transfert en sa faveur consenti par l'État était considérable, puisqu'il peut être estimé à 6,5% du PIB néerlandais de 1995, soit l'équivalent de plus de 32 Md€ aujourd'hui[5] ;
- **contentieux européen sur l'accès au logement social (2010)** : la Cour de justice de l'Union européenne a jugé contraire au droit européen le système universel d'accès au logement social sans condition de revenus, et a demandé aux autorités que le service d'intérêt économique général du logement social soit recentré sur la fourniture de logement et prestations annexes à des publics prioritaires (personnes défavorisées, certaines catégories de « travailleurs-clé »), définis essentiellement par leur niveau de revenu ; en conséquence, à partir de 2011, il est prévu que 90 % des logements sociaux vacants soient alloués à des ménages relevant du groupe cible des associations de logement (i.e. les quatre déciles les plus bas de la distribution des revenus).
- **mise en place d'une taxe sur les bailleurs (2013) :** la taxe sur les bailleurs (*verhuurderheffing*) est supportée par les bailleurs de logements à loyer réglementé dont le parc dépasse 10 logements[6] et affecte donc essentiellement les *woningcorporaties*. Cette taxe représente 0,591 % de la valeur cadastrale du logement[7] et rapporte à l'État de l'ordre de 1,7 Md€ ; elle a pour contrepartie une plus grande marge de manœuvre pour les bailleurs dans l'évolution des loyers ;
- **vote d'une nouvelle loi sur le logement (2015)** : cette nouvelle loi demande aux associations de logement de se concentrer sur leurs métiers principaux, à savoir construire et gérer des logements abordables pour les segments de population les plus pauvres, en proposant aux ménages les plus pauvres les logements ayant les loyers les plus bas[8]. Toutes autres activités ont vocation à être transférées à des entreprises commerciales ou à être gérées séparément dans une entité administrative ou juridique distincte ; la supervision exercée par l'État sur les associations de logement est renforcée, de même que les conditions relatives à la gouvernance interne des organismes. Le rôle et l'influence des municipalités et des locataires sont renforcés, la loi prévoyant la signature de contrats de performance annuels.

---

[5] Chiffrage indiqué par Frans Schilder et René Scherpenisse « *Policy and practice: affordable housing in the Netherlands* », *Informationen zur Raumentwicklung*, 4/2018.

[6] Seuil porté à 50 logements en 2018.

[7] Dite valeur « WOZ » (*Waardering Onroerende Zaken*) – valeur des propriétés immobilières.

[8] Règle dite du « *passend toewijzen* » (allocation du logement le plus approprié) : au sein du secteur à loyer réglementé, les ménages ayant les revenus les plus faibles doivent être logés dans les logements ayant les loyers les plus faibles, afin de minimiser les dépenses publiques au titre des aides personnelles au logement.

Il convient de relever que les réformes menées vers la fin des années 2000 et la première moitié des années 2010 sont intervenues dans un contexte de fortes controverses autour des associations de logement (fortes hausses de rémunération pour les dirigeants, cas de fraude et de mauvaises gestion).

L'affaire la plus emblématique à cet égard est **le scandale Vestia**, du nom de la plus grande des *woningcorporaties* à l'époque, basée à Rotterdam et propriétaire de 89 000 logements, victime d'une perte supérieure à 2 Md€ fin 2011 après des opérations hasardeuses sur des produits dérivés financiers et contrainte à la cession d'un tiers de son parc dans le cadre d'un plan de sauvetage financé par l'ensemble du secteur à hauteur de 700 M€.

Ce scandale a conduit au lancement d'une commission d'enquête parlementaire en 2013-2014, dont les conclusions ont préparé la réforme de 2015 et facilité l'acceptabilité de la taxe sur les bailleurs (décidée auparavant puisqu'elle faisait partie de l'accord de coalition du gouvernement mis en place en 2012). Les critiques ont porté sur :

- l'insuffisance des contrôles internes et externes ;
- les diversifications hasardeuses des *woningcorporaties* loin de leur mandat initial de fournir du logement aux plus défavorisés ;
- l'aléa moral né de la combinaison de l'aisance financière des *woningcorporaties* et de la perception d'un soutien par le gouvernement, qui a pu encourager une prise de risque excessive du secteur et des banques.

2.1.2. La situation actuelle : un marché du logement locatif qui reste dominé par les *woningcorporaties*

Les associations de logement (*woningcorporaties*) continuent d'occuper une place prédominante dans le marché locatif néerlandais, puisqu'elles représentent environ 77 % du marché locatif et 31 % du parc de logement (chiffres 2014 tirés d'une étude de l'OCDE). 90 % environ de leur parc relève du secteur règlementé alors que 10 % de leur parc relève du secteur libre.

Encadré 1 : Éléments sur la régulation des loyers aux Pays-Bas

Secteur dit « réglementé » :

Le loyer maximum est fondé sur la qualité du logement. Un barème prédéfini apprécie la qualité d'un logement suivant une multitude de facteurs (surface, chauffage, performance énergétique, équipement de la cuisine, surface du jardin / balcon, valeur cadastrale de l'appartement, situations spéciales – aménagements pour les handicapés, qualité architecturale / appartenance à un périmètre sauvegardé).

Le nombre maximum de points du barème est de 250, correspondant à un loyer de 1 255,62 euros / mois. Les appartements dont le nombre de points dépasse 145 – correspondant à un loyer de 712,83 euros / mois – peuvent être « libéralisés » lorsqu'ils deviennent vacants.

Il convient toutefois de souligner que les *woningcorporaties* n'exigent en moyenne qu'un loyer égal à 80% environ du maximum envisageable en appliquant le barème réglementaire. En pratique, alors que 50% environ des logements détenus par les associations de logement dépassent le seuil de 145 points, plus de 90% des logements qu'elles détiennent sont loués pour un loyer inférieur à 710 euros et continuent donc de relever du secteur réglementé, par un choix volontaire des *woningcorporaties* ou compte tenu des protections attachées aux baux en cours .

L'augmentation annuelle des loyers est encadrée par le gouvernement central. Elle intervient au 1er juillet dans le secteur réglementé, avec un taux directeur fixé par le gouvernement. Depuis 2013, les augmentations de loyers peuvent être modulées à la hausse pour les locataires qui n'appartiennent pas au « groupe cible » du logement social, c'est-à-dire aux quatre déciles les moins élevés, cette faculté de modulation des loyers à la hausse étant l'une des contreparties pour les bailleurs de l'instauration de la taxe sur les bailleurs (cf. supra).

Ainsi, en 2016, l'augmentation moyenne des loyers pour l'ensemble du parc d'un bailleur social donné était limitée à 1% (inflation + 0,4%). L'augmentation maximale applicable à chaque locataire se déclinait suivant le niveau de revenu :

- 2,1% maximum pour les locataires dont le revenu était inférieur à 34 678 euros ;
- 2,6% maximum pour les foyers au revenu compris entre 34 678 et 44 360 euros ;
- 4,6% maximum pour les foyers au revenu supérieur à 44 360 euros.

La sécurité du locataire est élevée (baux à durée indéfinie et droit au maintien dans les lieux), le bailleur ne pouvant donner congé que dans des cas très limitatifs : comportement anormal du locataire (troubles graves et / ou arriérés de loyers), démolition ou rénovation complète du logement, récupération du logement par le bailleur pour son propre usage.

Des « comités de location » (*huurcommissies*) composés de représentants des propriétaires et des locataires et présidés par une personnalité indépendante sont chargés du règlement des différends locatifs. Les locataires estimant leur niveau de loyer ou la hausse de loyer demandée excessifs peuvent saisir le comité.

Secteur dit « libre » :

Appartiennent à ce secteur les appartements dont le nombre de points est supérieur ou égal à 145 et le loyer supérieur ou égal à 712,83 euros.

Les loyers peuvent être fixés librement, de même que leur taux d'évolution annuel.

La sécurité du locataire est aussi élevée que dans le secteur règlementé (bail à durée indéfinie).

Source : Présentation faite par le Dr Hoekstra, TU Delft, 2018, disponible sous http://triangle.ens-lyon.fr/IMG/pdf/3-joris-hoekstra.pdf.

Il est à noter que le secteur « réglementé » représente une part prépondérante du parc locatif (plus de 85 %) et qu'il n'est pas l'apanage des seules associations de logement. Bien au contraire, le secteur « réglementé » reste largement majoritaire pour les biens mis en location par des personnes physiques et n'est que faiblement minoritaire pour ceux mis en location par des investisseurs institutionnels (cf. tableau 1)

Tableau 1 : Structure du parc locatif par type de bailleur et par statut règlementaire en 2014 (en M de logements)

Type de bailleur	Secteur réglementé	Secteur libre	Total
Associations de logement	2,10 (90,7%)	0,22 (9,3%)[9]	2,31 (100%)
Institutionnels	0,11 (48,4%)	0,12 (51,6%)	0,23 (100%)
Personnes physiques	0,31 (69,0%)	0,14 (31,0%)	0,46 (100%)
Total	2,52 (84,2%)	0,47 (15,8%)	2,99 (100%)

Source : Jonkman 2018, cité dans Frans Schilder, René Scherpenisse « Policy and practice: affordable housing in the Netherlands », Informationen zur Raumentwicklung, 4/2018.

La dynamique sur le marché du logement est toutefois, depuis environ 25 ans, moins favorable au logement social. Cela tient d'une part à une politique plus favorable à l'accession à la propriété et d'autre part, dans une moindre mesure, aux efforts pour développer un marché locatif libre, en réponse à une demande forte notamment dans les grandes agglomérations. Ainsi, à Amsterdam, le parc social ne représente plus que 47 % du parc total de logements en 2015, après avoir culminé à 58 % en 1995.

2.1.3. Éléments d'analyse sur les *woningcorporaties*

La loi de 1901 précitée, plusieurs fois modifiée depuis, énumère les missions confiées aux « associations de logement » approuvées par l'État. Elles sont pour l'essentiel au nombre de six : loger les personnes qui n'arrivent pas à trouver de logement adéquat par leurs propres moyens, maintenir un habitat d'une qualité décente, consulter leurs locataires, conduire leurs affaires financières de manière responsable, contribuer à la qualité des quartiers (mission ajoutée en 1997), loger (mais non soigner) les personnes âgées et handicapées (mission ajoutée en 2001).

Au-delà de l'énoncé de ces missions générales, les *woningcorporaties* sont soumises à des règles plus spécifiques dont le respect est assuré par le ministère chargé du logement, au travers en particulier d'une autorité de supervision (AW – Autorité de supervision des associations de logement) :

- d'une part, l'encadrement des loyers auquel elles sont soumises est plus strict que pour le secteur privé, puisqu'il ne s'applique pas seulement logement par logement mais fixe aussi un « taux plafond » pour l'augmentation moyenne des loyers pour chaque *woningcorporatie* prise dans son ensemble.
- d'autre part, elles sont en théorie obligées de contractualiser avec les collectivités locales sur un certain nombre de points (développement de l'offre de logement, règles d'attribution des logements, insertion des logements sociaux dans l'espace urbain…).

En contrepartie de l'exercice de leurs missions, les « associations de logement » sont exonérées d'impôt sur les sociétés, peuvent acheter du foncier public à un prix réduit pour construire du logement social et peuvent faire garantir leurs prêts par le Fonds de Garantie du Logement Social (abréviation néerlandaise WSW), financé par les « associations de logement » elles-mêmes et garanti par le gouvernement. Ce fonds permet aux *woningcorporaties* d'emprunter à un taux inférieur de 50 à 10 points de base au taux dont bénéficierait un emprunteur privé classé AAA, pour un bénéfice estimé de l'ordre de 500 à 800 M€ par an. Comme expliqué plus haut, les *woningcorporaties* ne bénéficient pas d'autres concours publics depuis 1995 et se financent désormais exclusivement sur la base du produit des loyers et des ventes d'actifs.

[9] Chiffre sujet à caution puisque l'autorité de supervision des associations de logement estimait quant à elle à la même date que les logements « libres » ne représentaient que 5 % du parc locatif détenu par les associations de logement, cf. infra.

L'évolution du parc des associations de logement est détaillée ci-dessous dans le tableau 2. Quelques éléments peuvent être soulignés :

- le parc locatif des associations de logement est quasiment stable sur la période 2007-2016, puisqu'il ne baisse que de 1% (17 500 logements sur 2,4 millions) ;
- l'effort de construction tourne autour de 1 % du parc jusqu'en 2012, mais a baissé d'un tiers sur la période 2014-2016 ;
- les ventes aux particuliers représentent plus de 0,5 % du parc annuel de logements, avec un pic atteint en 2014 (17 000 ventes) ;
- les ventes aux institutionnels privés se sont développées à partir de 2014, pour un volume qui reste encore modeste (quelques milliers d'unités par an).

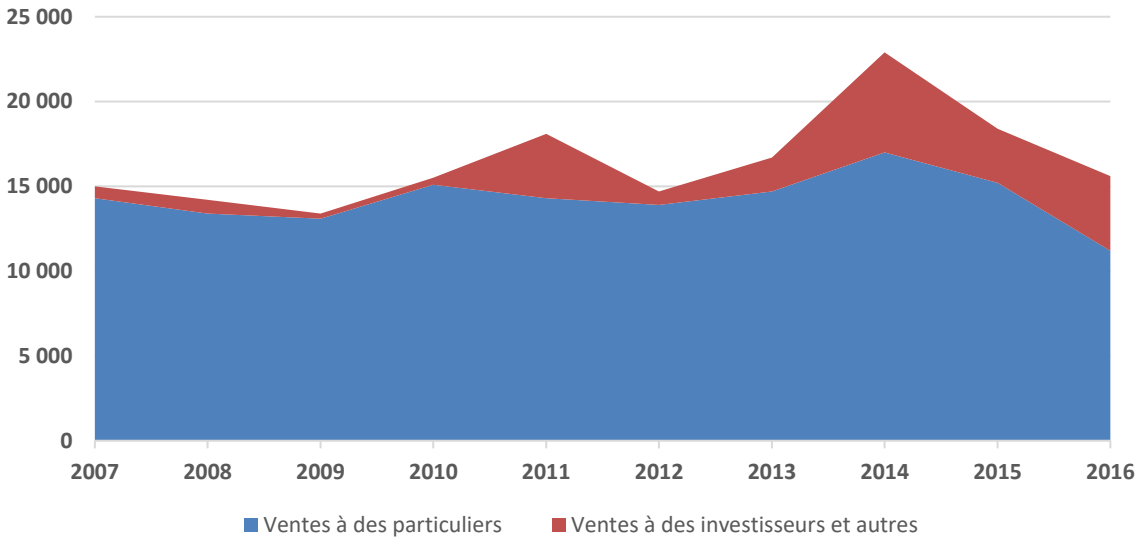
Tableau 2 : Évolution du parc des « associations de logement », 2007-2016

-	2007	2010	2012	2014	2016
Parc locatif au 1er janvier de l'année	**2 407 500**	**2 411 200**	**2 414 400**	**2 422 500**	**2 390 000**
Constructions nouvelles à des fins de location	25 200	28 600	25 600	17 200	15 200
Achats (uniquement en dehors du secteur)	2 900	2 200	2 700	1 400	1 700
Ventes (au sein du secteur, entre associations de logement)	15 100	15 500	14 700	3 700	1 400
Ventes à des particuliers	14 300	15 100	13 900	17 000	11 200
Ventes à des investisseurs et autres	700	400	800	5 900	4 400
Démolitions	15 900	13 100	10 400	9 700	7 300
Autres changements (fractionnement ou regroupement de logements)	3 000	0	-500	500	600
Parc locatif au 31 décembre de l'année	**2 401 700**	**2 413 400**	**2 418 100**	**2 408 000**	**2 384 000**

Source : Autorité de supervision des associations de logement (AW).

Au total, les ventes en-dehors du secteur dépassent systématiquement 0,5 % du parc par an, même pour les années 2008-2009 caractérisées par le contrecoup de la crise financière et les difficultés d'accès au crédit. Elles consistent pour l'essentiel en des ventes aux particuliers, pour une moyenne de 14 220 logements par an (point bas atteint en 2016 avec 11 200 ventes, point haut atteint en 2014 avec 17 000 ventes). Le développement des ventes aux investisseurs (2 230 en moyenne sur la période) est récent puisque ces ventes ne dépassent 1 000 unités qu'en 2011 et chaque année à partir de 2013. Le nombre maximum de cessions est atteint en 2014 par la conjugaison de fortes ventes aux particuliers et aux investisseurs (22 900 cessions) et culmine ainsi à 0,95 % du parc (cf. graphique 3).

Graphique 3 : Évolution des ventes de logements effectuées par les *woningcorporaties*



Source : Autorité de supervision des associations de logement (AW).

La structure du parc des « associations de logement » fait ressortir sur la période 2007-2014 une « montée en gamme » : la part des loyers bon marché est passée de 28,4% à 14,8% et la part des loyers supérieurs à 618 euros est passée de 6,6% en 2007 à 20,6% en 2014 (cf. tableau 3). Ce mouvement s'est inversé entre 2014 et 2016, mais dans une proportion encore relativement faible ; ce changement de tendance reste donc à confirmer, mais il reflète certainement l'évolution de la législation et le souci de voir les associations de logement assumer plus clairement leur rôle social de logement des plus démunis.

Tableau 3 : Structure par classe de loyers du parc des « associations de logement »

Classe de loyers	2007	2010	2012	2014	2016
Bon marché (loyer mensuel < 403,06€)	28,4	23,2	19,3	14,8	6,1
Abordable (403,06€ < loyer mensuel < 618,24€)	65,1	67,1	67,1	64,6	65,9
Inférieur au plafond de l'allocation logement (618,24€ < loyer mensuel < 710,68€)	5,2	7,2	10,4	16,0	12,6
Supérieur au plafond de l'allocation logement / loyer « libre » (loyer mensuel > 710,68€)	1,4	2,4	3,2	4,6	5,4

Source : Autorité de supervision des associations de logement (AW).

2.1.4. Principales données financières et comptables sur les *woningcorporaties*

Le secteur des associations de logement a connu une forte consolidation : partant de 1 000 *woningcorporaties* en 1990, le nombre d'associations de logements était ramené à environ 500 en 2005. Le mouvement de concentration a repris ces dernières années, avec un passage de 350 à **313 associations de logement entre 2017 et 2018**[10] essentiellement par un mouvement de fusion-absorption.

[10] Chiffres tirés du rapport 2018 de l'autorité de supervision AW.

Le compte de résultat agrégé du secteur fait ressortir une singularité majeure des *woningcorporaties* par rapport à la situation française, à savoir **le recours à la valeur de marché pour l'appréciation de leurs actifs**. Cela se traduit, en période de forte croissance des prix de l'immobilier, par un résultat incorporant une forte composante liée à la réévaluation du prix des actifs immobiliers détenus : plus de 15 Md€ tant en 2016 qu'en 2017, soit plus de 80 % du résultat avant impôt enregistré pendant chacune de ces deux années (cf. tableau 4).

Tableau 4 : Compte de résultat agrégé du secteur des *woningcorporaties* (en k€)

-	2016	2017
Résultat net d'exploitation du portefeuille immobilier	7 527 467	7 359 844
Produits liés aux ventes d'immeubles en développement	348 604	235 614
Charges liées aux ventes d'immeubles en développement	- 316 885	- 205 343
Résultat net lié aux ventes d'immeubles en développement	**31 719**	**30 271**
Produits liés aux cessions d'actifs immobiliers	2 700 946	2 393 486
Valeur nette comptable des actifs immobiliers cédés	- 2 307 603	- 2 011 325
Résultat net lié aux cessions d'actifs immobiliers	**393 343**	**382 161**
Divers changements de valeur sur actifs immobiliers	- 1 002 423	- 1 530 540
Plus-values latentes sur actifs immobiliers	15 269 375	15 040 170
Plus-values latentes sur immeubles en développement	81 629	162 429
Plus-values latentes sur actifs immobiliers destinés à la vente	2 789	990
Changements de valeur du portefeuille immobilier	**14 351 370**	**13 673 049**
Résultat net autres activités	**44 601**	**45 421**
Divers coûts d'organisation	**- 172 510**	**- 207 883**
Dépenses liées à la qualité de vie (*Leefbaarheid*)	**- 233 639**	**- 231 410**
Changements de valeur sur actifs financiers	-207 010	243 450
Produits de cessions d'actifs financiers	10 041	7 975
Intérêts perçus et autres produits financiers	76 532	116 309
Charges d'intérêt	- 3 408 268	- 3 091 016
Résultat financier	**- 3 528 705**	**- 2 723 282**
RESULTAT AVANT IMPOT	**18 413 646**	**18 328 171**
Impôts	- 333 946	- 844 086
Résultats sur participations détenues	159 791	224 000
RESULTAT NET APRES IMPOT	**18 239 491**	**17 708 085**

Source : AW, rapport 2018

La transition vers une appréciation en valeur de marché des actifs des *woningcorporaties* est relativement récente (2015). Elle permet de faire apparaître dans les comptes des associations de logement l'impact de la forte hausse des prix de l'immobilier aux Pays-Bas : pour un indice 100 en 2015, l'indice était de 42,5 en 1995 et de 113,0 en 2010, puis est reparti à la hausse pour atteindre 128,9 au 1er trimestre 2019[11].

Cette évolution pose certains problèmes (cf. encadré 2 sur les méthodes comptables). Le recours à l'ancienne méthode comptable (valeur d'exploitation par capitalisation des loyers règlementés) reste utile pour apprécier notamment l'impact des évolutions dans la politique de loyers. Le tableau 5 ci-après fait ainsi ressortir que, même si la valeur de marché des immeubles détenus augmente nettement, leur valeur d'exploitation s'établit en baisse depuis 2015. Il faut y voir l'impact de la législation adoptée en 2015, qui fait obligation aux *woningcorporaties* de privilégier les publics les plus modestes dans les nouvelles locations et d'adapter les loyers en conséquence.

[11] Source : institut statistique néerlandais et cadastre, données disponibles sous https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/en/dataset/83910ENG/table?ts=1561869656490.

Encadré 2 : Les méthodes comptables applicables aux woningcorporaties

À compter de 2015, les normes comptables applicables aux *woningcorporaties* ont évolué et les comptes des associations de logement comptabilisent désormais les actifs immobiliers sur la base de la valeur de marché des biens détenus. Le recours à cette méthode a un impact majeur sur le résultat net du secteur et sur la structure du bilan.

Ainsi, pour l'année 2015, l'AEDES présente pour l'ensemble du secteur des *woningcorporaties* la structure des passifs suivante selon que l'on recoure à l'ancienne norme comptable (valeur des actifs immobiliers fondée sur la capitalisation des loyers réglementés) ou à la nouvelle norme comptable (valeur des actifs immobiliers fondée sur la valeur de marché des biens détenus). L'impact de ce choix de méthode comptable sur le passif est majeur, le total des capitaux propres étant multiplié par trois (de 52 Md€ à 155 Mds€).

Exercice 2015	**Ancienne norme comptable**	**Nouvelle norme comptable**
Capitaux propres (M€)	51 900	154 600
Provisions (M€)	1 980	1 980
Dettes à long terme (M€)	85 070	92 450
Dettes à court terme et passifs d'exploitation (M€)	4 860	4 860
Total des passifs (M€)	**143 810**	**253 890**

Toutefois, l'autorité de supervision des associations de logement AW estime que la comptabilisation des actifs des *woningcorporaties* à leur valeur de marché ne rend pas compte de leur incapacité à réaliser pleinement la valeur de marché de leurs immeubles locatifs, liée aux missions d'intérêt public qu'elles exercent. Ces missions se traduisent en effet – pour la partie relevant de l'exercice du service d'intérêt économique général et dans une moindre mesure pour celle n'en relevant pas – par des sujétions qui affectent la valeur de marché.

À cette fin, l'AW a développé le concept de « valeur au sens de la politique publique » (*beleidswaarde* ou *policy value*). La *policy value* dérive de la valeur de marché des actifs immobiliers détenus par les *woningscorporaties*, mais cette valeur de marché a vocation à être réduite pour tenir compte de la différence entre les *woningcorporaties* et les autres acteurs de marché sous les quatre angles suivants : disponibilité (l'obligation pour les *woningcorporaties* de garder leur parc plutôt que de le vendre, même si la décision de vendre serait économiquement pertinente), politique des loyers, qualité, gestion (coûts de gestion spécifiques liés à la nature des missions exercées).

Une première tentative de chiffrage de la *policy value* par l'AW pour 2017 reste encore à affiner, puisque cette dernière n'est parvenue à chiffrer que deux des quatre facteurs affectant à la baisse la valeur de marché des actifs immobiliers détenus par les *woningcorporaties*, à savoir l'impact de la politique des loyers et celle de l'exigence de disponibilité du parc.

	En Md€	En %
Valeur de marché SIEG	237,3	100,00%
Abattements au titre de:		
Disponibilité	27,3	11,50%
Politique des loyers	51,4	21,70%
Qualité	pm	
Gestion	pm	
Valeur après abattements	158,6	66,90%
pm: valeur d'exploitation	109,2	

Source : Autorité de supervision des woningcorporaties AW, rapport d'activité 2018.

Tableau 5 : Valeur de marché (*marktwaarde*) et valeur d'exploitation (*bedrijfswaarde*) du parc des associations de logement

-	2014	2015	2016	2017
Valeur d'exploitation (en Md€)	134,6	135,7	130,6	129,1
Valeur d'exploitation par appartement (en k€)	54,8	55,2	53,2	52,6
Valeur de marché (en Md€)	234	243	250	266
Valeur de marché par appartement (en k€)	95,2	98,9	101,8	108,2
Évolution valeur d'exploitation (en %)	-	+ 0,8	- 3,7	- 1,0
Évolution valeur de marché (en %)	-	+ 3,8	+ 3,0	+ 6,1
Inflation (en %)	1,0	0,6	0,3	1,4
Évolution des valeurs cadastrales (WOZ) (en %)	0,8	2,9	5,0	7,6

Source : Autorité de supervision des associations de logement (AW).

La baisse de la valeur d'exploitation s'explique aussi, au-delà de la politique des loyers, par l'introduction à compter de 2013 de la nouvelle taxe sur les bailleurs (cf. tableau 6). Cette taxe représente en 2017 l'équivalent de 22,6 % de la valeur d'exploitation du parc des associations de logement ; son poids n'a cessé de croître sur la période 2014-2017 du fait de son indexation sur la valeur cadastrale (WOZ), dont l'évolution a suivi l'augmentation générale du marché immobilier néerlandais.

Tableau 6 : Valeur d'exploitation (*bedrijfswaarde*) du parc des associations de logement et valeur actuelle nette des loyers et de la taxe sur les bailleurs

-	2014	2015	2016	2017
Valeur d'exploitation (Md€)	134,6	135,7	130,6	129,1
Taxe sur les bailleurs en % de la valeur d'exploitation	17,1	17,8	20,1	22,6
Taxe sur les bailleurs en % de la valeur actuelle nette des loyers	9,1	9,6	10,5	11,7
Valeur actuelle nette de la taxe sur les bailleurs (Md€)	23,0	24,2	26,2	29,1
Valeur actuelle nette des loyers (Md€)	251,4	252,9	250,0	252,7

Source : Autorité de supervision des associations de logement (AW)

L'impact de la taxe sur les bailleurs apparaît clairement dans l'évaluation des *cash flows* par logement. Le *cash flow* net d'exploitation s'établit en 2017 à un niveau inférieur de près de 5% au maximum atteint en 2015 (cf. tableau 7).

Tableau 7 : *Cash flows* par logement

Données en euros	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Loyer	5 356	5 575	5 907	6 113	6 216	6 275
Charges d'exploitation	- 1 287	- 1 265	- 1 232	-1 108	- 1 102	- 1 105
Dépenses d'entretien	- 1 345	- 1 270	- 1 323	-1 402	- 1 526	- 1 596
Frais de bail (*Erfpacht*)	- 9	- 9	- 8	- 8	- 6	- 6
Excédent brut d'exploitation	**2 715**	**3 031**	**3 344**	**3 595**	**3 581**	**3 568**
Taxe sur les bailleurs	0	- 17	- 456	- 507	- 558	- 618
Contribution spécifique	- 10	- 195	- 184	- 4	- 3	- 4
Subventions publiques	25	13	8	9	11	14
***Cash flow* net d'exploitation**	**2 730**	**2 832**	**2 712**	**3 093**	**3 032**	**2 961**

Source : Autorité de supervision des associations de logement (AW).

La taxe sur les bailleurs a toutefois eu pour effet – comme le souhaitaient ses promoteurs – de mettre en tension le secteur. Cela s'est traduit par la reprise déjà citée du mouvement de consolidation des associations de logement. Ce mouvement de consolidation s'est accompagné ces dernières années d'une **baisse sensible des charges d'exploitation,** à hauteur de **- 20 % environ en euros constants sur la période allant de 2012 à 2017** (cf. tableau 8). Une inflexion forte est apparue en 2015 (baisse supérieure de 10 % en euros constants).

Tableau 8 : Charges nettes d'exploitation par appartement du parc des associations de logement

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Charges d'exploitation	1 287	1 265	1 232	1 108	1 102	1 105
Charges d'exploitation (prix 2017)	1 363	1 307	1 261	1 127	1 117	1 105
Inflation (en %)	2,5	2,5	1,0	0,6	0,3	1,4

Source : Autorité de supervision des associations de logement (AW).

La part relative du secteur SIEG et hors SIEG dans le bilan des *woningcorporaties* fait ressortir la très nette prépondérance des actifs liés au SIEG (près de 90 % du total). Les actifs hors SIEG dégagent toutefois une rentabilité supérieure, ce qui leur permet de faire face à un endettement proportionnellement plus fort (cf. tableau 9).

Tableau 9 : Bilan agrégé du secteur des associations de logement (SIEG / hors SIEG)

-	SIEG		Hors SIEG	
Données en Mds€ au 1er janvier	2017	2018	2017	2018
Actifs immobilisés	230,6	245,1	28,0	30,0
Prêts internes / Actifs financiers	12,3	11,3	0,6	0,5
Actif circulant	16,4	19,4	0,8	1,0
Autres actifs	7,6	7,4	2,6	3,0
TOTAL DES ACTIFS	**266,7**	**283,3**	**32,1**	**34,6**
Capitaux propres	172,9	190,4	16,5	19,9
Provisions	2,1	2,2		0,2
Dettes	91,7	90,6	15,4	14,5
TOTAL DES PASSIFS	**266,7**	**283,3**	**32,1**	**34,6**
Ratio de solvabilité	64,8%	67,2%	51,6%	57,6%

Source : Autorité de supervision des associations de logement (AW).

Au total, les *woningcorporaties* sont, malgré les exigences de recentrage sur les publics les plus modestes et l'introduction de la taxe sur les bailleurs, dans une bonne santé financière d'ensemble. Cela se traduit notamment par la poursuite du désendettement du secteur, avec des dettes financières passées de 86,2 Md€ fin 2014 à 79,8 Md€ fin 2017. L'excédent brut d'exploitation, après avoir fléchi fortement en 2014 (année de l'introduction de la taxe sur les bailleurs), s'est redressé sensiblement en 2015. Les flux d'investissement nets (investissements dans la construction ou la rénovation moins cessions effectuées) ont atteint un point bas en 2015 mais sont repartis en hausse sensible depuis lors (cf. tableau 10).

Tableau 10 : Évolution agrégée des flux d'opérations, d'investissement et de financement (en Md€)

-	2014	2015	2016	2017
Excédent brut d'exploitation opérationnel	2,7	3,9	3,8	3,7
Flux nets d'investissement	- 1,3	- 0,8	- 1,5	- 2,1
Solde	1,4	3,1	2,3	1,6
Flux nets de financement	- 1,4	- 2,4	- 2,6	- 1,7
Évolution de la trésorerie	**0,0**	**0,7**	**- 0,3**	**- 0,1**

Source : Autorité de supervision des associations de logement (AW).

2.2. Difficultés rencontrées et solutions esquissées

Le logement social a fait l'objet d'un débat politique intense aux Pays-Bas depuis le milieu des années 2000, avec trois angles d'attaque particuliers.

Premièrement, le secteur des *woningcorporaties* a fait l'objet de **critiques sur la qualité de sa gestion**, critiques illustrées par le scandale Vestia déjà cité.

Deuxièmement, malgré la fin des aides à la pierre, le modèle des *woningcorporaties* a été jugé **coûteux en argent public**, dans la mesure où il s'est accompagné d'une **forte hausse des aides personnelles au logement**. Le budget consacré à l'APL est passé de 1,9 Md€ en 2006 à 3,0 Md€ en 2015 (+5,2 % par an en valeur). La hausse des aides personnelles au logement est en particulier liée à une hausse de la part des logements sociaux « chers » dans la construction nouvelle sur la période récente (2009-2014 : la part des logements les plus chers passe de 25% à 57% dans les nouvelles constructions). Cela semble refléter une tendance des *woningcorporaties* à « monter en gamme » (ou une difficulté à produire du logement social à prix très bas) alors que les revenus des occupants du parc ne suivent pas ; les aides personnelles au logement font donc l'ajustement pour limiter l'augmentation du reste à charge.

Enfin, le secteur des *woningcorporaties* s'est trouvé en butte à des **accusations au regard du droit de la concurrence.** Il lui est fait reproche d'avoir contribué à la marginalisation des acteurs privés (institutionnels ou particuliers) sur le marché locatif[12], de par la faiblesse de leurs exigences de rendement sur leurs fonds propres (autour de 1 %) et d'avoir bénéficié pour ses diversifications (dans l'immobilier locatif libre, dans l'immobilier commercial, dans l'aménagement…) d'avantages concurrentiels indus par rapport aux acteurs de marché.

Les réformes menées à partir de 2014-2015 ont entendu répondre à ces critiques :

- renforcement de la supervision exercée sur le secteur du logement social, avec la mise en place en 2016 de l'AW (autorité de supervision des *woningcorporaties*) ;
- recentrage des *woningcorporaties* (par la loi de 2015) sur leur « cœur de métier » qui est la fourniture de logement pour les publics les plus vulnérables, matérialisée par l'introduction d'un plafond de ressources pour l'accès au secteur du logement social et par l'expansion des mécanismes de surloyers ;
- séparation claire des activités relevant du SIEG et des activités hors SIEG, pour éviter les subventions croisées en provenance du secteur règlementé vers le secteur concurrentiel ;
- mise en place de la taxe sur les bailleurs pour renforcer les incitations économiques pesant sur les bailleurs, afin qu'ils utilisent au mieux leur patrimoine (cession, utilisation des marges d'augmentation des loyers…).

Le bilan des instruments donnés aux *woningcorporaties* depuis 2014-2015 est mitigé :

- on peut certes parler d'une véritable « mise sous tension » des *woningcorporatie*s en termes de frais de gestion, avec une baisse de 20 % en euros constants des frais de gestion par appartement sur la période 2012-2017 (cf. *supra*) ;
- du côté des recettes locatives, les *woningcorporaties* ont pu exploiter les marges de manœuvre ouvertes par la législation pour imposer des augmentations de loyer supérieures à l'inflation aux locataires du parc réglementé bénéficiant de revenus élevés (soit les foyers dont le revenu dépasse 42 436 euros / an). Toutefois, elles n'ont fait usage de cette faculté que de manière modérée – pour 75 % des associations de logement en 2015 et 41 % seulement en 2019 ;

[12] Il convient toutefois de souligner que les mécanismes de soutien à l'accession à la propriété des particuliers (facilité d'accès au crédit et déductibilité fiscale des intérêts d'emprunts sur crédits hypothécaires) ont aussi joué un grand rôle dans la marginalisation du parc locatif privé.

- la gestion active du patrimoine détenu par les *woningcorporaties* s'est développée, avec un début de recours à des ventes en bloc à des investisseurs institutionnels et un flux total de ventes désormais compris entre 0,6 et 0,9 % du parc (cf. *supra*) ; l'encadré ci-après présente quelques éléments sur le développement récent des ventes « en bloc » aux institutionnels ;
- après une période d'incertitude en 2013-2014 consécutive à la mise en place de la taxe sur les bailleurs, l'effort d'investissement des *woningcorporaties* est reparti à la hausse, et l'agenda 2017-2021[13] du secteur prévoit une remontée des mises en service de nouveaux logements à hauteur de 34 000 logements par an à échéance de 2021, sous réserve d'une bonne collaboration avec les collectivités locales pour dégager du foncier ; les observateurs extérieurs émettent toutefois des doutes sur le réalisme de cette cible, qui revient à multiplier par deux l'effort de construction par rapport au niveau atteint en 2014 ;
- la séparation entre activités relevant du SIEG et activités hors SIEG est désormais bien établie et les activités hors SIEG contribuent, grâce à leur rentabilité supérieure, à l'équilibre d'exploitation des *woningcorporaties* prises dans leur ensemble.

Au total, les *woningcorporaties* continuent de jouer un rôle clé pour la politique du logement néerlandaise mais ne suffisent pas à répondre aux besoins en termes de logement intermédiaire (loyers compris entre 720 euros et 985 euros). Parmi les pistes évoquées pour résoudre cette carence figurent notamment[14] :

- **la fixation dans les plans locaux d'habitat d'une cible minimum en termes d'habitations à loyer intermédiaire**, qui suppose de la part des municipalités un effort sur le foncier et de la part de l'État un cadre stable pour la politique de loyers applicable à cette catégorie de logement ; un exemple récent est fourni par la mise en place d'une « plate-forme pour le logement locatif intermédiaire à Amsterdam » (connue sous l'acronyme PAM) par laquelle des investisseurs institutionnels et des *woningcorporaties* se sont engagées à construire 10 000 logements intermédiaires à Amsterdam d'ici 2025. Les membres de cette plate-forme souhaitent, en contrepartie d'un engagement à ce que 25% des constructions nouvelles relèvent de la catégorie intermédiaire, déterminer avec la ville d'Amsterdam un niveau acceptable de loyer initial et des plafonds de revalorisation des loyers pour les 25 années à venir ;
- **le développement par les *woningcorporaties* des locations dans le secteur libre pour la fraction la plus « haut de gamme » de leur parc** susceptible de remplir les conditions requises en termes de niveau de loyer et de qualité des prestations. Ces logements seraient alors transférés au portefeuille « hors SIEG » de chaque *woningcorporatie*, et les recettes supplémentaires ainsi réalisées viendraient améliorer la capacité d'autofinancement des associations de logement et faciliter l'atteinte de leurs objectifs de construction neuve dans le parc social ;
- **la réduction voire la suppression des déductions fiscales liées à l'emprunt en vue d'une accession à la propriété**, afin d'arrêter de subventionner l'accession et d'enrayer ainsi la spirale à la hausse des prix du foncier (en faveur des municipalités) et des coûts de production du logement (en faveur des promoteurs immobiliers).

---

[13] « *Woonagenda 2017-2021 : Onze bijdrage an de toekomst* » (Agenda Logement 2017-2021 : notre contribution au futur)

[14] Étude de la Banque nationale des Pays-Bas sur le marché du logement dans les principales villes des Pays-Bas, https://www.dnb.nl/en/binaries/The%20housing%20market%20in%20major%20Dutch%20cities_tcm47-358879.pdf

Encadré 3 : Le développement des ventes effectuées par les *woningcorporaties* auprès d'investisseurs institutionnels

Le secteur des *woningcorporaties* recourt depuis le début des années 2010 de manière sélective à la vente en bloc d'une partie de son portefeuille auprès d'acteurs institutionnels. Très faible jusqu'en 2010 (550 logements en moyenne par an sur la période 2007-2010), ces ventes ont augmenté sensiblement à partir de 2011 (20 100 logements sur la période 2011-2016, soit 3 350 logements par an). Elles ne représentent toutefois encore qu'une part très minoritaire des cessions effectuées par les *woningcorporaties*, le vente aux particuliers continuant de tenir un rôle prépondérant dans les cessions effectuées (de l'ordre de 80% en moyenne sur la période 2011-2016).

L'intérêt des investisseurs internationaux pour le marché du logement locatif aux Pays-Bas s'établit en forte hausse. Selon une estimation du site spécialisé *corporatiemark*, les flux en provenance d'investisseurs internationaux ont atteint 1 Md€ en 2017 et 2 Md€ en 2018 (39 % en provenance des États-Unis, 24 % de l'Allemagne et 14 % de l'Asie). 32 investisseurs internationaux détenaient fin 2018 un total de 45 000 logements locatifs aux Pays-Bas, pour une valeur totale estimée de 7 Md€. L'horizon d'investissement est, pour 75% de ces investisseurs internationaux, supérieur à cinq ans et, pour 25 %, supérieur à dix ans.

Toujours selon *corporatiemarkt*, les investisseurs internationaux seraient disposés à investir plus de 12 Md€ dans l'immobilier résidentiel néerlandais sur la période 2019-2021, correspondant à un total de 100 000 logements supplémentaires.

En termes géographiques, l'intérêt des investisseurs étrangers se concentre sur les métropoles, 86% des flux 2018 étant dirigés vers la « Randstad » (conurbation Amsterdam-Rotterdam-La Haye-Utrecht, qui regroupe plus de 7 millions d'habitants soit 40 % de la population des Pays-Bas).

Le site Internet *corporatiemarkt* retrace un certain nombre d'opérations de cessions d'actifs locatifs par des *woningcorporaties*. 204 cessions effectuées ou en cours sont recensées, dont 8 concernent des portefeuilles supérieurs à 100 logements (pour un total de 1 252 logements), 32 des portefeuilles compris entre 51 et 100 logements et 164 des portefeuilles inférieurs à 50 logements. La moitié de ces portefeuilles (86 sur 204) sont composés d'immeubles du secteur « libre » ou pouvant, vu leurs caractéristiques, rejoindre ce secteur. 93 portefeuilles sur 204 sont composés de maisons individuelles.

Il apparaît donc que les opérations de cession conduites par les *woningcorporaties* sont de taille unitaire relativement modeste, sans commune mesure avec les cessions massives qui ont pu être conduites par exemple en Allemagne. L'opération la plus importante mentionnée sur le site Internet *corporatiemarkt* est l'acquisition (fin 2014) d'un portefeuille de 3 786 logements par le fonds britannique « Round Hill », pour un montant de 365 M€.

Source : site Internet corporatiemarkt entretenu par la firme Capital Value.

2.3. Enseignements pour la France

Le secteur du logement social au Pays-Bas semble avoir surmonté un choc externe de grande ampleur, lié à la mise en place en 2014 d'une taxe sur les bailleurs, par la combinaison d'une réduction des frais de gestion, d'une hausse sélective des loyers (loyers réglementés bénéficiant à des ménages à revenu élevé ou déconventionnement de certains logements dont les caractéristiques pouvaient justifier une augmentation des loyers) et d'un rythme de cession relativement soutenu, compris entre 0,5 % et 0,9 % du parc locatif sur les dernières années.

Le changement de règles comptables (passage à la valeur de marché pour l'appréciation du portefeuille détenu) n'a pas eu un rôle déterminant. S'il a permis de révéler la richesse du secteur en fonds propres en faisant apparaître la valeur à terminaison des logements détenus, ce changement comptable n'a pas en lui-même eu d'impact sur les flux d'exploitation et de financement : ce sont les choix opérés sur la politique de loyer et sur les cessions qui ont permis de « capter » une partie de cette valeur de marché.

Contrairement à la situation observée en Allemagne, il a réussi ce faisant à stabiliser la taille du parc social, qui reste depuis 2012 de l'ordre de 2,4 millions de logements.

Le recours aux investisseurs internationaux s'est fait essentiellement par la vente en bloc de logements règlementés ou de logements libres, sans ouverture du capital des *woningcorporaties*.

L'équilibre trouvé reste toutefois à ce stade insuffisant pour faire face à la demande de logements à loyer intermédiaire, et il est trop tôt pour juger du caractère réaliste des engagements pris par les *woningcorporaties* tendant à intensifier leur effort de construction pour qu'il rejoigne à horizon 2021 l'équivalent de 34 000 logements, soit près de 1,4 % du parc locatif social.

Le secteur du logement social néerlandais incite à faire preuve de vigilance sur les problématiques de concurrence avec le secteur privé si l'on passe à des opérateurs mixtes qui couvrent l'ensemble du spectre du logement.

3. Le financement du logement social en Allemagne : une marginalisation du parc social liée au retrait partiel des acteurs publics et à un effort de construction très limité

Cette analyse s'appuie essentiellement sur les informations recueillies lors d'un déplacement à Berlin organisé avec l'appui du service économique régional de l'Ambassade de France en Allemagne[15].

3.1. Présentation générale

3.1.1. Un point de départ relativement proche de la France : un modèle généraliste reposant essentiellement sur des acteurs publics dotés d'un statut spécifique

Jusqu'à la fin des années 1980, le système allemand du logement social reposait sur des **opérateurs à but non lucratif** (*Gemeinnützigkeit*), dépendant essentiellement des communes, des syndicats, de coopératives, de comités d'entreprise ou des églises. Ces opérateurs d'utilité publique[16] bénéficiaient d'exonérations fiscales importantes, notamment à l'impôt sur les sociétés. Leurs opérations de construction reposaient sur une combinaison d'aides à la pierre et de financements concessionnels apportés par le KfW (*Kreditanstalt für Wiederaufbau*, équivalent allemand de la CDC) et les banques publiques régionales. L'ambition du logement social était généraliste, i.e. non réservée aux segments de population les plus démunis. Il s'agissait d'un système comparable au système français actuel, avec toutefois trois différences de taille :

- une **ouverture de principe à tous les acteurs** (publics ou privés, y compris personnes physiques) prêts à construire du logement social et à respecter les contraintes du conventionnement (*Belegungsbindung* – contrainte sur l'éligibilité de certains locataires – et *Mietbindung* – contrainte sur le niveau du loyer), même si en pratique les acteurs non lucratifs liés aux collectivités locales représentaient l'essentiel de l'effort jusqu'au début des années 80 ;
- un **conventionnement social à durée limitée** (entre 20 et 40 ans jusqu'aux années 1980), contraignant l'opérateur à respecter pendant cette durée certains plafonds de loyer en fonction des subventions reçues et des coûts supportés et certains critères quant à la population éligible, en contrepartie des subventions octroyées ;
- un accent significatif mis sur le **logement social occupé par ses propriétaires**, l'opérateur recevant des subventions pour vendre d'emblée à un prix minoré le logement construit par ses soins, alors que la vente de logements à leurs occupants ne concerne traditionnellement qu'une part marginale du parc HLM français et concerne essentiellement des appartements déjà amortis.

[15] Déplacement effectué le 27 mai 2019.

[16] En 1989, le statut d'utilité publique, qui réunissait les coopératives et les sociétés publiques de logement communal, est aboli. Les sociétés municipales de logement sont désormais des entités de droit privé régies par le droit commercial, (*Wirtschaftsgesetzgebung*), dont les actions sont détenues par les municipalités. Il n'existe pas d'acteur régi par le droit public, à l'image des offices HLM en France.

Ce système, mis en place par une loi fondatrice de 1950, soulignait que le logement locatif social était une **responsabilité partagée entre les différents niveaux d'administration** (le Bund, les Länder et les communes) et avait pour but premier « l'élimination de la pénurie de logements ». Le niveau de soutien public pouvait atteindre jusqu'à 80% des coûts de développement et de construction. **Le public-cible du logement social était défini très largement**, les logements « devant être conçus pour être adaptés aux besoins de larges couches de la population en termes de taille, d'équipement et de niveau de loyer ». En pratique, les personnes éligibles à un logement social étaient celles disposant d'un « certificat d'éligibilité au logement » (***Wohnungsberechtigungsschein*, en abrégé *WBS***) délivré par l'administration municipale et attestant le droit du porteur du certificat à accéder à un logement social. Il revient alors à chaque titulaire d'un WBS d'approcher les gestionnaires de logement social pour obtenir un bail, la sélection du locataire parmi les titulaires de WBS restant la prérogative du seul gestionnaire.

Ce système a aidé à la **réalisation d'un effort de construction important dans les années 1950 et dans une moindre mesure dans les années 1960 et 1970**, compte tenu des besoins liés à la reconstruction après-guerre. Le parc allemand de logements locatifs sociaux était ainsi de l'ordre de **trois millions au début de 1990** sur le territoire de la seule Allemagne de l'Ouest[17].

Au-delà de ce seul parc social *stricto sensu*, les opérateurs d'intérêt général, même après l'expiration du conventionnement social, continuaient en pratique d'opérer leurs logements comme un **parc « quasi-social »**, avec une grande modération dans l'évolution des loyers.

Il convient de noter que l'intégration de l'Allemagne de l'Est s'est traduite par un accroissement massif, au moins dans un premier temps, du parc social et « quasi-social », vu la prédominance dans l'ex-RDA de l'habitat collectif détenu indirectement par des acteurs publics (collectivités locales). Le chiffre total des logements sociaux sur l'ensemble de l'Allemagne réunifiée au début des années 90 peut être estimé à quatre millions (source : GdW, fédération des acteurs du logement).

[17] Estimation reprise dans une réponse du Gouvernement à une question parlementaire en date de mars 2017 (18/11403), remise à la mission par le ministère en charge du logement. Des données précises n'existent que pour certains Länder : 495 240 logements sociaux en Bavière en 1988, 339 828 à Berlin (Ouest) et 1 410 950 en Rhénanie du Nord-Westphalie la même année. Un travail universitaire mentionne quant à lui le chiffre de 3,9 millions de logements sociaux en 1987, sans toutefois distinguer entre logements locatifs et logements occupés par leurs propriétaires.

3.1.2. Les principales étapes de l'évolution du modèle allemand depuis la fin des années 1980

Le système a fait l'objet de contestations croissantes dans les années 1980, notamment liées à la **gestion hasardeuse de certains opérateurs** (scandale « Neue Heimat », opérateur de logement proche de la centrale syndicale DGB et du parti social-démocrate SPD[18]) et à des « ratés » urbanistiques pendant les années 1970[19] mais aussi à une **perception largement partagée que le marché du logement fonctionnait correctement et sans tension**, dans un contexte d'absence de pression démographique[20].

Dès lors, une réforme progressive du secteur s'est engagée, dont les principales étapes peuvent être décrites comme suit :

- **abandon pour le logement social du statut spécifique lié à la *Gemeinnützigkeit* et soumission des opérateurs à la fiscalité de droit commun** (impôt sur les sociétés), les seules aides versées aux propriétaires de logement social restant des « aides à la pierre » strictement fléchées sur les opérations effectuées (construction ou rénovation) en vertu d'un principe d'équivalence entre les aides versées et les engagements pris (l'écart entre le loyer de marché et le loyer consenti au locataire sur la durée du conventionnement reflétant les coûts de construction tels que minorés par les « aides à la pierre » versées[21] - on parle de *Kostenmiete*). Ce changement s'est effectué par une réforme fiscale décidée en 1988 et effective au 1er janvier 1990. Il a facilité l'accès aux « aides à la pierre » des privés – particuliers ou institutionnels – qui jusqu'alors étaient juridiquement en droit d'y prétendre mais en pratique en bénéficiaient fort peu, vu la taille des opérateurs publics et les avantages liés à leur fiscalité spécifique ;
- début dans les années 1990 d'une forte diminution du parc de logement locatif social et « quasi-social », liée à :
  - **Une diminution de l'effort public pour les « aides à la pierre »**. Elle s'est traduite à la fois par une baisse du nombre de logements construits et par une moindre intensité de l'aide versée pour chaque logement, cette dernière ayant conduit à **une réduction significative de la durée de conventionnement** attachée aux logements sociaux neufs, passée de **40 ans jusque dans les années 1980** à une durée comprise **entre 12 et 20 ans** à partir des années 1990.

Le graphique ci-après fait clairement ressortir l'ampleur de la baisse des unités construites, avec un rythme de construction qui passe de 327 000 unités par an dans les années 1950 à 109 000 unités en 1979, puis 74 000 unités en moyenne dans les années 1980 et à moins de 50 000 unités à partir de l'an 2000, après une brève reprise pendant la 1ère moitié des années 1990.

---

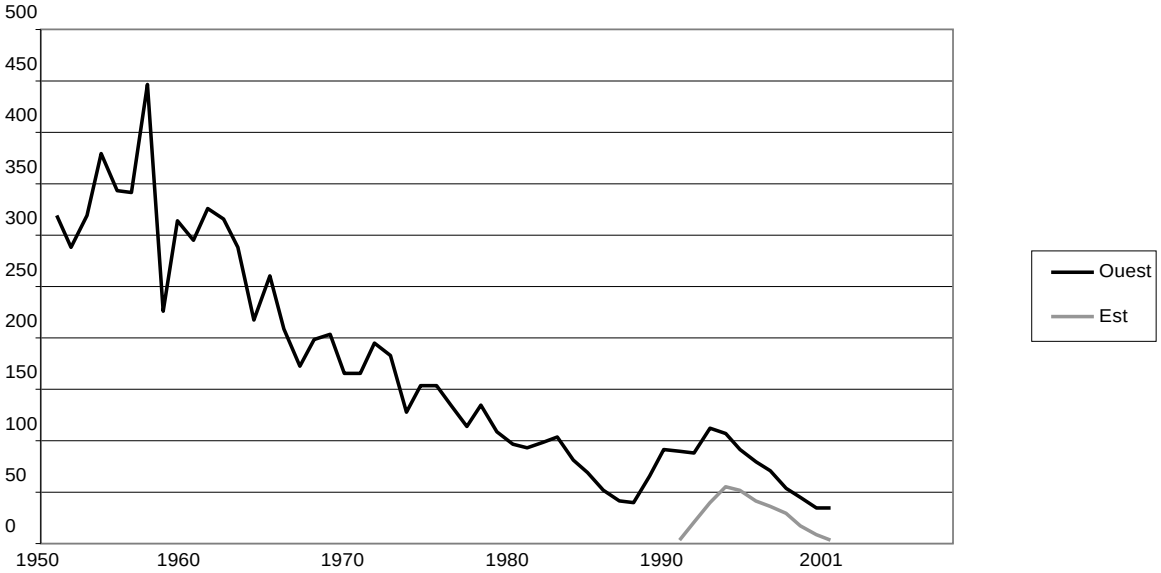
[18] La presse allemande (*Der Spiegel*) a révélé que plusieurs dirigeants de « Neue Heimat » s'étaient enrichis personnellement aux dépens de leur organisme. Il est apparu simultanément que l'organisme avait eu une gestion financière aventureuse, et que sa dette (16 Mds de marks à comparer à un chiffre d'affaires de 6 Mds de marks au début des années 80) était, dans un contexte de taux d'intérêt élevés, devenue insupportable. « Neue Heimat » a été progressivement liquidé et son parc progressivement repris par d'autres acteurs publics ou privés.

[19] Alors que le logement social construit dans les années 50 était largement perçu comme étant de bonne qualité et bénéficiant d'une bonne insertion dans le tissu urbain (notamment en bénéficiant des « réserves foncières » en cœur de ville apparues grâce à la destruction de la plupart des grandes villes allemandes pendant les bombardements de la 2ème guerre mondiale), les années 60 et surtout les années 70 ont été caractérisées par une production de plus faible qualité (grands ensembles en périphérie de ville).

[20] Cf. les propos tenus par le ministre chrétien-social du logement Oscar Schneider (en poste de 1982 à 1989) à la fin des années 80 : « L'offre de logements en RFA n'est pas bonne, ni même très bonne, elle est excellente ! »

[21] Financements concessionnels, exonérations de taxe foncière, autres subventions directes.

Graphique 4 : Nombre de logements sociaux (en milliers) construits en Allemagne sur la période 1950-2001



Source : Office fédéral des statistiques, repris dans « Housing Policy in Germany, 1945-2010, Continuity and Change », Egner, 2012.

- **La mise en vente par les collectivités locales** (en proie à des difficultés financières dans le contexte post-réunification, à l'Ouest comme à l'Est) **et par d'autres opérateurs historiques** (opérateurs logement appartenant à des entreprises publiques ou privées, soucieuses de mobiliser leurs actifs et de se recentrer sur leur cœur de métier) **de tout ou partie de leur patrimoine de logements**. L'opérateur privé Deutsche Annington, devenu ensuite Vonovia est ainsi né de l'agrégation des activités logement de la compagnie nationale de chemins de fer et de plusieurs entreprises de réseau. Ce phénomène de privatisation massive, engagé dans les années 1990, s'est fortement accéléré dans les années 2000, une opération emblématique étant la vente par la ville de Dresde en 2006 de l'intégralité de son parc de logements (48 000 logements vendus au fonds d'investissement américain Fortress) ;

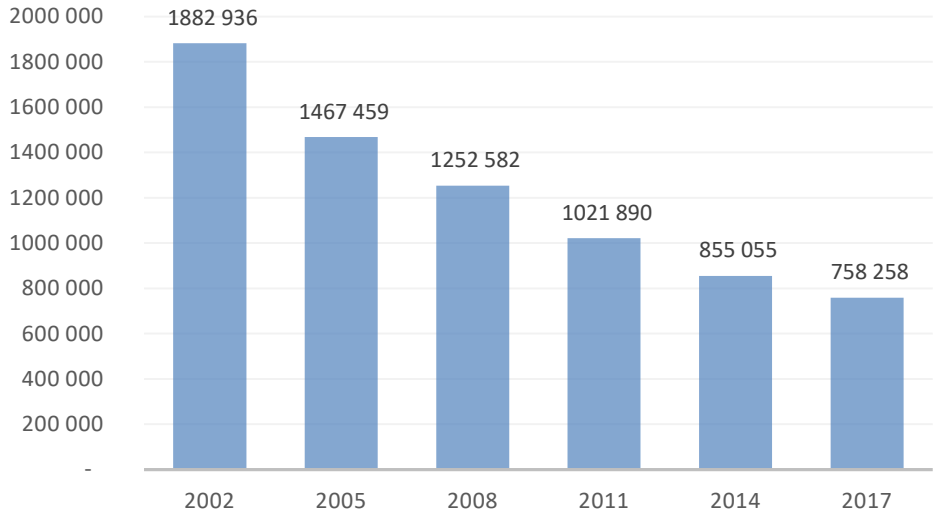
- **passage à un modèle résiduel de logement social et priorité accrue accordée aux aides personnelles au logement**. Une étape décisive de cette évolution est intervenue en septembre 2001 avec l'adoption de la loi sur la promotion du logement (*Wohnraumförderungsgesetz,* en abrégé *WoFG*). Tout en maintenant les dispositifs existants, cette réforme met l'accent davantage sur les aides personnelles au logement et sur la rénovation de logements que sur la construction neuve. La réforme précise aussi que **le logement social n'a pas une vocation généraliste**, mais a pour cible « les ménages qui ne trouvent pas sur le marché une offre adaptée et dépendent d'un soutien public ». La forte hausse des aides personnelles intervenue en 2001 a toutefois été dans une certaine mesure contrebalancée par une approche plus restrictive dans le cadre de la réforme des minimas sociaux (Hartz IV) intervenue en 2005. La réforme Hartz IV a aussi fortement réduit les cas de « tiers payant » (versement direct des aides au logement au propriétaire du logement social) qui existaient auparavant.

- transfert de la compétence en matière de politique de logement **aux Länder**, effectif en 2007 comme suite à une réforme constitutionnelle votée en août 2006 (« 1ère réforme du fédéralisme »). Les Länder prennent la responsabilité de la politique du logement ; il est mis un terme aux subventions de l'État fédéral au secteur du logement social, le budget fédéral octroyant en contrepartie de ce transfert une compensation au budget des Länder pour un montant de 518 M€ par an sur la période 2007-2019. Ce transfert de responsabilité s'accompagne d'une poursuite de la baisse des constructions neuves, qui chutent à 160 000 logements en 2009. Sur ce total, la part des logements conventionnés s'établit également à la baisse (15 % en 2009, 6 % seulement en 2013-2014). À noter que six Länder seulement[22] – qu'on peut présumer les plus intéressés par les problématiques du logement – ont depuis 2007 édicté leur propre cadre législatif pour remplacer le cadre fédéral, qui continue par défaut à s'appliquer dans les autres Länder.

3.1.3. La situation actuelle : un modèle de logement social résiduel, laissant une large place à des acteurs privés

La baisse du parc de logements sociaux entamée à partir de la fin des années 1980 se poursuit toujours. Estimé autour de quatre millions en 1990, le parc de logements sociaux était revenu à 2,57 millions de logements en 2002 et à 1,4 million en 2017, selon une estimation du GdW. Au sein de ce total, les entreprises et organismes membres du GdW représenteraient environ 61 % du parc en 2017. L'évolution de leur parc dans le temps est présentée dans le graphique ci-après. Elle conduit, en 2017, le parc social à ne plus représenter que 4 % à 5 % de l'ensemble du marché locatif du logement.

Graphique 5 : Évolution du parc de logements sociaux détenus par les membres du GdW sur la période 2002-2017

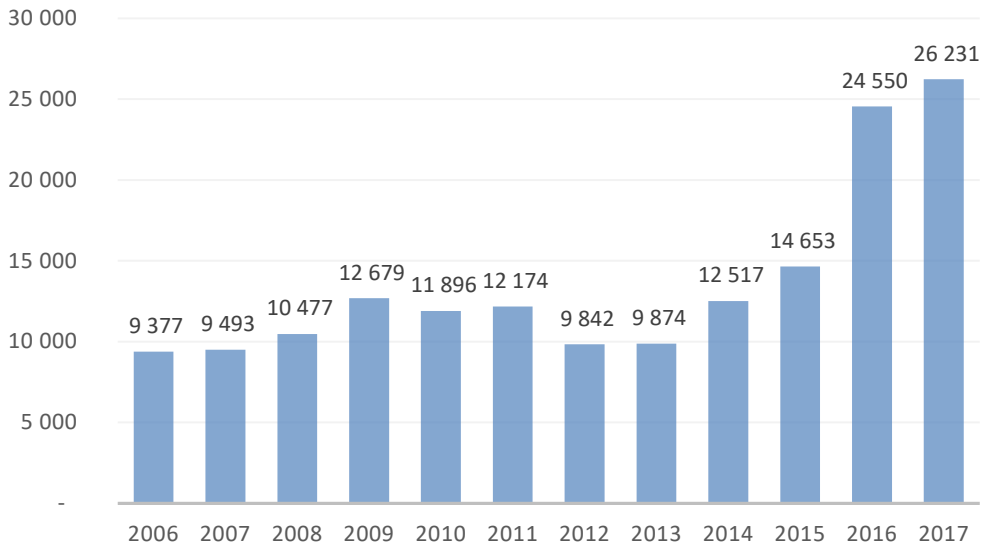


Source : Rapport statistique annuel du GdW (fédération des acteurs du logement).

[22] Bade-Wurtemberg, Bavière, Basse-Saxe, Hambourg, Rhénanie du Nord-Westphalie, Schleswig-Holstein.

Cette baisse du parc locatif social résulte avant tout de flux de sortie du conventionnement à l'arrivée à échéance des conventions signées (de l'ordre de 50 000 à 100 000 unités / an) **nettement supérieurs aux « entrées » permises par la construction nouvelle.** Ainsi que le montre le graphique suivant, l'effort de construction de logements locatifs sociaux neufs est resté de l'ordre de 10 000 à 15 000 logements par an sur toute la période 2006-2015 ; une sensible reprise des mises en service est intervenue à partir de 2016 (plus de 24 000 logements), confirmée en 2017, mais reste bien en-deçà de l'effort requis pour maintenir la taille du parc.

Graphique 6 : Nombre de logements locatifs sociaux construits en Allemagne sur la période 2006-2017



Source : Rapport du gouvernement fédéral sur l'utilisation des sommes versées pour la compensation des transferts en matière de logement, 2017.

Les chiffres d'effort global public en faveur du logement social sont présentés dans le tableau 11. Ils font ressortir qu'une part non négligeable de l'effort en faveur du logement social (de l'ordre de 20% en termes d'unités soutenues) est consacrée à des logements sociaux occupés par leurs propriétaires, même si l'essentiel de l'action se concentre sur la construction (46 % du total) ou la rénovation (31 % du total) de logements locatifs sociaux.

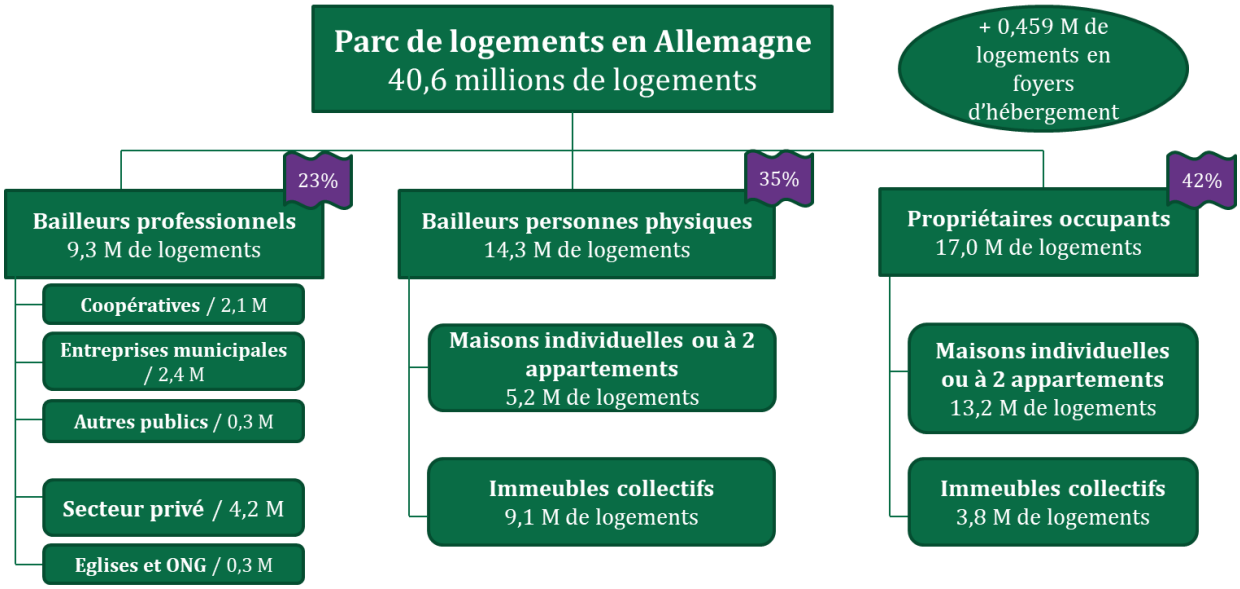
Tableau 11 : Effort global en faveur du logement social (2017)

Nature des opérations	Nombre de logements concernés	Part en %
Accession sociale – Construction neuve	2 367	4
Accession sociale - Rénovation	7 450	13
Accession sociale - Rachat dans le parc existant	2 143	4
Locatif social – Construction neuve	26 231	46
Locatif social - Rénovation	18 102	31
Locatif social – Rachat dans le parc existant	1 257	2
Total	**57 550**	**100**

Source : Rapport du gouvernement fédéral sur l'utilisation des sommes versées pour la compensation des transferts en matière de logement, 2017.

Il convient toutefois de nuancer le diagnostic sur l'attrition du parc social, du fait que **subsiste un « parc quasi social » non négligeable**, comme le fait ressortir le graphique ci-dessous. En 2014, sur 23,6 millions de logements locatifs, 14,3 millions relèvent de bailleurs personnes physiques et 9,3 millions relèvent de loueurs professionnels, dont 2,1 millions relèvent de coopératives, 2,4 M de sociétés de logement municipales, 0,3 million d'autres entreprises publiques et 0,3 million d'organismes à but non lucratif (églises). **Les « institutionnels à but non lucratif » gardent donc un poids total supérieur dans le parc locatif aux « institutionnels privés » (5,1 millions de logements contre 4,2 millions).** Cette place des « institutionnels à but non lucratif » est bien supérieure au parc locatif social *stricto sensu* : à supposer que ce dernier soit détenu à 75 % par les institutionnels à but non lucratif (soit de l'ordre de 1,050 à 1,2 million de logements) et à 25 % par les institutionnels privés, le parc de ces « institutionnels à but non lucratif » serait composé à plus de 80 % de logements « libres ». Toutefois, selon les interlocuteurs rencontrés, ces bailleurs appliquent à l'ensemble de leur parc des pratiques en termes de politique des loyers et de sélection des locataires qui restent très proches de celles prévalant dans le parc social, même après expiration du conventionnement.

Graphique 4 : Structure du parc de logements en Allemagne, 2014



Source : GdW, Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V., 2018, sur la base de données tirées du « micro-recensement » de 2014 publiées en décembre 2016.

Une singularité majeure de la situation allemande reste toutefois la constitution de groupes privés importants (Vonovia, Deutsche Wohnen), actifs sur le marché du logement locatif et en particulier du logement abordable. Ils gèrent avant tout un **parc déjà largement amorti**, issu d'acquisitions successives auprès d'acteurs publics s'étant désengagé du secteur du logement locatif. Cela leur permet de consentir des loyers qui restent extrêmement bas (le loyer moyen sur l'ensemble du parc de Vonovia s'établit à 6,52 euros par m^2 à la fin 2018). Leur modèle économique semble avant tout reposer sur les loyers – et la capacité à valoriser l'actif en effectuant des travaux conduisant à une hausse des loyers. Ainsi, le loyer moyen par m^2 pour Vonovia est passé de 5,58 euros (2014) à 6,52 euros (2018), soit + 17 % en quatre ans sous l'impact conjugué des clauses d'indexation, des nouveaux baux conclus après sortie des locataires en place et des hausses de loyer consécutives à travaux de modernisation[23]. Ces opérateurs construisent toutefois peu de logements, étant donné que les coûts de construction conduiraient à des loyers au m^2 de l'ordre de 12 à 15 euros, nettement supérieurs au loyer moyen sur leur parc actuel. Ils semblent certes avoir augmenté leur effort d'investissement ces dernières années pour répondre à la demande accrue, mais une part prépondérante des constructions neuves est soit destinée à la vente, soit proposée à des niveaux de loyer qui les mettent *de facto* hors de portée de la majorité de la population.

Encadré 4 : Présentation de Vonovia

Vonovia est le principal groupe privé allemand dans le domaine du logement. Il gère près de 400 000 appartements, dont 350 000 environ en Allemagne et le reste en Autriche et en Suède. Vonovia compte près de 10 000 employés et sa capitalisation boursière est de l'ordre de 24 Md€.

Vonovia est à l'origine issue de la consolidation des filiales logement de plusieurs entreprises de réseau (opérateurs régionaux d'électricité tels VEBA, RWE et Eon, société des chemins de fer, distributeur en produits pour le bâtiment Raab Karcher). Sous le nom de Deutsche Annington et avec comme actionnaire un fonds de private equity britannique (Terra Firma), elle est devenue dès 2005 (acquisition de Viterra, filiale logement d'EON, portant son parc total de logements à 230 000 unités) le numéro 1 du marché allemand du logement. La société a été introduite en bourse en juillet 2013 et cherche depuis 2015 des relais de croissance à l'étranger. Ses principaux actionnaires sont le fonds souverain norvégien (7 % du capital) et une série de fonds d'investissement (Lansdowne Management and Partners, Fidelity, The Vanguard Group, BlackRock…).

[23] Les règles relatives à l'encadrement des loyers en Allemagne autorisent une augmentation des loyers pour les locataires en place dans le logement libre afin (i) de résorber une partie de l'écart entre le loyer d'un logement donné et le prix de marché (ii) d'intégrer au loyer un certain pourcentage des travaux d'amélioration réalisés par le propriétaire.

Annexe V

Les caractéristiques principales du modèle économique de Vonovia peuvent être résumées ainsi :

- un modèle axé sur la gestion locative d'un parc de logements d'entrée et de moyenne gamme détenu sur le long terme (l'appartement « moyen » de Vonovia est un appartement de l'ordre de 62 m^2 pour un loyer mensuel de 400 euros hors charges, soit environ 6,50 euros le m^2, et une valeur moyenne estimée au m^2 de l'ordre de 1 700 euros) ;
- une part très minoritaire des « logements sociaux » au sens de la règlementation allemande, qui ne représentent que 15 à 20% du parc de Vonovia, le reste étant des logements « libres » (sous réserve de l'encadrement général des loyers qui existe en Allemagne) ;
- une concentration sur les zones géographiques les plus attractives (*Schwarmstädte* : métropoles de la Bavière, du Bade-Wurtemberg et de la vallée du Rhin, Francfort, Hanovre, Hambourg, Berlin, Dresde, Leipzig) ;
- un degré élevé de « massification » et de professionnalisme dans la gestion du parc, reposant (i) sur la « taille critique » atteinte dans les zones géographiques où est présente Vonovia (ii) sur l'industrialisation et la numérisation avancées des processus tels la facturation des charges et l'intermédiation locative (iii) sur l'internalisation des fonctions de maintenance / travaux et d'entretien des espaces verts (plus de 5 000 employés à temps plein pour les travaux de maintenance, petites réparations et la conduite de chantier sur les travaux de plus grande envergure ; plus de 660 employés pour l'entretien des espaces verts) ;
- un effort d'entretien soutenu (430 M€ en 2018, soit 17,72 € / m^2 - supérieur à la moyenne des entreprises du secteur en 2017, qui était de 15,84 € / m^2) se traduisant par une bonne qualité du parc et un taux de vacance très faible (2,4% au 31 décembre 2018) ;
- une valorisation du parc par des travaux d'entretien et de rénovation conduisant à une hausse significative des loyers. Le montant moyen des loyers au m^2 est ainsi passé de 5,58 € par m^2 (décembre 2014) à 6,52 € par m^2 (décembre 2018). La hausse de + 4,4 % enregistrée en 2018 se décompose essentiellement en + 1,3 % d'indexation générale et + 2,9 % de revalorisations liées à des travaux de modernisation et d'efficience énergétique, le reliquat (+ 0,2 %) correspondant à un effet de structure du parc (constructions neuves). Vonovia indique toutefois qu'il existe un mécanisme réglementaire de 'lissage' des augmentations de loyers consécutives à travaux pour les locataires en place (limitation à 8 % du montant des travaux de l'augmentation du loyer annuel qui peut être demandée au locataire ; plafonnement à 2 € / m^2 de l'augmentation du loyer mensuel qui peut être enregistrée sur un seul exercice). En pratique, l'augmentation moyenne du loyer mensuel pour les appartements ayant fait l'objet de travaux serait de l'ordre de 1,50 € / m^2), mais les hausses de loyer peuvent toutefois apparaître significatives en pourcentage (+ 10 à + 30 %) compte tenu d'un niveau de départ souvent très bas ; de facto, le parc géré par Vonovia a connu sur la période 2006-2016 une augmentation du loyer moyen de l'indice 100 à l'indice 127,6, soit deux fois plus rapide que l'indice moyen du marché locatif allemand, qui est passé sur la même période de l'indice 100 à l'indice 113,1 .
- une sélection des locataires qui reste largement entre les mains de l'opérateur. Pour les logements sociaux conventionnés, le choix de Vonovia se limite certes à la population éligible (titulaire d'un *Wohnberechtigungsschein*, ou droit à occuper un logement social), mais l'opérateur est sous cette réserve libre dans ses choix d'attribution. Pour le parc « libre », Vonovia n'est soumise à aucune obligation quant au choix des locataires. Au total, les locataires de Vonovia se rapprochent plus d'un profil « logement intermédiaire » (professions intermédiaires, employés, ouvriers) même si Vonovia estime à 17 % le pourcentage de locataires bénéficiaires de minimas sociaux.
- un effort de construction en hausse, notamment depuis l'acquisition récente d'un constructeur autrichien (BUWOG), mais qui reste limité (environ 12 000 logements en cours) d'autant qu'une part prépondérante des constructions nouvelles fait l'objet d'une revente immédiate et ne rejoint donc pas le parc locatif. L'article de presse cité plus haut estimait que Vonovia avait mis sur le marché en 2017 environ 1 000 nouveaux logements locatifs, soit l'équivalent de 0,3 % de son parc total en Allemagne.

3.2. Difficultés rencontrées et solutions esquissées

Alors que le marché allemand était largement perçu comme étant en équilibre jusque vers la fin des années 2000, la forte hausse des prix (à la location comme à l'achat) enregistrée depuis est perçue comme l'indice d'une **dégradation des conditions de marché**.

Cette augmentation des prix est à mettre en partie sur le compte de **l'accroissement démographique et de l'augmentation du nombre des ménages**, liés notamment à la forte hausse de l'immigration (intra-européenne et extra-européenne depuis 2011, et particulièrement au choc de la période 2015-2016, qui aura vu plus d'un million d'entrées d'étrangers extra-européens en Allemagne). Cette reprise démographique s'accompagne d'une **métropolisation croissante** : la croissance démographique se concentre sur les grandes villes de l'Est (Berlin, Dresde, Leipzig[24]) et les zones les plus dynamiques du Sud de l'Allemagne occidentale (régions de Munich et de Stuttgart, espace Rhin-Main autour de Francfort).

En regard, le nombre de logements mis sur le marché a connu **une certaine reprise depuis un creux atteint en 2009-2010 à environ 150 000 logements** ; cependant, avec 284 800 logements en 2017, le chiffre des constructions neuves reste encore inférieur au niveau atteint en 2002 (289 600 logements) et au niveau minimal estimé pour faire face aux besoins (de l'ordre de 350 000 logements / an).

Le rapport 2019 des « Sages de l'Immobilier »[25] fait état d'une **hausse de + 36,8 % depuis 2007** du loyer au m² pour un nouveau bail d'un logement-type dans l'ancien (3 chambres, 80 m², équipement et situation moyenne, ancienneté de la construction de l'ordre de 30 ans), pour atteindre un niveau de **7,06 euros / m²**. Dans pas moins de neuf villes, les loyers ont augmenté de plus de 50% depuis 2007.

Tableau 3 : Eléments sur les loyers au m² en Allemagne

Localisation	Loyer brut en euros par m²	Croissance en %
Allemagne de l'Ouest – agglomérations (kreisfreie Städte)	8,29	+ 4,3
Allemagne de l'Ouest – zones rurales (Landkreise)	7,02	+ 4,1
Allemagne de l'Est – agglomérations hors Berlin	6,48	+ 2,4
Allemagne de l'Est – zones rurales	5,67	+ 2,4
Munich	16,54	+ 6,8
Stuttgart	13,16	+ 7,8
Francfort	12,58	+ 5,7
Hambourg	10,90	+ 5,7
Düsseldorf	10,42	+ 4,9
Cologne	10,23	+ 4,7
Berlin	10,04	+ 9,2
Total – moyenne ensemble de l'Allemagne	**7,06**	**+ 3,9**

Source : rapport 2019 du Conseil des Sages de l'Immobilier, données valant pour un appartement de 3 chambres, 80 m², de niveau d'équipement et de localisation moyenne.

L'augmentation du niveau de loyer doit toutefois être relativisée : **le prix observé dans les « zones tendues » en Allemagne reste toujours nettement inférieur aux prix de marché observés dans la région Ile-de-France** (31,4 euros / m² sur Paris intra-muros, 23,9 Hauts-de-Seine, 18,6 Seine-Saint-Denis et 20,4 Val-de-Marne, pour une moyenne de 23 euros / m² sur l'ensemble de l'Ile-de-France)[26].

---

[24] Leipzig a ainsi vu sa population croître de +14,2% entre 2011 et 2017 (de 510 000 à 582 000 habitants).

[25] Rapport début 2019 du Conseil des Sages de l'Immobilier *(Rat der Immobilienweisen*), publié pour le compte du *Zentraler Immobilien Ausschuss e.V.* (fédération centrale de l'immobilier). Disponible sous https://www.zia-deutschland.de/fileadmin/Redaktion/Meta_Service/PDF/Immoweisen_2019_web.pdf

[26] Statistiques 2019 trouvées sur le site « seloger.com ».

Au total, le modèle allemand a pu sembler efficace et économe en argent public mais son succès pendant les années 1990 à 2010 était **lié pour une bonne part aux circonstances de son adoption** : longue période de basse pression démographique, niveau initial des loyers et des valeurs immobilières très bas et ne connaissant pas de tension pendant la longue période de marasme post-réunification dont l'Allemagne n'est sortie que vers le milieu des années 2000, taille importante et qualité du parc social au début de la période.

Depuis le début des années 2010 et surtout depuis deux ou trois ans, ce modèle est sujet à certaines critiques, qui **ont conduit l'Etat fédéral à s'emparer à nouveau du sujet du logement**. Un « Plan Logement » a été adopté en 2018 avec pour objectif la construction de 1,5 million de logements en quatre ans (soit 375 000 logements par an, en hausse notable par rapport au rythme de construction actuel inférieur à 300 000 logements). Le secteur du logement social ne représente toutefois qu'une part très faible de cet objectif global (100 000 logements sur quatre ans). Les moyens pour atteindre cet objectif sont essentiellement d'ordre règlementaire (simplification des normes, mobilisation du foncier) mais comportent aussi un effort financier du Bund de l'ordre de 5 Mds€ sur quatre ans.

Pour autant, le retour vers un modèle centré sur les acteurs publics et le logement social n'est pas perçu comme réaliste ni même souhaitable par la majorité des parties prenantes. Un débat a certes pu apparaître sur la place des acteurs financiers et la nécessité d'un « retour des acteurs publics » dans la politique du logement (certains partis politiques – les Verts, la Gauche radicale et une partie des sociaux-démocrates – défendant l'octroi d'avantages fiscaux aux bailleurs non lucratifs et le retour à un système proche de celui prévalant avant 1989 - (« *Neue Gemeinnützigkeit* »).[27] Mais **la transition vers un modèle davantage orienté vers les signaux de marché et incorporant un recours important aux capitaux privés est perçu comme difficilement réversible**, surtout dans les zones où les pouvoirs publics (collectivités locales) se sont largement dessaisies de leurs leviers d'action (vente de tout ou partie du parc de logement détenu via des sociétés municipales, amaigrissement des services en charge de l'urbanisme…). Il est toutefois à noter que des référendums d'initiative locale ont eu lieu récemment (à Landshut[28] à l'automne 2018, à Osnabrück[29] fin mai 2019) et ont imposé aux exécutifs locaux la création d'une société de logement municipale dans des villes qui ne disposaient pas ou plus de cet outil. La situation très médiatisée du marché du logement à Berlin mérite également un éclairage particulier, présenté dans l'encadré 5.

[27] Cf. discussions du colloque « *Wohnungspolitik neu positionieren* », qui s'est tenu à Berlin le 24 janvier 2017.

[28] Ville d'environ 70 000 habitants en Bavière, proche de Munich.

[29] Ville d'environ 160 000 habitants en Basse-Saxe.

Encadré 5 : Évolutions récentes de la situation du logement à Berlin

La ville de Berlin compte 3,6 millions d'habitants répartis en 2 millions de ménages sur une superficie de km^2, six fois supérieure à celle de Paris. Le parc de logements s'élève à 1,932 million, dont 1,639 million de logements locatifs. Les logements sociaux sont au nombre de 199 000 (en baisse de 8 700 logements par rapport à 2016, répartis entre 80 000 logements détenus par des acteurs privés, 92 000 logements détenus par des sociétés municipales et 27 000 logements détenus par des coopératives) et représentent donc 12,1% du parc total de logements locatifs. Les logements du parc « quasi-social » (sortis juridiquement du parc social mais détenus par des sociétés municipales ou des coopératives) représentent 365 000 logements supplémentaires, soit 23% du parc locatif (208 000 logements municipaux, 157 000 logements détenus par des coopératives). Le parc privé libre représente donc les deux tiers du parc locatif berlinois.

La ville a connu depuis la fin des années 2000 une croissance démographique soutenue (+ 300 000 habitants sur la période 2011-2017), allant de pair avec une croissance économique qui a ramené le taux de chômage à 8,1 % en 2018, encore nettement au-dessus de la moyenne nationale (5,2 %) mais en constante amélioration par rapport au sommet atteint en 2005 (19 %) et au niveau qui prévalait encore en 2009 (14 %).

Cette dynamique s'est reflétée dans l'évolution des loyers, avec un loyer médian pour les nouvelles locations qui est passé de 6,47 euros / m^2 en 2011 à 10,70 euros / m^2 à la fin du 4ème trimestre 2018. Berlin a ainsi vu le niveau des loyers rattraper celui observé dans des villes ouest-allemandes historiquement plus riches, telles que les villes de Cologne (11,00 euros / m^2) ou d'Hambourg (11,45 euros / m^2) et ne reste nettement distancée que par la ville de Munich (loyer médian pour les nouvelles locations de l'ordre de 17,30 euros / m^2). Moins de 9% des appartements proposés à la location le sont désormais à un loyer inférieur à 7 euros / m^2.

Une déconnexion assez nette est ainsi apparue entre l'évolution des loyers (+ 24,5 % sur la période 2013-2017), l'évolution des loyers de référence de l'observatoire des loyers (+ 15,3 % sur la même période) et celle du pouvoir d'achat disponible par habitant (estimée à + 8,3 %).

L'effort de construction a repris après un point bas au milieu des années 2000 (à moins de 4 000 logements) et les mises en service ont dépassé 15 000 logements en 2017.

Les tensions observées sur le marché locatif à Berlin ont conduit à des manifestations importantes en avril 2019, avec plus de 40 000 manifestants. Il est notamment reproché à la ville de Berlin d'avoir privatisé au début des années 2000 plus de 100 000 logements, dont la majorité se retrouvent désormais en possession de l'opérateur privé Deutsche Wohnen . Une pétition avait été lancée demandant l'expropriation de tous les bailleurs privés possédant plus de 3 000 logements, soit un total de douze bailleurs détenant 240 000 logements et potentiellement une indemnisation requise de l'ordre de 30 Mds€ (sur la base de 120 000 € pour le prix moyen d'un logement), bien au-delà des possibilités financières de la ville de Berlin, déjà l'une des plus endettées d'Allemagne. Elle a recueilli 77 000 signatures et pourrait déboucher sur un référendum municipal.

Sans se rallier à cette demande, la ville de Berlin, gouvernée par une coalition entre le SPD (sociaux-démocrates), Die Linke (extrême-gauche) et Die Grünen (écologistes), a annoncé mi-juin 2019 le prochain dépôt d'un projet de loi au Parlement régional. Ce projet de loi viserait à imposer un gel des loyers sur une période de cinq ans, même en cas de nouveau contrat de bail conclu avec un nouvel occupant (le loyer d'entrée étant censé dans ce cas reprendre le loyer de sortie du précédent occupant). En cas de travaux, elle interdit toute augmentation du loyer supérieur à 0,50 euro par m^2 et par mois, sauf autorisation expresse accordée par l'administration. Elle prévoit toutefois des dérogations en faveur de propriétaires en état de détresse économique, auquel cas les aides personnelles au logement viendraient compenser l'augmentation de loyer subie par le locataire. Le dépôt de ce projet de loi est prévu pour l'automne et son entrée en vigueur pour début 2020.

Suite à cette annonce, Deutsche Wohnen (principal opérateur privé du logement à Berlin, où il détient plus de 120 000 logements, soit 70% de son parc estimé à 167 000 logements) a annoncé le 22 juin 2019 un engagement, valable pour cinq ans à compter du 1er juillet 2019, de limiter pour l'intégralité de son parc les hausses de loyer de telle sorte que le taux d'effort de l'occupant ne passe pas au-dessus de 30% de son revenu. Deutsche Wohnen s'est également engagée à réserver 25% des nouvelles mises en location à des locataires éligibles à des logements sociaux, titulaires de Wohnungsberechtigungsschein. Ces engagements ont été présentés comme révocables dans l'hypothèse où le marché du logement subirait une nouvelle mesure de régulation que Deutsche Wohnen jugerait susceptible de perturber son équilibre économique. Même si Deutsche Wohnen a indiqué que cet engagement volontaire ne constituait pas une réponse directe aux intentions affichées par la ville de Berlin et que la réflexion sur ce sujet avait débuté bien antérieurement aux annonces berlinoises, le maire de Berlin a salué les déclarations faites par Deutsche Wohnen.

3.3. Enseignements pour la France

L'exemple de l'Allemagne confirme **l'attractivité du secteur du logement social ou « abordable » pour les capitaux privés**, sous réserve que certaines conditions soient remplies (cession d'un parc suffisant pour permettre des économies d'échelle ; relative stabilité du cadre règlementaire ; possibilité de servir une rémunération suffisante aux investisseurs notamment en « valorisant » les travaux d'entretien et de rénovation effectués par des hausses de loyer et par une prise en compte dans le bilan comptable ; possibilité de cession d'une partie du parc, même si l'essentiel du flux de revenus provient des loyers encaissés).

Les grands opérateurs professionnels mis en place en Allemagne sont toutefois avant tout des gestionnaires de parc et pas des constructeurs. **Il semble donc nécessaire d'intégrer au modèle une dimension « effort de construction » pour éviter une attrition du parc** (obligation contractuelle pour l'opérateur privé de construire un certain nombre de logements, obligation pour la collectivité cédant les logements sociaux de réinvestir les fonds dans le logement social ou « abordable »).

Le caractère **non réversible des changements** (en Allemagne, la reconstruction d'un parc substantiel de logements sociaux semble désormais hors d'atteinte, pour des raisons de disponibilité foncière et de coût financier) incite par ailleurs à une certaine prudence et à privilégier le recours à l'expérimentation.

ANNEXE V

PIÈCE JOINTE 1

Note du CGEDD
Le dispositif du « right to buy » au Royaume-Uni

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

MINISTÈRE DE LA TRANSITION
ÉCOLOGIQUE ET SOLIDAIRE

MINISTÈRE DE LA COHÉSION
DES TERRITOIRES ET DES RELATIONS
AVEC LES COLLECTIVITÉS TERRITORIALES

Conseil général de l'écologie et du développement durable

Section Logement, cohésion sociale, développement territorial

Paris, le 2 mai 2019

Objet : le dispositif du « *right to buy* » au Royaume-Uni

La France et le Royaume-Uni sont des pays comparables en termes de population et de développement économique et font partie des quelques pays d'Europe où le logement social représente une partie importante du parc de logements (cf. l'analyse comparée du logement social au Royaume Uni et en France en annexe).

Il peut donc être pertinent d'analyser la politique de logement social du Royaume-Uni avec un point d'attention particulier sur Londres, pour en tirer des enseignements pour la politique à mener en la matière en France, ce d'autant que cette politique se caractérise par des orientations très marquées avec des mesures fortes prises depuis 40 ans par les gouvernements conservateurs, qui sont idéologiquement opposés au logement social car il incarne, selon eux, une forme de dépendance des locataires vis-à-vis de l'État.

Le « *right to buy* » pour les locataires des logements locatifs sociaux a été introduit par les conservateurs en 1980 au Royaume-Uni dans un objectif d'accession à la propriété dans un premier temps, puis a été complété par un objectif d'autofinancement pour le logement social afin de réduire les dépenses publiques dans un second temps. Il est emblématique de la politique conservatrice même s'il n'a, jusqu'ici, pas été remis en cause mais seulement ajusté par les gouvernements travaillistes (1).

Cette politique de vente massive des logements sociaux associée à la baisse continue des financements publics destinés à ce secteur a toutefois eu des conséquences autres sur le long terme que l'augmentation du taux de propriétaires au Royaume-Uni et que l'atteinte d'un objectif de réduction des dépenses publiques. Elle a conduit à :

- une « résidualisation » du logement social public, c'est-à-dire à un ciblage vers les populations les plus défavorisées, survenue à travers la privatisation d'une part importante d'un patrimoine public,
- une confiscation des logements du *« right to buy »* au profit quelques grands bailleurs privés transformant la politique du « *right to buy* » en « *buy to let* »,
- la hausse des dépenses de logement tant pour les ménages locataires que pour la collectivité publique qui a vu le poids des aides personnelles au logement s'alourdir,
- un déclin massif de la production de logements sociaux neufs,

donnant un parc social à l'étiage dans l'incapacité de répondre à la demande de logements à loyer abordable. C'est pourquoi cette politique fait aujourd'hui débat en Angleterre après les dernières propositions des conservateurs pour étendre le « *right to buy* » alors que les constats sur son impact sur le long terme aujourd'hui connus amènent plutôt les travaillistes à revoir le modèle. (2).

I. Le dispositif de *« right to buy »* qui existe depuis près de 40 ans en Grande-Bretagne est un des marqueurs forts de la politique du logement menée par les conservateurs.

1) Le « right to buy » a été créé au Royaume-Uni par les conservateurs et renforcé dans les années 80 et 90 pour développer l'accession à la propriété[1].

La création du « *right to buy* » en 1980

En 1980, le Gouvernement conservateur de Margaret Thatcher a instauré, pour les locataires de logements sociaux dont les propriétaires sont des collectivités territoriales (« *council housing* »), le droit d'acheter (« *right to buy* ») leur logement à un prix plus bas que le prix de marché.

Les dispositions législatives de la *Housing Act* de 1980 prévoyaient qu'il fallait avoir été locataire d'un logement pendant 3 ans au minimum pour bénéficier d'une décote sur son prix de vente allant de 33 % à 50 % pour ceux qui en étaient locataires depuis au moins 20 ans, avec un plafond de 50 000 £. Cette décote devait toutefois être remboursée au *pro rata* du temps écoulé si le logement cédé par l'organisme de logement social était revendu dans les 5 années suivant la cession[2].

Le renforcement du « *right to buy* » dans les années 1980 et 1990

Au cours des années 80 et 90, les gouvernements conservateurs successifs ont introduit des modifications pour augmenter la portée du « *right to buy* » :

- *Housing and Building Control Act* de 1984 : l'exigence sur le temps de location nécessaire pour bénéficier du droit est réduite à deux ans et le taux maximal de réduction du prix de vente passe à 60 % pour les locataires depuis 30 ans.
- *Housing and Planning Act de 1986* : les ventes de maisons étant plus dynamiques que celles d'appartements, la réduction de prix de vente après deux ans de location passe pour ces derniers de 33 % à 44 % et le taux maximal de réduction est augmenté à 70 % pour les locataires depuis 15 ans ou plus, avec un plafond à 50 000 £. La période pendant laquelle un remboursement de la décote est dû passe de 5 à 3 ans.
- *Housing Act de 1988* : une procédure de retard est créée pour les ventes qui tardent à être mises en œuvre, ce qui permet au locataire candidat à l'achat de décompter du prix de vente final les loyers payés à partir de la notification de retard ; le plancher pour la décote par rapport au prix de vente du marché est supprimé pour les biens immobiliers de plus de 8 ans.
- *Local Government and Housing Act* de 1989 : les collectivités territoriales qui vendent leurs logements sociaux dans le cadre du *« right to buy »* doivent réserver 75 % du produit de la vente pour la diminution de la dette nationale.
- *Leasehold Reform, Housing and Urban Development Act* de 1993 : le dispositif du « *right to buy »* collectif pour un immeuble est octroyé aux locataires des appartements de cet immeuble sous certaines conditions ;
- *Housing Act* de 1996 : le dispositif du *« right to buy »* s'applique également aux associations de logements sociaux pour les biens immobiliers construits après 1997 pour leurs locataires depuis au moins 2 ans avec des taux de réduction de prix de vente beaucoup plus faibles néanmoins que ceux accordés aux locataires des logements sociaux d'une collectivité territoriale.

2) Une territorialisation de l'application du « right to buy » a été mise en place par les travaillistes avec notamment le transfert de la compétence sur le logement.

Si le gouvernement travailliste (1997-2010) ne remet pas en cause le dispositif du *« right to buy »* introduit durant la période précédente en tant que tel, il transfère la compétence relative au

---

[1] En complément de la privatisation du stock de logements publics par vente à ses anciens locataires (programme « Right to buy »), les gouvernements conservateurs ont aussi contribué à libéraliser l'accès au crédit pour les ménages.

[2] *Briefing paper « Extending the right to buy (England) » – House of Commons Library* – 30 décembre 2015.

logement aux exécutifs des Nations constitutives du Royaume-Uni en 1998[3]. Cette décentralisation conduit à des approches différentes du *« right to buy »* en Angleterre, en Écosse, au Pays de Galles et en Irlande du Nord depuis lors.

- En Angleterre :
  - Entre 1997 et 2010, les décotes sur les prix de vente aux locataires de logements sociaux ont été territorialisées et largement réduites dans les zones où des tensions sur le logement existent : en 1999, le plafond national de 50 000 £ est remplacé par des plafonds allant de 38 000 £ à Londres à 22 000 £ dans le Nord-est de l'Angleterre ; puis, en 2003, le plafond est réduit à 16 000 £ dans les collectivités territoriales du Sud-est de l'Angleterre et dans tous les arrondissements de Londres sauf deux ;
  - La période de 2 ans de location pour être éligible au dispositif a été augmentée à 5 ans et la période de remboursement est repassée de 3 à 5 ans (*Housing Act* de 2004) ;
  - Des restrictions ont aussi été introduites sur la revente des logements achetés à travers le dispositif du « *right to buy* » dans des zones rurales identifiées (*Housing Act* de 2004).
- En Écosse et au Pays de Galles, le « *right to buy* » a fini par être supprimé respectivement en 2016 et en 2018 en raison de la diminution forte du stock de logement locatif social et de l'allongement des files d'attentes du secteur public, l'expérience ayant montré que les logements vendus n'étaient pas remplacés. L'Écosse avait auparavant mis en place un « *right to buy* » modernisé[4].

3) Le « right to buy » a été redynamisé par la coalition conservatrice-libérale dans les années 2010 pour relancer l'accession à la propriété dans le cadre d'une politique de réduction des dépenses publiques.

La relance du *« right to buy »* :

A compter du retour au pouvoir des conservateurs en 2010[5], de nouvelles mesures[6] pour renforcer le « *right to buy* » sont mises en œuvre :

- En 2012, augmentation du plafond (porté à 75 000 £ dans toute l'Angleterre en supprimant l'adaptation des plafonds selon les territoires) de la réduction maximale ainsi que des décotes du prix de vente avec :
  - Pour une maison : une décote de 35 % de la valeur du bien augmentée de 1 % pour chaque année supplémentaire depuis la première année d'éligibilité au dispositif jusqu'à un maximum de 60 % ;
  - Pour un appartement : une décote de 50 % de la valeur du bien augmentée de 2 % pour chaque année supplémentaire depuis la première année d'éligibilité au dispositif jusqu'à un maximum de 70 % ;

  Le produit des ventes doit être réinvesti pour remplacer chacun des logements vendus.
- En 2013, augmentation de ce même plafond à 100 000 £
- En 2014 : augmentation du plafond de la décote à 70 % pour les maisons et indexation de ce plafond sur l'inflation ;

---

[3] Transfert de compétences opéré à travers le *Scotland Act* de 1998, le *Northern Ireland Act* de 1998, and le *Government of Wales Act* de 1998 (modifié depuis lors par d'autres transfert de compétences). Source : https://www.gov.uk/guidance/devolution-of-powers-to-scotland-wales-and-northern-ireland#background-to-devolution

[4] « *Comparison of Right to buy policies in England, Scotland, Wales and Northern Ireland* » - Elizabeth Parkin Wendy Wilson -Juin 2017.

[5] Gouvernement du David Cameron, parti conservateur, Premier ministre de 2010 à 2016.

- En 2010, David Cameron est désigné après les élections générales qui débouchent sur un Parlement sans majorité conduisant à, une coalition des conservateurs arrivés en tête avec les libéraux-démocrates ;
- En 2015, il est désigné après la victoire des conservateurs aux élections générales du Parlement.

[6] *Memorandum « Department for Communities and Local Government - Extending the Right to Buy »* pour la Commission des comptes publics de la Chambre des Communes – National Audit Office (NAO), équivalent britannique de la Cour des comptes, en charge du contrôle financier externe et de l'évaluation de la performance des politiques publiques (*value for money*) – Mars 2016,

- *Deregulation Act* de 2015 : la période de location nécessaire pour être éligible au dispositif passe de 5 ans à 3 ans.

L'extension du « *right to buy* » aux bailleurs sociaux privés (« *Housing associations* »)

Après l'élection générale de 2015 pour élire un nouveau Parlement, le gouvernement conservateur a annoncé souhaiter étendre le « *right to buy* ». Le *Housing and Planning Bill* de 2015 visait ainsi à permettre aux bailleurs associatifs (« *housing associations)* de vendre à leurs locataires les logements sociaux qu'ils occupent aux mêmes conditions que les locataires des logements sociaux des collectivités territoriales (« *councils* »), c'est-à-dire avec la même décote par rapport aux valeurs de marché.

Toutefois, *dans* la *Housing and Planning Act* de 2015, contrairement aux collectivités locales, les associations de logement social ont acquis la possibilité de ne pas vendre le logement : il s'agit d'un « *voluntary right to buy scheme »* compatible avec leur caractère privé. Elles peuvent ainsi refuser quand le logement est difficile à remplacer, quand il s'agit de structures de logement accompagné ou si le logement a été construit uniquement avec des fonds privés.

Une compensation financière du montant de la décote est prévue pour les bailleurs associatifs ayant choisi de vendre pour leur permettre de disposer de ressources supplémentaires pour construire des logements sociaux. A l'instar des collectivités locales, les associations ont ensuite trois ans pour démarrer la construction ou pour acheter un logement de remplacement du logement vendu[7].

[7] « *Incentivising the right to buy* » - *House of commons library, Social policy section*, Wendy Wilson - juin 2014

II. Le recul permet aujourd'hui d'identifier les conséquences sur le long terme du « *right du buy* » et, plus largement, de la politique britannique relative au logement social.

1) Le parc social a été considérablement réduit et « privatisé ».

La réduction du parc social par la vente aux occupants de logements sociaux

2 millions de logements sociaux ont été vendus dans le cadre du *« right to buy »* entre 1980 à 2018 en Angleterre[8], le dynamisme des ventes évoluant sur la période en lien direct avec l'intérêt de la décote : fortes ventes de 1980 au début des années 2000, puis reprise à compter de 2012 avec un niveau qui reste largement inférieur à celui des années 80, 90 et 2000 (cf. *infra* figure 1).

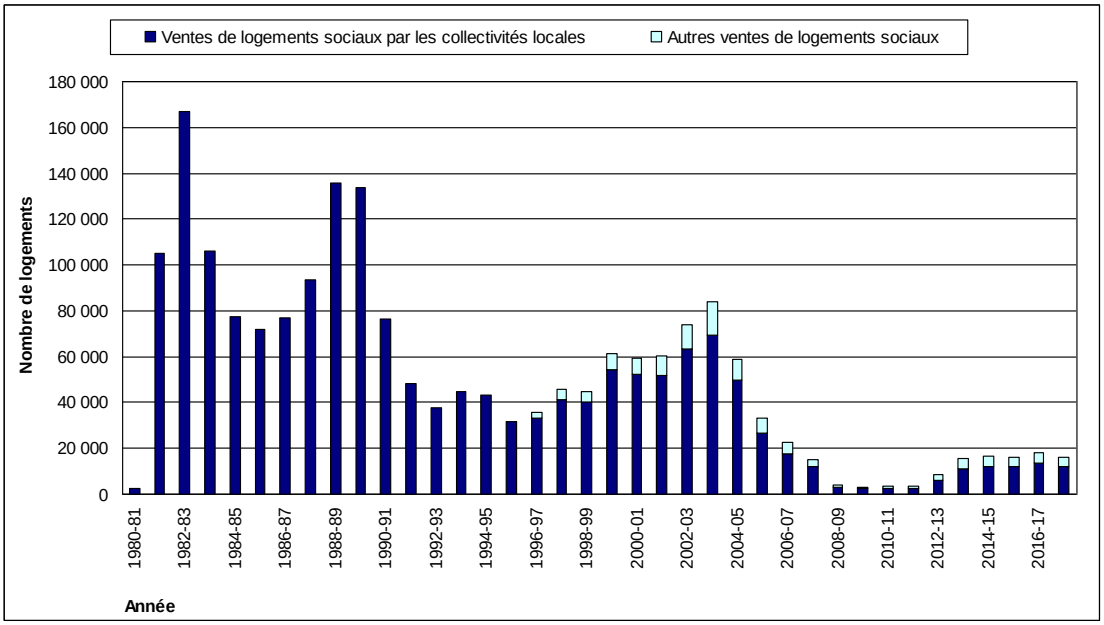


Figure 1 : nombre de logements sociaux vendus annuellement en Angleterre entre 1980 et 2018[8]

Le transfert aux bailleurs sociaux privés d'une partie du parc social public

Ce mouvement de passage des logements sociaux dans le secteur privé (anciens locataires devenus propriétaires occupants) associé au transfert d'une partie du parc social détenue par les collectivités aux associations logement à compter de 1986, a conduit à une forte réduction de la taille du parc locatif social géré par les collectivités locales. Ce double mouvement de « privatisation » a fait passer le parc locatif social gérée par les collectivités locales en Grande-Bretagne de 6,5 millions de logements en 1980 à un peu plus de 2 millions en 2016, faisant chuter la part du parc locatif social public de 100 % à 41 %[9], c'est-à-dire d'un monopôle par les collectivités locales sur le parc social à une position minoritaire par rapport aux associations logement.

Aujourd'hui, si 17,5 % des logements britanniques sont la propriété de bailleurs « sociaux », seulement 7,3 % des logements sont la propriété de bailleurs sociaux publics. Néanmoins, ce niveau de logement locatif social britannique reste important comparé à celui d'autres pays européens et est comparable à celui de la France (16,8 % en 2016).

---

[8] Source : figure produite à partir de la table 671 « *Social Housing Sales: Annual Right to Buy Sales for England: 1980-81 to 2017-18* », disponible sur https://www.gov.uk/government/statistical-data-sets/live-tables-on-social-housing-sales#history

A noter que, à compter de 2016-17, les ventes des bailleurs sociaux privés dans le cadre du dispositif du *« voluntary right to buy »* sont intégrées avec les ventes post-transfert du logement par la collectivité territoriale (droit préservé).

[9] Source : table 102 « Dwelling stock: by tenure, Great Britain (historical series) », disponible sur https://www.gov.uk/government/statistical-data-sets/live-tables-on-dwelling-stock-including-vacants

2) In fine, le dispositif du « right to buy » a plus profité à quelques grands bailleurs privés qu'à l'accession à la propriété.

<u>L'accession à la propriété a d'abord bénéficié de la mise en œuvre du « *right to buy* » avant de décroître.</u>

Sous l'impulsion politique donnée par les conservateurs en 1980, la Grande-Bretagne a d'abord connu un fort développement de l'accession à la propriété : le taux de propriétaires est ainsi passé de 50,5 % en 1980 à près de 69 % à son maximum en 1996, mais n'a fait que décroitre depuis lors pour atteindre 62,6 % en 2016[9] (cf. *infra* figure 2).

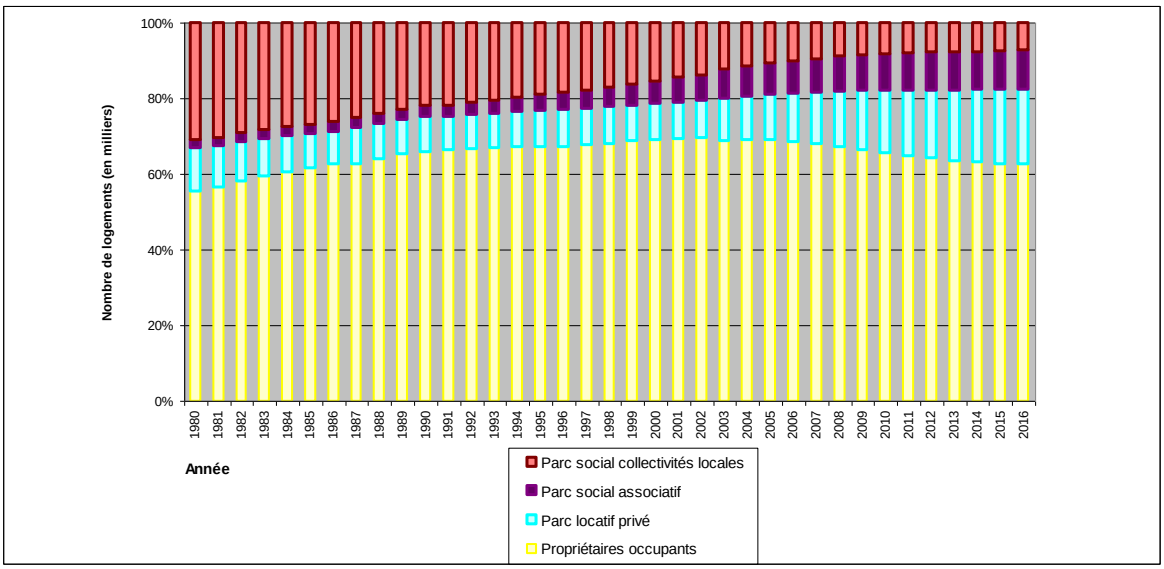


Figure 2 : évolution du stock de logements par statut d'occupation en Grande-Bretagne de 1980 à 2016[9]

Les statistiques du logement pour le Grand Londres montrent une tendance similaire (cf. *infra* figure 3) :

- une diminution du parc social de logements passant de 35 % à 21 % entre 1981 to 2017 ;
- une augmentation de la part des propriétaires occupants dans un premier temps entre 1981 et 2000 (59,6 % de propriétaires occupants), puis une diminution depuis lors jusqu'à 51,4, qui tient pour beaucoup à la diminution des propriétaires occupants achetant avec des prêts hypothécaires (cas des anciens locataires des logements sociaux détenus par la collectivité locale ayant acheté dans le cadre du « *right to buy* ») : pour ce qui les concernent, le pic pour l'accession à la propriété survient plus tôt, en 1992, avec 40,2 %, avant le retour en 2017 à un niveau proche de celui de 1981 (respectivement 29,3 % et 28,5 %).

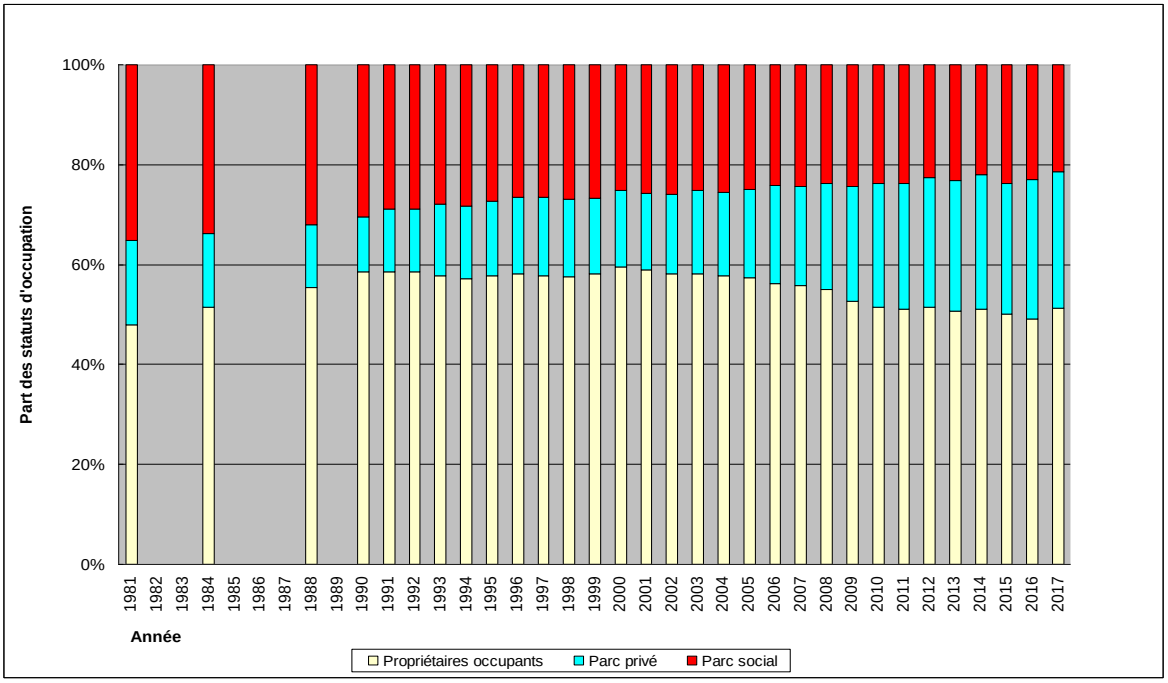


Figure 3 : évolution du stock de logements par statut d'occupation dans le Grand Londres de 1981 à 2017[10]

La migration des logements vendus à leurs occupants dans le parc locatif privé : du « *right to buy* » au « *buy to let* »

Beaucoup de biens en location dans le parc privé sont des logements initialement vendus dans le cadre du « *right to buy* ». Des investisseurs ayant spéculé ont, en particulier, pu acheter des logements dans le cadre de transactions avec le locataire du logement social prévoyant un achat à terme de celui-ci (après qu'il a exercé son *« right to buy »).*

Une première étude en 2013 a montré qu'environ un tiers des logements cédés dans le cadre du « *right to buy* » étaient maintenant la propriété de bailleurs privés, avec quelques exemples symboliques mis en exergue par la presse[11], notamment celui du fils d'un ancien ministre du logement du gouvernement Thatcher, Ian Gow, qui possède aujourd'hui 40 logements issus du *« right to buy ».*

Les analyses détaillées du cas londonien[12] montrent bien que le dispositif du « *right to buy* » a fait passer une part significative de logements sociaux dans le parc locatif privé (plus de 30 % allant jusqu'à plus de 50 % pour trois arrondissements : cf. infra figure 4), alors qu'il visait l'augmentation du nombre de propriétaires occupants dans le cadre d'une politique large d'accession à la propriété menée par les conservateurs[13].

Ces biens initialement publics ont été cédés en dessous du prix du marché.

---

[10] Source : table 1.4 « *Housing in London - The evidence base for the Mayor's Housing Strategy» – Gretarer London Authority* – rapport 2018, dispoible sur https://data.london.gov.uk/dataset/housing-london

[11] Source : « *Meet the new class of landlords profiting from Generation Rent* » – *Guardian Newspapers,* Patrick Collinso – 28 juin 2013, accessible sur https://www.theguardian.com/money/2013/jun/28/new-class-landlords-profiting-generation-rent

[12] Source : schéma extrait du rapport « *Right to Buy: Wrong for London - The impact of Right to Buy on London's social housing* » – Tom Copley, homme politique travailliste, membre de l'Assemblée londonnienne – Janvier 2019.

[13] La politique d'accession sociale à la propriété a été renforcée en avril 2013 par la mise en place du dispositif « *Help to Buy* » en plusieurs volets :

- *« Help to Buy: Equity Loan »* : prêts sur la valeur nette de la propriété, créés pour augmenter la demande de nouveaux logements en rendant les prêts avec hypothèques plus accessibles pour ceux-ci ;
- *« Help to Buy : Shared Ownership »: possibilité d'acheter une part de son logement (entre 25 % et 75 % de la valeur de la maison) et de payer un loyer pur la part restante pour ceux qui ne peuvent pas payer un prêt hypothécaire sur 100% de votre maison,*
- *« Help to Buy: ISA »* : bonifcation de 25 % par l'État de l'épargne pour les primo-accédants..
- *« Help to Buy : Mortgage Guarantee»* (dispositif terminé).

Elles montrent aussi qu'un certain nombre de propriétaires privés tire largement bénéfice des logements vendus dans le cadre du « *right to buy* » ; 466 personnes ou sociétés ont un *leasehold* [14] pour au moins 5 logements[10].

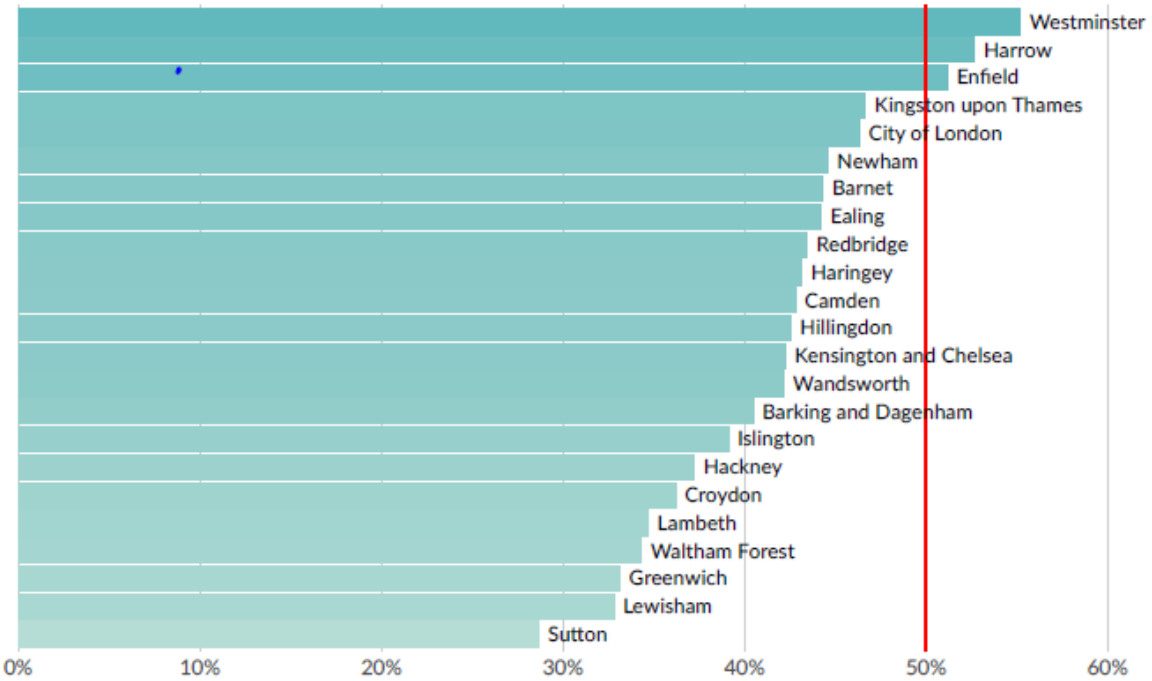


Figure 4 : pourcentage, par arrondissement de Londres, de logements vendus dans le cadre du dispositif « right to buy » qui sont maintenant loués dans le secteur privé[10]

3) Les dépenses se sont accrues pour les ménages locataires comme pour la collectivité publiques versant les aides logement à la personne.

<u>Une augmentation des charges locatives pour les ménages</u>

La mise en location des biens transférés au secteur privé dans le cadre du « *right to buy* » après leur revente conduit à des dépenses de logements plus importantes. Les loyers dans le secteur privé sont en effet beaucoup plus importants que dans le logement privé : une étude a ainsi calculé que le coût plus élevé pour se loger dans le parc privé conduisait à une dépense supplémentaire de 3.2 million de £ par an comparé à l'équivalent dans le parc locatif social (cf. *infra* figure 5).

[14] Titre d'occupation proche du droit de propriété et sans équivalent exact en droit français correspondant à un bail à très long terme (durée supérieure à 21 ans).

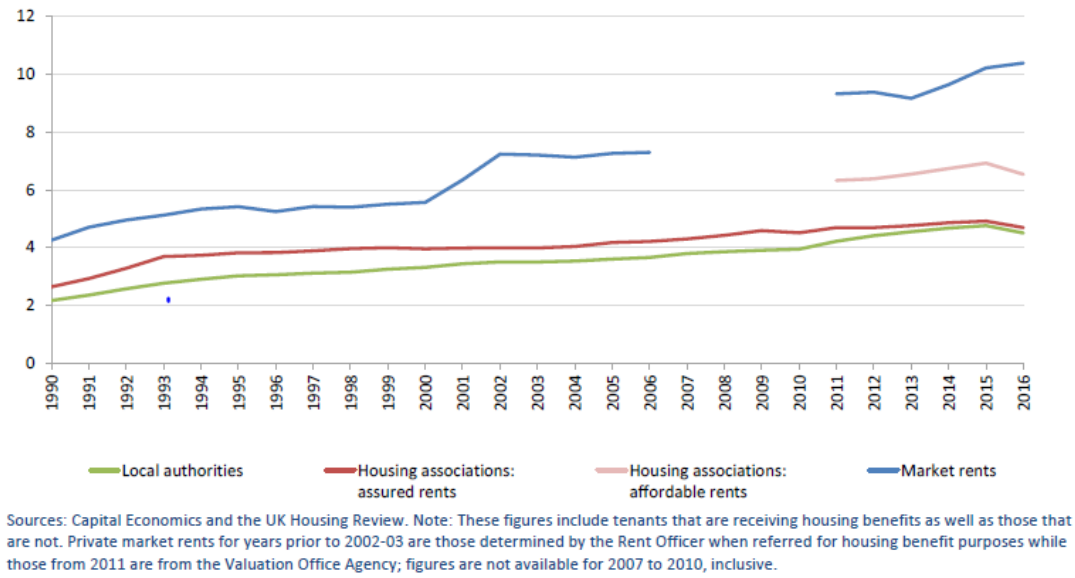


Figure 5 : évolution, par type de bailleurs, des loyers moyens actualisés en Angleterre en milliers de £[15]

Une augmentation de la charge liée aux aides à la personne

Si le coût du logement est plus important pour les ménages, il l'est aussi pour la collectivité publique puisque les ménages les moins aisés bénéficient au Royaume-Uni d'aides à la personne pour se loger. Une étude menée pour l'avenir du logement social[15] a ainsi montré que, sur la dernière décennie, si la part des aides personnelles versées aux ménages logés dans le parc privé était restée inchangée à son niveau de 2006-2007 :

- les ménages auraient eu 7,4 milliards de £ de charges de loyers en moins,
- la collectivité publique aurait économisé 6,2 milliards de £ d'aides personnelles au logement versées.

La modification de la répartition des statuts d'occupation avec notamment le passage d'une partie du parc social dans le parc privé a ainsi coûté 13,2 milliards de £ aux locataires concernés et aux contribuables.

4) La production de logements sociaux neufs a fortement décliné.

De la fin de la seconde guerre mondiale à 1980, les gouvernements successifs qu'ils soient conservateurs ou travaillistes ont vu construire en moyenne environ 126 000 social homes chaque année. En 2018, 38 ans après la mise en place du « *right to buy* », seulement 6 463 logements sociaux ont été construits[15].

Le dispositif du « *right to buy* » et plus largement la politique du logement social au Royaume-Uni ont conduit les collectivités locales à ne plus financer de logements sociaux.

Plusieurs effets se cumulent :

- La diminution des fonds dont disposent directement les bailleurs publics pour construire :

---

[15] Figure extraite de *« Increasing investment in social housing - Analysing of public sector expenditure on housing in England and social housebuilding scenarios »,* rapport de *Capital Economics* pour la Commision de *Shelter* sur l'avenir du logement social,

Capital Economics est un organisme indépendant de conseil et de recherche en macroéconomie qui fournit des analyses et des prévisions sur différents marchés (financiers, achats, immobilier, etc.). *Capital Economics* a été saisi par *Shelter* pour fournir une analyse économique robuste sur les dépenses publiques du secteur du logement en Angleterre afin d'alimenter le débat sur le financement plus social du logement locatif.

Shelter est un organisme de bienfaisance enregistré qui milite pour mettre fin à la situation des personnes sans logement et mal logées en Angleterre et en Écosse. Il conseille, informe et défend les personnes dans le besoin et s'attaque aux causes profondes des mauvaises conditions de logement en faisant pression sur les pouvoirs publics et les autorités locales pour qu'ils adoptent de nouvelles lois et de nouvelles politiques visant à améliorer la vie des sans-abri et des personnes mal logées.

- En raison du mécanisme de décote et du prélèvement d'une partie du produit des ventes de logements dans le cadre du *« right to buy »* :

  Jusqu'en 2012, les collectivités locales pouvaient garder une partie des recettes provenant de la vente de logements sociaux pour payer les coûts liés à la vente et tous les travaux faits pendant les 3 années précédant celle-ci, mais devaient ensuite verser 75% des recettes au budget de l'État et pouvaient garder 25 % pour financer leurs propres dépenses d'investissement.

  Après les reformes de 2012, il y a toujours des restrictions sur l'utilisation des fonds même si une plus grande liberté sur le produit des ventes a été donnée aux collectivités locales : ainsi par exemple, un plafond de 30 % a été mis en place sur l'utilisation du produit de la vente dans le cadre du « *right to buy* » pour les logements destinés à remplacer ceux vendus ; le nombre de logements vendus au dessus du nombre de logements prévus d'être vendus ne bénéficient pas de la décote bonifiée.

- En raison de la baisse des subventions : l'investissement public dans le logement social en Angleterre a été divisé par deux depuis 1980 en £ constantes.

- La mise en concurrence des fonds privés : les financements du secteur privé vont plutôt au secteur des bailleurs sociaux privés ou des autres bailleurs qui sont en capacité de garantir leurs emprunts par le produit de loyers puisqu'il n'y a pas de *« right to buy »* comme pour les collectivités.

- L'existence même du « *right to buy* » : le diapositif agit comme un frein à l'investissement dans la construction de logements neufs dans la mesure où les bailleurs sociaux publics craignent que leurs investissements ne soient perdus s'ils sont mis dans l'obligation par leurs locataires de vendre les logements avec une décote quelques années seulement après la construction et que le produit de la vente serve à loger des familles dans le besoin dans le parc privé.

<u>Des cibles de remplacement des logements « *right to buy* » vendus non atteintes :</u>

En 2016, lors de l'étude[5] du projet de loi « *Housing and Planning* » qui visait à étendre le dispositif du *« right to buy »,* à travers des accords signés avec le secteur, aux associations de logement social et à financer cette politique par la vente des logements des collectivités locales les plus chers lorsqu'ils deviennent vacants., l'étude d'impact faite par l'équivalent britannique de la Cour des comptes pour la Commission a :montré que le rythme de remplacement devait être accéléré pour atteindre l'objectif en nombre de logements pour les prochaines années : si les 3 387 acquisitions et constructions de logements neufs effectuées sur la période 2012-2015 égalaient approximativement les 3 054 ventes de logements sociaux imputables au dispositif de « *right to buy* » de 2012 à 2013 (les bailleurs sociaux publics ont 3 ans à compter de la vente des logements sociaux pour réutiliser le produit de leur vente en finançant des logements destinés à remplacer ceux vendus, le rythme trimestriel de lancement de constructions nouvelles devaient , être quintuplés pour atteindre d'ici 2018 l'objectif de remplacement des 8 512 homes vendus entre 2014 et 2015.

L'étude réalisée dans le cadre du Grand Londres et publiée début 2019[16] montre également que la cible de renouvellement n'a pu être atteinte sur ce territoire (cf. *infra* figure 6).

[16] rapport « *Right to Buy: Wrong for London - The impact of Right to Buy on London's social housing* » – Tom Copley, homme politique travailliste, membre de l'Assemblée londonnienne – Janvier 2019.

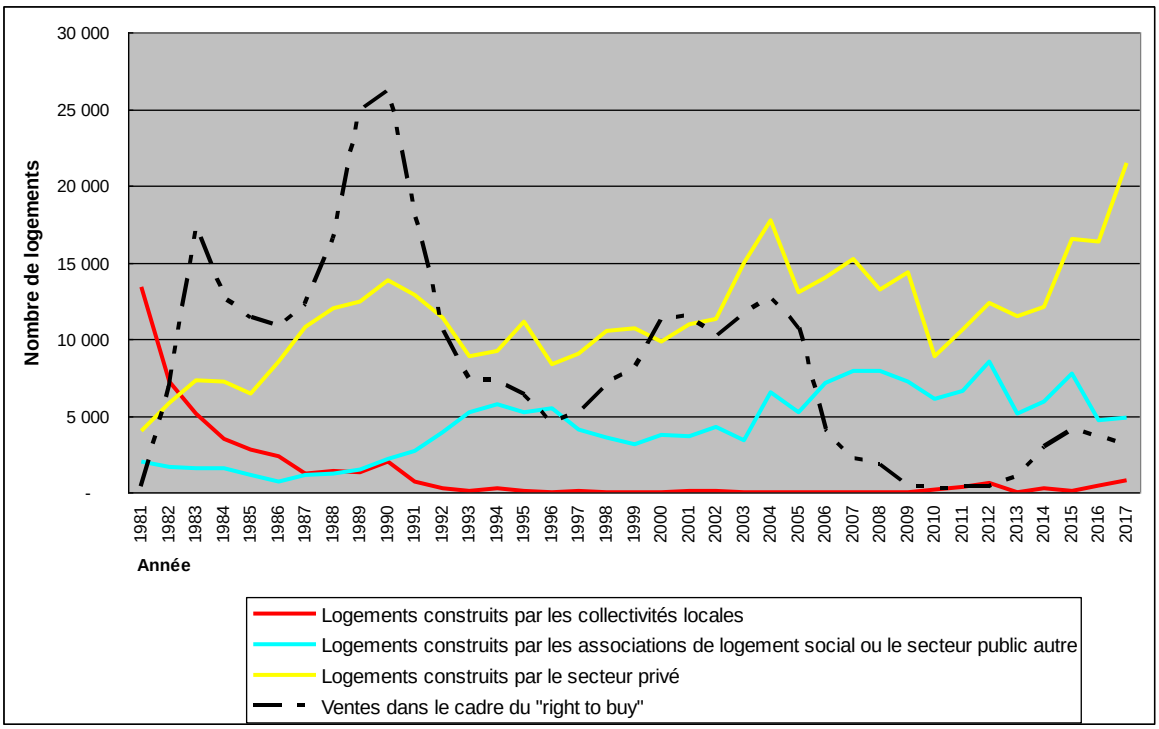


Figure 6 : évolution du nombre de logements construits par les différents types de bailleurs et nombre de logements vendus dans le cadre du « right to buy » à Londres entre 1981 et 2017[10]

5) En Angleterre, le parc social public est aujourd'hui devenu dans l'incapacité de répondre à la demande de logements à loyer « accessible ».

Les anciens logements sociaux passés dans le parc privé sont trop chers.

L'absence de remplacement des logements vendus a accentué les problèmes d'accès à un logement à prix bas à moyen et long termes. En effet, le logement qui est éventuellement remis en location après revente n'est plus un logement social et, dans la plupart des cas, le bailleur privé ne va pas le relouer avec le loyer « social », mais au prix du marché. Les ménages aux revenus faibles vont donc rencontrer des difficultés à se loger, l'offre de logements sociaux ayant diminué et le marché des logements dans le secteur privé non social étant hors de leurs moyens. [17]

Le remplacement « un pour un » n'est pas une solution qualitativement.

L'objectif national de remplacement sur une base de « un pour un » des logements vendus par les bailleurs sociaux dans le cadre du *« right to buy »* n'a pas la même valeur sociale qu'un objectif de remplacement sur une base comparable.

Les logements de remplacement peuvent en effet être d'une taille différente et construits dans une zone différente de celui vendu.

De surcroît, même si des logements de remplacement ont été construits, les loyers de ces logements peuvent être moins abordables s'ils ont été construits dans le cadre du nouveau modèle de financement du logement social. En effet, en 2013, pour réduire les aides à la pierre, le gouvernement a mis en place un nouveau système de logements à loyers abordables (« *affordable rent regime* »), pouvant atteindre jusqu'à 80 % des loyers de marché, qui permet aux bailleurs d'équilibrer leurs opérations de construction en compensant la baisse des subventions[18] (cf. le point « Loyers dans le parc des bailleurs sociaux » en annexe). Pour faire face à la réduction des subventions publiques, les organismes ont dû mettre en place des loyers plus élevés, moins « sociaux » pour asseoir leur solvabilité (cf. figure 5) (contrairement à la France où les bailleurs

[17] « *The impact of the existing right to buy and the implications for the proposed extension of right to buy to housing associations*" Ian Cole, Stephen Green, Lindsey McCarthy, Ben Pattison, Centre for Regional Economic and Social Research (CRESR), Sheffield Hallam University – Octobre 2015.

[18] Ce nouveau système de loyers abordables devrait peu à peu s'étendre, l'objectif affiché jusqu'ici par le gouvernement britannique étant que le secteur social devienne le plus autofinancé possible à terme.

sociaux bénéficient d'un système de financement spécifique, le fonds d'épargne, les bailleurs sociaux du Royaume-Uni doivent se financer sur les marchés : cf. les points « Financement des logements sociaux » et « Contraintes de financement des organismes de logements sociaux » en annexe).

Le recours à la location de logements dont des logements *« right to buy »* auprès des bailleurs privés[12]

Pour répondre à cette demande de logements à coût bas pour loger les populations prioritaires, certaines collectivités doivent recourir à la location auprès de bailleurs privés. Ainsi, les différents arrondissements de Londres louent aujourd'hui 2 333 logements qui ont été vendus dans le cadre du *« right to buy »* et remis sur le marché de la location.

Cette situation amène des dépenses de logement supplémentaires pour la collectivité publique. 18 arrondissements de Londres dépensent ainsi 22,3 millions de £ par an.

Le rachat d'anciens « *council homes* » à des prix de marché[12]

Certains arrondissements londoniens avec une forte file d'attente pour le logement social ont dû racheter des biens qu'ils avaient vendus. Ainsi l'arrondissement d'Ealing a payé 6 fois plus cher les logements rachetés que le produit qu'il a perçu de la vente de ses logements

6) Quelles solutions face à ces constats ?

Face à ces constats, une réflexion a été engagée au Royaume-Uni sur le « *right to buy* » et plus largement sur l'avenir du logement social.

Les travaillistes proposent notamment de supprimer le « *right to buy* » à Londres ou, le cas échéant si le gouvernement conservateur le refusait, d'exempter les logements nouvellement construits par les collectivités locales du *« right to buy »*.

Ils proposent également que le maire de Londres travaille avec les arrondissements pour :

- étudier la manière dont d'inclure des clauses ans les actes de vente des logements sur lesquels le « *right to buy* » a été exercé pour les empêcher d'être loués à des prix de marché compte tenu du financement public de ces biens ;
- utiliser le produit de la vente des logements dans le cadre du « *right to buy* » traités en fonds cantonnés pour les racheter s'ils venaient à être remis sur le marché et s'ils remplissent au mieux les besoins locaux.

***
*

Annexe -

Analyse comparée du logement social au Royaume Uni et en France[19]

Axe	Royaume-Uni	France
Rôle du logement social de l'après-guerre jusqu'aux années 70	Dans la période qui a suivi la seconde guerre mondiale, environ 50 % des nouvelles habitations appartiennent au secteur social et sont construites par les collectivités locales *(« local authorities »*). Les politiques publiques du logement visent alors un double objectif d'expansion de la location sociale et de l'accès à la propriété du logement, la location privée étant résiduelle. A son plus haut niveau à la fin des années 1970, le logement social financé par des fonds publics concerne un tiers des ménages britanniques (33 % en 1980[20]).et est quasi-exclusivement la propriété des collectivités locales (31 % en 1980[20]).	Au sortir de la seconde guerre mondiale, les besoins en logements (reconstruction puis construction pour passer de 12 millions de logements en 1946 à 21 millions en 1975) sont tels qu'une intervention financière massive de l'État (sous forme d'aides à la pierre pour l'essentiel) s'impose pour construire des logements collectifs, notamment locatifs sociaux, et des maisons individuelles. En 1976, le gouvernement lance la politique de la ville pour remédier au processus de dégradation du parc HLM et de marginalisation de ses habitants. En 1977, il engage une réforme en profondeur du financement du logement qui vise à mieux solvabiliser les ménages et à favoriser l'accession à la propriété. La réforme crée l'aide personnalisée au logement (APL) en complément de l'allocation de logement familiale (ALF) et marque la fin d'un système basé essentiellement sur l'aide à la pierre, diminuée fortement, avec une conception du logement où le marché doit répondre aux besoins et le parc social à la marge pour ceux qui ne peuvent pas se loger dans les conditions du marché. Trois types de prêts sont aussi créés : le prêt locatif aidé (PLA) destiné aux organismes d'HLM pour la création de logement locatif, la prime à l'amélioration des logements à usage locatif et à occupation sociale (PALULOS) la réhabilitation et un prêt aidé à l'accession à la propriété (PAP) pour l'accession à la propriété sociale.
Définition du logement social *(« social housing »*)[21]	Logement à prix plus bas que le marché alloué à des bénéficiaires sur la base de leur besoin. A l'exception de l'Irlande du Nord, où il y a seulement du logement locatif social, ailleurs au Royaume-Uni, le logement social correspond à du logement locatif, à de la vente de logement à prix accessible et à des schémas de propriété partagée.	Logement spécifique sur le marché du logement, réglementé par des dispositions juridiques du Code de la construction et de l'habitation (CCH) différentes de celles du Code civil. Le logement social comprend la construction, le développement, l'allocation et la gestion de logements locatifs sociaux ainsi que l'accession sociale à la propriété.

[19] Source : pour l'essentiel, données de *Housing Europe*, la fédération européenne du logement social, disponibles sur www.housingeurope.eu

[20] Source : table 101 « *Dwelling stock: by tenure, United Kingdom (historical series)* » – *Department of Communities and Local Government (DCLG)* – 2012, disponible sur https://www.gov.uk/government/statistical-data-sets/live-tables-on-dwelling-stock-including-vacants

[21] Source : http://www.housingeurope.eu/section-15/resources-articles?type=country-profile

Axe	Royaume-Uni	France
	NB : le logement est aujourd'hui une compétence déconcentrée au Royaume-Uni, aussi le gouvernement du Royaume-Uni n'est compétent que pour l'Angleterre, les gouvernements locaux réglementant le logement en Écosse, au Pays de Galles et en Irlande du Nord.	
Bénéficiaires du logement social[21]	Depuis la mise en œuvre de la loi logement de 1977 (*Housing Act*), toutes les communes du Royaume-Uni sont théoriquement dans l'obligation de fournir un logement aux personnes en besoin de logement sous réserve qu'elles remplissent un certain nombre de critères objectifs et qu'elles correspondent aux catégories avec traitement prioritaire. Le logement social est dédié aux groupes vulnérables et la priorité est généralement donnée par la loi incluant les SDF. En 2003, le Parlement d'Écosse a adopté la loi écossaise pour les sans-logis, une loi qui va au-delà de loi logement de 1977. A compter de 2012, tous les citoyens écossais qui ne sont pas logés de manière adéquate pourront faire un recours au tribunal pour obtenir un logement permanent des autorités locales qui n'ont pas traité leur demande de logement.	L'accès au logement social est limité par des plafonds de revenus instaurés au niveau national et variant selon la zone où le logement est situé et selon la taille du ménage. Les plafonds de revenus are instaurés à un niveau qui inclut virtuellement une grande partie de la population afin de permettre un certain degré de mixité sociale. Néanmoins, le secteur du logement social a connu une augmentation constante de la proportion des ménages pauvres avec près d'un tiers de tous les ménages occupants HLM sous le plafond de pauvreté. De plus, la loi DALO de 2007 a établi l'accès prioritaire aux demandeurs appartenant à 6 catégories : SDF, personnes en risque d'expulsion n'ayant pas la possibilité de trouver un autre logement, personnes avec un logement temporaire, personnes dans des logements insalubres ou inadaptés, ménages avec enfants dans des logements surpeuplés ou indécents personnes handicapées. La loi permet aux demandeurs de bonne foi de faire un recours contentieux à l'encontre des autorités locales en cas de non-réponse à leur demande de logement.
Loyers dans le parc des bailleurs sociaux[22]	Le *National Planning and Policy Framework (NPPF)* inclut sous l'appellation « logement abordable » trois catégories définies comme suit : - <u>Logement social (« *social rented* ») :</u> logement dont le propriétaire est soit une collectivité locale ou un bailleur social privé agréé pour qui les loyers cibles sont déterminés par le régime de loyer national ou encore un autre type de bailleur qui se conforme à ce après accord avec la collectivité locale ou avec la *Homes and Communities Agency ;* les locataires dans le logement locatif social paient un loyer hebdomadaire qui est bien en dessous du prix de marché ; ces loyers sont en lien avec l'évaluation du bien immobilier ainsi que des revenus de la zone et sont augmentés selon une formule spécifique ces locataires après examen de leurs ressources peuvent être	Le logement social est défini selon le type de financement public accordé (prêt sur fonds d'épargne et subvention de l'État). Ce financement conditionne le niveau de loyer et le plafond pour être éligible au logement. Les loyers sont basés sur les coûts nets de construction après prise en compte des subventions alloués par l'État et par les collectivités locales et des incitations fiscales (aides à la pierre). Si les revenus du ménage augmentent au-delà des plafonds de revenus, les loyers augmentent en conséquence (surloyers). Les logements sociaux appartiennent à l'une des trois catégories suivantes : - <u>Logement PLAI :</u> logement financé avec un « prêt locatif aidé d'intégration » ;

[22] Source : « *The Housing Policy structure of Paris, London and Barcelona. A comparative research* » - *European network for housing research (ENHR),Workgroup: Social Housing and Globalisation*, Lenimar N. Arends Morales et Pilar García-Almiral, *Polytechnic University of Catalonia (UPC). Centre for Land Policy and Valuations* – EHNR 2015.

Axe	Royaume-Uni	France
	éligibles à une allocation logement – gérée par les collectivités territoriales – pour couvrir tout ou partie de leur loyer hebdomadaire l'équilibre a considérablement évolué au cours des dernières décennies au profit des aides logement à la personne ; - Logement abordable (« *affordable rented* ») : logement loué par les autorités locales ou par un bailleur social privé à des ménages qui sont éligibles au logement social ; son loyer fait l'objet de contrôles de loyer pour vérifier qu'il est bien inférieur à 80 % du marché local (incluant les charges quand c'est applicable) ; - Logement intermédiaire (« *intermediate housing* » : logement à vendre ou à louer à un prix ou un loyer au dessus du prix ou loyer du logement social mais en dessous du prix ou loyer de marché, ce qui inclut le logement avec participation financière (« *shared equity* »), en capital (propriété partagée) ou en dette *(« equity loans* ») et tout autre logement à vendre ou à louer à coût plus bas que le marché sauf le logement abordable. Les logements qui ne sont pas conformes à la définition ci-dessus pour le logement abordable ne peuvent pas être considérés comme du logement abordable dans la planification. Ces différents types de logements peuvent se trouver dans un même ensemble d'immeubles avec des logements à vendre.	- Logement PLUS : logement financé avec un « prêt locatif à usage social » ; - Logement PLS : logement financé avec un « prêt locatif social ». Si seuls ces trois type sont considérés comme du logement social pour la loi de solidarité et de renouvellement urbain ((SRU), il existe aussi du logement PLI, logement financé avec un « prêt locatif intermédiaire », considéré comme du logement intermédiaire. Ces différents types de logements peuvent se trouver dans un même ensemble d'immeubles.
Aides logement à la personne	L'aide logement a été transférée du *Department of Health and Social Security* aux colectivités locales en 1982 au moment de la dérégulation du secteur locatif privé pour une meilleure adaptation aux marchés locatifs locaux Le système britannique de l'aide au logement repose aujourd'hui essentiellement sur les aides à la personne, qui doivent permettre à tous de se loger décemment dans un pays où la construction est, pour l'essentiel, supposée relever du privé. En 2010, le montant des aides par foyer était plafonné à 480 euros par semaine, soit 2 000 euros par mois, et n'en bénéficiaient que les locataires dont le loyer restait dans les 30 % les moins élevés de leur zone. En 2013, une mesure du gouvernement Cameron a mis en place une aide universelle (« *universe credit* ») fusionnant	L'adaptation de la charge de loyer aux revenus du ménage, au-delà de l'offre d'un loyer modéré qui même plus faible que le marché peut rester élevé pour un ménage très modeste, passe par l'attribution par la puissance publique d'une aide financière : les aides personnelles au logement (APL) pour aider au paiement du loyer. Il en existe de 3 types[24] qui se distinguent par leurs conditions d'attribution et non par leur mode de calcul. Leur montant dépend notamment des ressources de votre foyer : - L'aide personnalisée au logement (APL) : elle est versée si le logement fait l'objet d'une convention entre le propriétaire et l'État quelle que soit la situation familiale (célibataire, marié, avec ou sans personne à charge) du ménage ; la plupart des logements HLM sont conventionnés ;

[24] Source : https://www.service-public.fr/particuliers/vosdroits/F31864

Axe	Royaume-Uni	France
	allocation-chômage, allocation-handicapé, aide fiscale, aide au retour à l'emploi et aide au logement, dans le but de simplifier un système complexe et de diminuer les dépenses sociales. Cette aide est plafonnée à 500¨£ par semaine pour les couples et les parents isolés, avec un plafond de revalorisation annuelle fixé à 1% pour le crédit universel. Tous les bénéficiaires sont passés au nouveau système avant 2017. L'allocation logement est toutefois conservée pour les cas suivants[23] : - invalidité grave, - retraite, - logement temporaire, - hébergement ou logement protégé ou avec des installations spéciales telles que des alarmes ou des gardiens. Ne sont pas éligibles, les personnes : - avec des économies supérieures à 16 000 £ sauf pour les bénéficiaires du crédit de garantie ou du crédit de pension ; - avec un remboursement d'emprunt pour un logement ; - logeant chez un parent proche ; - dont le partenaire est bénéficiaire d'une allocation de logement ; - qui sont étudiants à temps plein sauf si ce sont des personnes handicapées ; - résidant au Royaume-Uni en tant que demandeur d'emploi dans l'Espace économique européen - qui demandent l'asile ou qui sont parrainées au Royaume-Uni ; - soumises au contrôle de l'immigration avec un papier stipulant que vous ne pouvez pas réclamer de fonds publics ; - locataire de la Couronne. Un ménage locataire d'un logement social voit son allocation de logement plafonnée par son loyer « admissible », avec, le cas échéant, une prise en compte des règles relatives à l'occupation des lieux en cas de pièce supplémentaire.	- L'allocation de logement familiale (ALF) : elle est versée en raison de la situation familiale dans l'une des situations suivantes : bénéficiaires de prestations familiales ou de l'allocation d'éducation de l'enfant handicapé (AEEH), un enfant à charge d'au plus 21 ans mais pas de prestations familiales ou d'AEEH, jeune ménage, personne enceinte, seule ou vivant en couple sans personne à charge à compter du quatrième mois de la grossesse et jusqu'au mois civil de la naissance de votre enfant, ascendant de plus de 65 ans (ou 60 ans, s'il est inapte au travail, ancien déporté ou ancien combattant) à charge et ne disposant pas de ressources supérieures au plafond de l'allocation de solidarité aux personnes âgées (ASPA), ascendant ou descendant ou collatéral atteint d'une infirmité entraînant une incapacité permanente d'au moins 80 % ou qui est, compte tenu de son handicap, dans l'impossibilité reconnue par la commission des droits et de l'autonomie des personnes handicapées (CDAPH) de se procurer un emploi ; - L'allocation de logement sociale (ALS) : elle est versée en fonction des ressources quand l'APL ou l'ALF n'est pas versée.

[23] https://www.gov.uk/housing-benefit

Axe	Royaume-Uni	France
	Le montant de l'allocation logement reçue dépend également de la situation personnelle et financière.	
Organismes de logement social[21]	Angleterre : les logements sociaux (17.5 % du total des logements anglais) sont aujourd'hui majoritairement (54 %) produits et gérés par des organismes à but non lucratif gérant le logement à prix abordable (« *housing associations* ») depuis le transfert de plus d'un million de logements des collectivités territoriales *(« council housing »*) opéré à leur bénéfice entre 1988 et 2009 et compte tenu de la vente des logements sociaux à leurs occupants et du faible nombre de nouveaux logements sociaux produits par les collectivités locales (« *council homes »)*. Écosse et Pays de Galles : une baisse dans la production de logements sociaux mais, en Écosse (24 % de logements sociaux sur le total de logements écossais), le stock de logements sociaux gérés par les autorités locales reste plus important que celui géré par les bailleurs sociaux privés, et, au pays de Galles (16,4 % de logements sociaux sur le total de logements gallois), le secteur du logement social est géré de manière égale par les autorités locales et propriétaires enregistrés comme bailleurs sociaux privés. Irlande du Nord : situation différente dans la mesure ou aucun transfert massif du stock de logements sociaux aux associations gérant des logements sociaux n'a été opéré et qu'à la place, les autorités locales ont transféré les logements à l'exécutif nord-irlandais chargé du logement, qui gère 2/3 des logements sociaux (17 % de logements sociaux sur le total de logements nord-irlandais). Presque tous les organismes de logement qui lèvent des fonds privés en Angleterre sont réglementés en tant que bailleurs sociaux agréés (*« Registered providers of social housing »* - RPs). Cela signifie qu'ils sont agréés par la *« Homes and Communities Agency »* qui régule le logement social en Angleterre. Au Pays de Galles, c'est le gouvernement gallois qui exerce ce rôle et les associations de logement qui s'enregistrent auprès de lui en tant que bailleurs sociaux sont des *« Registered Social Landlords »* (RSLs). Statut juridique : Les bailleurs sociaux agréés se répartissent en deux catégories : les organismes privés et les organismes de collectivités locales. La catégorie des organismes privés de logements sociaux se subdivise en organismes sans but lucratif et organismes avec but lucratif. A ce jour, les organismes privés avec but lucratif et les	Organismes d'habitation à loyer modéré, sociétés publiques ou privées chargées d'une mission spécifiques d'intérêt général à but non lucratif sous le contrôle du ministère chargé du logement. Dans une moindre mesure, sociétés d'économie mixte (SEM) et ONG.

Axe	Royaume-Uni	France
	organismes dépendant de collectivités locales n'ont pas levé des montants financiers significatifs de leur propre chef. La suite se concentrera donc sur les bailleurs sociaux agréés sans but lucratif (« *housing associations* »). La plupart des bailleurs privés sociaux agréés sont des sociétés d'intérêt général, réglementées par le *Cooperative and Community Benefit Societies Act* de 2014. Quelques-uns sont des sociétés anonymes à responsabilité limitée par garanties, réglementées par la *Companies Act* de 1985 ou la *Companies Act* de 2006. Un petit nombre (principalement des petits bailleurs) a le statut de fiducie.	
Financement du logement social[21]	La production de logements neufs et les coûts fonciers associés sont financés par trois sources de financement : - Les réserves des associations de logement ; - Les contributions gouvernementales ; - Le financement privé, qui consiste en des prêts intermédiés (bancaires) ou non ou des fonds levés sur les marchés de capitaux. Avant 2007, la production de logements locatifs sociaux faisait aussi l'objet de subventionnements croisés à travers l'accession sociale à la propriété, mais après la crise financière mondiale les opportunités pour ce type d'activité ont diminué. En 2008, une nouvelle agence, la *Homes and Community Agency* (HCA) a été créée pour apporter un soutien aux projets de construction et notamment des aides à la construction en échange de la construction de logements à des prix « abordables », c'est-à-dire dont le loyer varie entre 40 à 60 % des prix moyens pratiqués. La subvention en capital est coordonnée par les administrations déconcentrées et, plus spécifiquement par la *Homes Agency England* (anciennement *Homes and Communities Agency*), le *Scottish Government's Housing and Regeneration directorate*, le *Welsh Assembly Government's Housing Directorate*, et le *Northern Ireland Housing Executive*. En outre, le logement social bénéficie aussi de contributions en termes de coût réduit de terrain et de production grâce aux dispositions de la « section 106 »[25], qui demande à ce qu'une	La majeure partie du financement pour la construction neuve de logement locatif social vient de prêts financiers accordés par la Caisse des dépôts qui centralise l'épargne des « Livrets A », épargne dont le taux d'intérêt est régulé et qui n'est pas soumet à des impôts sur la capital. Chaque ménage français a le droit d'ouvrir un Livret A non soumis aux taxes dans sa banque. L'épargne des Livrets A est centralisée par la Caisse des dépôts, qui rémunère les banques pour leur coût de la collecte et avec un taux d'intérêt défini. Parmi les autres sources de financement, on trouve : - Les subventions et les prêts des employeurs (financement appelé initialement le « 1% Logement », nom de la cotisation qui a été créée pour aider le logement des salariés, aujourd'hui devenu « Action logement ») ; - Les garanties apportées par les collectivités territoriales ou par le fond de garantie HLM. Le financement type pour une opération en 2015 (grande ville) est[26] : - 18 % de fonds propres ; - 7 % de subventions des collectivités territoriales (4 %), de subventions de l'État (moins de 1 %) et de contribution de la participation des employeurs à l'effort de construction (PEEC) (2 %) ; - prêts sur fonds d'épargne (75 %). En incluant les économies non visibles lors du financement[26] :

[25] Les dispositions de la « *section 106* » prévoient des accords légaux conclus entre collectivités territoriales et promoteurs portant sur des autorisations voire des obligations de planification. Ils sont rédigés quand un programme immobilier va avoir des impacts significatifs sur la zone et que ces impacts ne peuvent être traités au moyen de conditions liés à la décision de planification (exemple des impacts d'un nouveau programme immobilier résidentiel qui va accroitre la pression sur les infrastructures physiques et économiques de la zone). Ces obligations de planification visent à équilibrer la pression créée en faisant en sorte que des contributions positives pour la zone et la communauté soient apportées. Parmi les obligations possibles, on trouve celle de logements à coût abordable qui contribue de manière significative à la création de logements sociaux.

Axe	Royaume-Uni	France
	proportion de logements à coût abordable soit incluse notamment dans les développements immobiliers majeurs.	- fonds propres : 13,6 % - subventions : 5,4 % ; - prêts sur fonds d'épargne (57 %) ; - bonification de prêts (7,5 %) ; - avantages fiscaux (exonération de TFPB et TVA à 10 %) : 15,4 % ; - garanties : 1,1 %.
Contraintes de financement des organismes de logements sociaux[27]	Contraintes réglementations : En acceptant une transaction financière et en se conformant à ses obligations dans ce cadre, un bailleur social agréé doit garder en tête les standards de gouvernance et de viabilité et s'assurer que la transaction s'y conforme et, en particulier, qu'elle respecte 'obligation réglementaire de ne pas mettre en risque des actifs de logements sociaux. Contraintes statutaires : **Sociétés d'intérêt général :** es bailleurs sociaux qui sont des sociétés d'intérêt général ont des règles basées sur des modèles types publiés et portées à connaissance la *National Housing Federation*, une association professionnelle pour les bailleurs sociaux ; ces modèles types sont mis à jour régulièrement et disponibles sur le site Internet de la fédération[28] ; ils assurent qu'un bailleur social exercent tous les pouvoirs d'une personne pour ce qui est de ses actifs, mais ils contiennent presque toujours un plafond de capacité d'emprunt et des termes relatifs à la possibilité pour un bailleur social de conclure de transactions sur des instruments dérivés. **Sociétés anonymes et autres :** les dispositions habituelles du droit des sociétés ou du droit fiduciaire s'appliquent ; des questions sur toute limitation générale de la capacité à emprunter et de conclure des transactions avec des instruments dérivés méritent d'être posées. **Droit des organismes caritatifs :** quand un bailleur social est un organisme caritatif, conclure des transactions financières doit répondre à son objet social et il est donc peu probable que ce soit une difficulté quand le financement proposé est levé à cet effet, ce qui sera le cas si le financement est lié au	

[26] Source : calculs sur la base des chiffres extraits de « *2018, a turning point for social housing in France* » - *Housing finance international*, Jean-Pierre Schaeffer – Automne 2018.

[27] Eléments disponibles sur https://www.lexisnexis.com/uk/lexispsl/bankingandfinance/document/391289/5R2K-05Y1-F185-X1N8-00000-00/Social_housing_finance_overview#

[28] Voir sur https://www.housing.org.uk/resource-library/browse/model-rules-2015/

Axe	Royaume-Uni	France
	développement du logement social. <u>Montages financiers :</u> Les principaux montages financiers pour le financement du logement social sont les suivants : - **Facilités de crédit :** elles peuvent être structurées de la même manière que les facilités de crédits octroyées à d'autres sociétés emprunteuses ; ainsi, par exemple, les prêts peuvent être bilatéraux ou syndiqués ou correspondre à des prêts à un emprunteur ou à un groupe d'emprunteurs (dans ce cas, c'est d'ordinaire, les bailleurs sociaux appartenant à un même groupe puisque le véhicule pour la trésorerie d'un groupe peut emprunter pour prêter ensuite à plusieurs bailleurs sociaux du même groupe) ; - **Émission obligataire :** il s'agit d'une émission de d'obligations cotées soit à la bouse de Londres (*London Stock Exchange*), soit une autre bourse de valeurs reconnue ; on distingue ainsi le terme « obligation » du terme « note » qui fait référence de manière typique aux instruments qui sont placés auprès d'investisseurs. I y a deux types d'émissions obligataires : les émissions en nom propre ou les émissions obligataires mutualisées (plusieurs organismes émettent conjointement) ; - **Placements privés :** il consiste en une levée de capitaux par la vente de titres à un petit nombre d'investisseurs professionnels sans appel public à l'épargne et sans cotation sur un marché, ce qui permet l'obligation de diffusion de l'information de la directive « Prospectus » ou de se soumettre au contrôle des autorités de marchés ; ces titres sont émises par un bailleur social agréé plutôt que des instruments du marché monétaire ou une structure de mutualisation. Ce type de structure de transaction est généralement vu pour des émissions de moins de 100 M£, bien que des tailles plus importantes d'émission soient possible. Même si des titres sont émis pour l'un des porteurs de titre, ils sont transférables librement et donc un fonds de sûreté pour les titres est probablement nécessaire. Cela peut-être un fond utilisé seulement pour l'émission de titres ou pour un usage plus large. Un fonds de sûreté existant peut donc être utilisé. Un portefeuille de sûretés dans le fonds sera alloué au représentant des porteurs de titres pour le compte des porteurs de titres.	

Axe	Royaume-Uni	France
	Les titres sont émis vers des porteurs de titres individuels et leur représentant est nommé pour agir comme intermédiaire avec l'émetteur et pour représenter leur intérêt. Le représentant des porteurs de titres est largement semblable à l'« arrangeur » (ou encore le « chef de file » dans le cadre d'un crédit bancaire syndiqué, A la différence d'un fiduciaire de cautionnement, le représentant des porteurs de titre ne détient pas le bénéfice des titres pour le compte des porteurs de titres mais chaque porteur des droits directs à opposer à l'émetteur. Généralement, la transaction est arrangée par un agent de placement, agent qui peut être un intermédiaire bancaire ou financer ou qui pourrait agir pour les fonds sous-jacents ou en lien qui achètent les titres. Cet agent peut aussi agir en tant que représentant des porteurs de titres mais si tel n'est pas le cas, il n'aura aucun lien légal avec la transaction une fois celle-ci mise en place autre que celui du paiement de ses honoraires. <u>Clauses financières :</u> Les principales clauses financières pour le financement du logement social sont les suivantes : - **Clauses de prêts sur les valeurs** : ce type d'accord figure généralement dans toutes les transactions relatives au logement social ; presque tous les prêts de logement social sont sécurisés par des charges juridiques sur les biens immobiliers correspondant aux logements sociaux avec comme élément clef, le ratio entre la valeur de ces biens au montant agrégé de l'emprunt ; - **Clauses de couverture des intérêts** : ils peuvent faire partie de toutes les transactions relatives au logement social et sont semblables aux prêts pour couvrir les intérêts trouvés dans d'autres secteurs ils comparent le montant des gains ou des excédents d'exploitation au montant agrégé des intérêts à payer par période - **Clauses d'orientation** : elles sont généralement présentes seulement dans les conventions spécifiques ; - **Couverture des revenus locatifs nets des immeubles facturés :** ce type de coûts peut se trouver dans tous les types de transactions relatives au logement social, mais se trouve le plus souvent dans une obligation ou un support de placement ; à ces fins, le revenu locatif est calculé en déduisant les charges de maintenance et les coûts de gestion et est comparé seulement avec les intérêts	

Axe	Royaume-Uni	France
	payables sur le prêt octroyé.	
Panorama logement actuel[29]	Propriétaires occupants : 63,1 % Location dans le parc privé : 19 % Location dans le parc social : 17,6 % Autre : 0,3 % Nombre de logements / 1000 habitants (2014) : 431 Nombre de logements sociaux (2015) : 4,954 millions Nombre de logements sociaux produits en 2015 : 37 840	Propriétaires occupants : 57,9 % Location dans le parc privé : 23 % Location dans le parc social : 16,8 % Autre : 2,4% Nombre de logements / 1000 habitants (2016) : 531 Nombre de logements sociaux (2016) : 4,8 millions Nombre de logements sociaux financés en 2016 : 124 000

[29] Éléments extraits de « État du logement dans l'UE », document de référence bisannuel sur le secteur du logement en Europe, édition 2017 - *The Housing Europe Observatory*, branche chargée de la recherche de *Housing Europe*.

ANNEXE V

PIÈCE JOINTE 2

Note du CGEDD
Le logement « social » (ou « allmännyttig », « au profit de tous ») en Suède

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

MINISTÈRE DE LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE ET SOLIDAIRE

MINISTÈRE DE LA COHÉSION DES TERRITOIRES ET DES RELATIONS AVEC LES COLLECTIVITÉS TERRITORIALES

Conseil général de l'écologie et du développement durable

Section Logement, cohésion sociale, développement territorial

Paris, le 18 juin 2019

Note blanche

Objet : le logement « social » (ou *« allmännyttig », «* au profit de tous ») en Suède

La Suède est un modèle original en matière de politique du logement puisque, depuis la deuxième guerre mondiale, la notion de logement « social » y est, par définition, inexistante, aucune partie du parc n'étant réservée aux ménages les moins aisés. Ce qui se rapproche le plus du logement « social » est désigné par le terme de « *allmännyttig* », c'est-à-dire « au profit de tous » et est géré par les sociétés municipales de logement.

Le secteur public du logement, instrument fondamental de la construction de l'État-providence dans les décennies de l'après-guerre, a peu à peu perdu la place qu'il occupait dans l'organisation sociale du pays et la Suède, après des plaintes déposées auprès de la Commission européenne et les discussions qui se sont ensuivies sur la notion de « logement social » et le rôle des sociétés municipales de logement, est, par étapes successives, au fil des réformes, entrée dans un processus de « banalisation » : le secteur public du logement ne bénéficie plus d'aucune subvention spécifique au constructeur/propriétaire. Il garde néanmoins son rôle de régulation du marché locatif, question qui continue à faire débat (1).

La Suède est aujourd'hui confrontée à une pénurie de logement malgré l'accélération importante des efforts de construction ces dernières années dans le secteur du logement locatif et dans le cadre des coopératives d'habitation. Cette pénurie a entraîné une crise du logement à coût abordable et une bulle immobilière dans les grandes villes, conduisant le gouvernement suédois à prendre des mesures gouvernementales limitant encore l'accès au crédit et pénalisant *de facto* l'accession à la propriété (2).

I. Les sociétés communales de logement sans but lucratif restent un maillon important de la politique du logement en Suède même si l'État suédois a été conduit, sous la pression de l'UE, à « banaliser » le secteur public du logement.

a) La Suède : un modèle original basé sur la neutralité vis-à-vis des statuts d'occupation

En Suède, le parc de logements se décompose de la façon suivante par statut d'occupation : 19 % de locataires dans le parc public, 19 % de locataires- dans le parc privé. 23 % de locataires-propriétaires dans des coopératives de logement (*bostadsrätt)*[1], 39 % de propriétaires occupants.

[1] Les coopératives de logement ***s***ont apparues dans les années 1920 à l'initiative des organisations de locataires locales se sont considérablement développées depuis. Ce type d'habitat vise à apporter des réponses concrètes à la pénurie de logements et aux spéculations immobilières pour donner à chacun la possibilité de contrôler son milieu de vie, sans condition de revenus.

Lorsqu'un ménage investit dans un appartement *en Suède*, il devient en fait membre d'une association coopérative (« *bostadsrättsförening* ») et qui possède et gère la copropriété. En tant que membre, il possède un droit de jouissance de l'appartement à travers un bail spécifique, qui autorise les membres à utiliser le logement pour une durée illimitée selon les règles spécifiées dans le statut de la coopérative de logement et à accorder également une participation démocratique à la gestion du logement. En contrepartie, les membres participent au financement de la copropriété par une redevance annuelle couvrant leur quote-part du paiement du prêt et des dépenses de fonctionnement de la coopérative. Lorsque les membres décident de déménager, ils peuvent vendre leur contrat de location coopérative au prix du marché.

Cet équilibre tient pour beaucoup, même si le système de financement du logement a été restructuré depuis lors et les subventions directes au logement abolies dans les années 1990, à la décision prise en 1945 par le premier comité du logement du gouvernement de fournir les mêmes subventions pour tous les types de logements en fonction de leurs coûts relatifs, qu'il s'agisse de logements locatifs dans le parc public ou dans le parc privé, de logements en coopérative d'habitation ou de logements en propriété privée.

Cette neutralité visait à maintenir l'abordabilité des logements pour tous les citoyens, quelle que soit leur situation économique.

b) Une conception universelle du logement social ou « logement pour tous » conservée en contrepartie de la suppression des aides aux sociétés de logement municipales

Les sociétés municipales de logement sont issues du modèle social-démocrate de l'État.

Le parc locatif public est composé pour l'essentiel de logements détenus par des sociétés municipales de logement dont le but est de fournir un logement pour tous, *« allmännyttig »*.

Si les communes disposent d'un droit de réservation sur une petite partie du parc de logements afin de loger des ménages en difficulté (moins de 1 % des logements sont loués par des autorités sociales et sous-loués à ces ménages), l'accès au logement public en général ne fait pas l'objet de critères spécifiques d'attribution (ces logements sont ouverts à tous, indépendamment de l'âge ou du revenu sans qu'aucun plafond de ressources ne soit appliqué aux candidats à un logement) mais d'une simple gestion de listes d'attente en fonction de la date d'inscription.

Les sociétés municipales de logement sont à l'origine des sociétés à responsabilité limitée, détenues à 100 % par les collectivités locales mais qui fonctionnent comme des sociétés à but non lucratif, avec leurs propres conseils d'administration et leurs activités quotidiennes en dehors du contrôle politique direct.

Mises en place dans les années 1930, les sociétés municipales de logement ont été un instrument fondamental de la construction de l'État-providence suédois et le fait qu'elles proposent une offre de logement qui s'adresse à l'ensemble de la population en complément de l'offre présente sur le marché correspond bien au caractère « universel » de la politique que les sociaux-démocrates ont menée après-guerre.

Le premier signe de changement dans le secteur du logement social est apparu au début des années 1990, avec la réduction des subventions pour le logement et de la régulation par l'État. À partir de 1991, une égalisation des conditions des emprunts, traditionnellement plus favorables au logement social qu'au secteur privé, a été introduite et, en l'espace de cinq ans, la plupart des subventions ont supprimées.

Une politique de vente de logements du parc public réduisant le parc locatif

Pendant cette même décennie, le gouvernement libéral-conservateur a autorisé les locataires en place dans les logements sociaux municipaux à acheter l'appartement qu'ils habitaient par le biais de coopératives de propriétaires occupants.

En 2002, le nouveau gouvernement social-démocrate a introduit un moratoire sur la vente des logements des sociétés municipales de logement (« *Allbolagen »)*, lorsque elle mettait en péril le marché locatif.

En 2007, un nouveau gouvernement libéral-conservateur a décidé d'autoriser à nouveau les locataires occupants à acheter leurs logements dans le cadre d'une coopérative de propriétaires. A noter que ce *« right-to-buy »* a été offert aux locataires municipaux et privés. Il a entraîné une diminution du nombre d'appartements locatifs disponibles, en particulier dans les trois principales villes du pays, Stockholm, Malmö et Göteborg. Au total, 160 000 appartements ont été vendus à des locataires depuis 2000, dont trois sur quatre ont été vendus à Stockholm. Les locataires d'un immeuble ont eu la possibilité d'acheter tout l'immeuble et de former une coopérative appartenant à ses locataires. Il faut une majorité des deux tiers pour que le transfert ait lieu.

Deux plaintes contestant certaines aides de l'État accordées aux sociétés municipales de logement ont toutefois conduit à supprimer tout soutien au logement public

Deux plaintes ont été déposées en 2002 par l'organisation des propriétaires immobiliers privés auprès de la Commission européenne. Elles visaient les aides accordées aux sociétés municipales de logement pour faire face aux restructurations des sociétés dans les marchés régionaux en dépression ou pour développer l'offre de logements accessibles dans les marchés tendus comme

dans la région de Stockholm, au motif qu'elles ne seraient pas compatibles avec les règles du droit européen de la concurrence.

En 2005 un comité gouvernemental est chargé d'étudier le conflit possible entre la législation suédoise et la législation de l'UE. Du rapport publié en 2008[2], on peut retenir les trois options étudiées :

- Circonscrire le système des sociétés municipales au périmètre du logement social tel que défini par la Commission (fourniture de logements inférieurs au prix du marché et destinés aux groupes sociaux les plus désavantagés ou moins avantagés socialement ou encore à certaines catégories de salariés) de façon à résoudre la question des aides d'État, alors permises ;
- Mettre en place un système mixte de logements publics municipaux avec du logement social pour une partie de la population sous plafonds de ressources et du logement public plus ouvert, en limitant les aides d'État au secteur social ;
- Maintenir un système universel de logement public mais ne bénéficiant alors d'aucune aide d'État et respectant le principe d'égalité de traitement avec les acteurs privés.

C'est cette dernière option qui a été retenue par le gouvernement de centre-droit suédois dans un projet de loi présenté en 2009 après concertation avec les acteurs concernés du marché du logement. La loi entrée en application le 1er janvier 2011 a ainsi entamé un processus de « normalisation » du secteur public du logement en supprimant les droits spéciaux des sociétés municipales de logement et en permettant à tout opérateur d'accéder aux aides du logement « social ». Elle a prévu que les sociétés municipales de logement ne pouvaient plus recevoir de subventions publiques spécifiques[3] et devaient désormais, tout en ayant des responsabilités sociales, fonctionner de façon rentable et atteindre leur équilibre financier dans les mêmes conditions que les propriétaires du parc privé. Elles empruntent donc leurs capitaux sur les marchés financiers au prix du marché et assument désormais elles-mêmes les risques économiques de leur activité.

c) Un mode de fixation des loyers, centré sur la notion d'intérêt général et qui confère de facto au parc public un rôle de régulation des loyers du parc locatif dans son ensemble.

La particularité du système de logement suédois réside maintenant dans le fait que les évolutions annuelles des loyers dans le parc public servent de base à la définition par les tribunaux d'une indexation des loyers dans le parc locatif privé. Les sociétés municipales de logement étant sans but lucratif, le loyer négocié pour le parc public est basé sur une valeur d'utilisation. Ce loyer sert ensuite de référence : le montant des loyers du marché privé ne peut excéder « substantiellement » celui d'un logement public équivalent dans le voisinage. Le mode de fixation des loyers permet donc une régulation du marché privé par le secteur public et les loyers ne diffèrent pas beaucoup entre secteurs privé et public en Suède.

Dans le cadre de ses « recommandations-pays » relatives aux marchés du logement, établies au titre de la gouvernance économique, le Conseil européen demande régulièrement à la Suède de supprimer les contrôles exercés sur les loyers au motif qu'ils sont trop exigeants et que « *les loyers inférieurs à ceux du marché créent des effets de verrouillage et de séparation entre ceux qui sont intégrés au système et ceux qui en sont exclus* »[4]. Le système est critiqué comme n'incitant pas à l'investissement locatif privé et comme orientant les investissements et la demande vers l'accession à la propriété.

Le régime de négociation des loyers a toutefois été réformé mais à la marge : jusqu'en 2011, c'étaient les négociations entre les sociétés municipales de logement et les seules associations de locataires qui fixaient les évolutions de loyer ; en 2011, les associations de propriétaires se sont vu octroyer un statut égal aux associations de locataires dans le processus de négociation.

---

[2] « *EU, allmännyttan och hyrorna* » ou « *EU, the public housing companies and rent setting* » - 2008 – disponible sur www.regeringen.se/sb/d/108/a/103365

[3] À l'initiative des conservateurs à leur retour au pouvoir en octobre 1991, le financement du logement avait déjà fait l'objet d'une réforme drastique dans les des années 1990poursuivie par les sociaux-démocrates.

[4] « Recommandation du Conseil concernant le programme national de réforme de la Suède pour 2019 et portant avis du Conseil sur le programme de convergence de la Suède pour 2019 » - Conseil de l'Union européenne – 5 juin 2019.

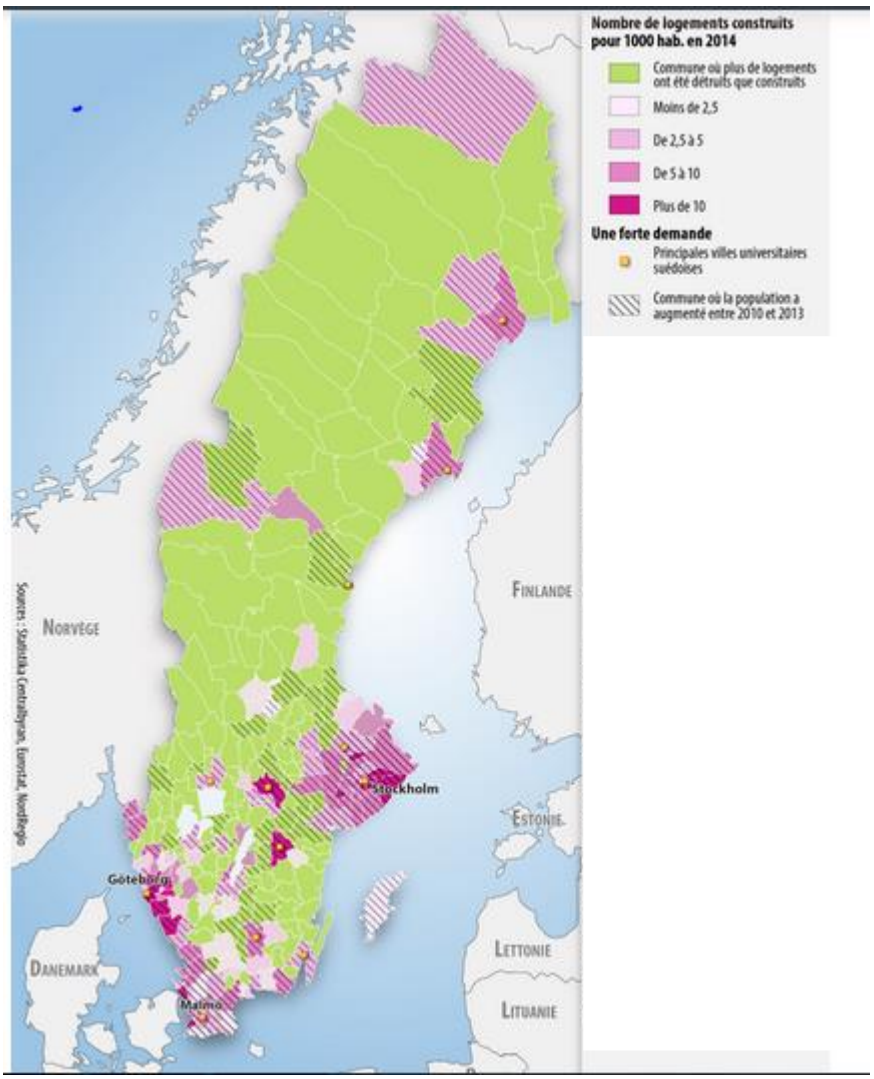
II. La Suède est aujourd'hui confrontée à une crise du logement non locatif à coût abordable et de bulle immobilière, dans un contexte général de pénurie de logements dans les grandes villes.

a) Une situation différenciée du marché du logement suivant les zones considérées, avec une pénurie de logements dans les grandes villes

La situation est très variée sur le marché du logement, notamment parce que les régions du Nord se dépeuplent au profit de la moitié Sud du pays, où se situent les grandes agglomérations (Stockholm, Göteborg, Malmö). On a donc plusieurs types de marchés du logement, avec des problématiques différentes (cf. la carte ci-après[5]) :

- Les municipalités rurales et de petite taille sont confrontées à des logements vides. Ces dernières années, 5 000 logements par an ont été démolis car personne ne souhaitait y habiter. Sans aides publiques, l'entretien ou la démolition des stocks de logements vides peuvent créer des problèmes financiers importants dans certaines régions pauvres.
- Dans les municipalités de taille moyenne, les sociétés publiques de logement sont en concurrence avec les propriétaires privés pour attirer les locataires.
- Les métropoles sont confrontées à un déficit de logements notamment en raison de l'urbanisation importante du pays (la Suède a l'un des taux d'urbanisation les élevés de l'Union européenne) et de la forte croissance de la population (immigration notamment). Sur l'ensemble des communes, 255 sur 290 communes font état d'une pénurie de logements, en particulier pour les jeunes, les nouveaux arrivants et les personnes âgées qui sont à la recherche d'un appartement plus adapté à leurs besoins.

5 « Etat des lieux en 2014 » - *Statistika Centralbyran*, Eurostat, issu de « La Suède a besoin de 600 000 nouveaux logements d'ici 2025 » - Kristen Collie – 14 mars 2018, mis à jour le 13 avril 2018, disponible sur Lepetitjournal.com.



b) Un effort de construction important reste nécessaire malgré les progrès des dernières années.

Avec la stagnation de la production de nouveaux logements depuis les années 1990 et, plus récemment, l'accélération des taux de croissance entraînant l'absorption totale de l'offre excédentaire produite pendant le programme *« One million dwellings »* des années 1960 et 1970, le marché immobilier suédois est confronté à une grave pénurie de logements.

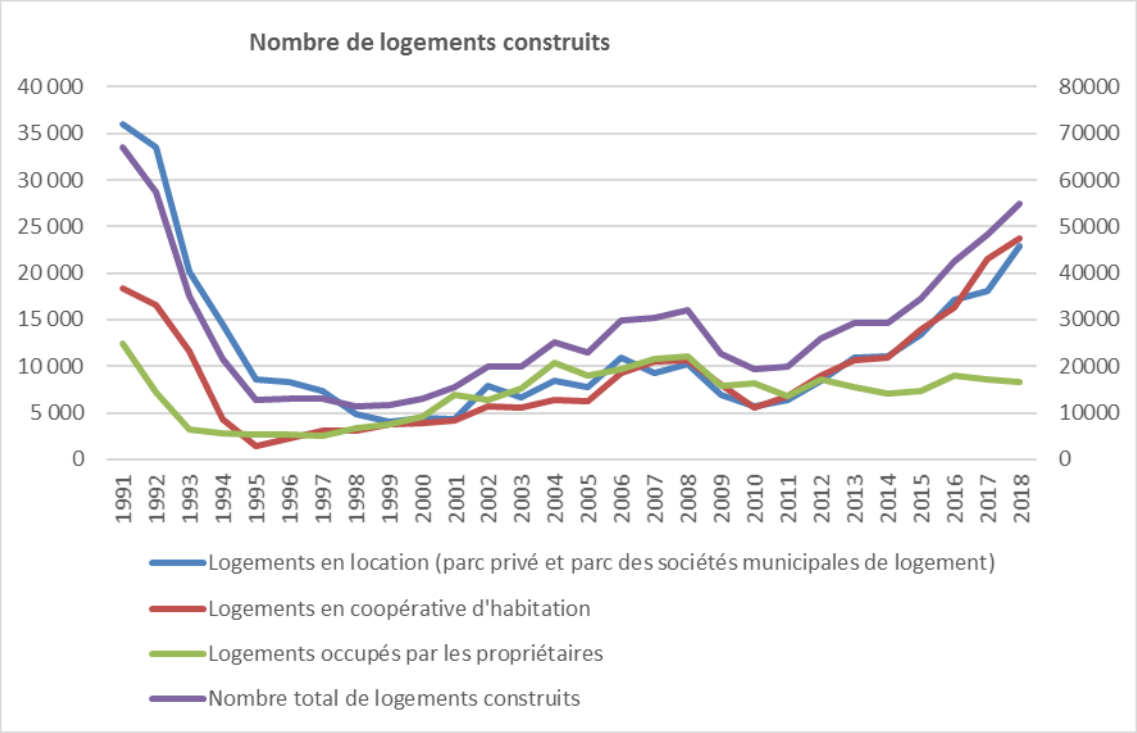
Lors de la campagne électorale de 2014, tous les principaux partis se sont rejoints sur la nécessité de construire 700 000 nouveaux logements dans le pays au cours de la décennie suivante, objectif nécessitant le doublement du chiffre de la construction. Cependant, aucun consensus sur la manière d'atteindre ces objectifs n'a été trouvé entre le centre-gauche, à la recherche de logements locatifs financés par l'État, et le centre-droit, qui souhaite davantage de mesures de déréglementation pour encourager la construction privée.

Des mesures ont néanmoins été prises à partir de 2014 pour relancer la construction, telles que la simplification des permis de construire et le vote d'un budget de 3,2 milliards d'euros en 2016 pour soutenir l'effort de construction de logements.

La construction de logements neufs a ainsi significativement augmenté ces 5 dernières années, faisant passer la Suède, qui affichait, avec le Royaume-Uni et les Pays-Bas, un des nombres de logements construits pour 1000 habitants parmi les plus bas de l'UE, à un chiffre qui la place au-dessus de la moyenne des pays européens (3,5 logements construits pour 1000 habitants, la France étant en tête avec plus de 6 logements construits pour 1000 habitants)[6]. Cf. le graphique[7] ci-dessous.

---

[6] https://www.cget.gouv.fr/actualites/la-france-construit-le-plus-de-logements-neufs-en-europe



Toutefois, une pénurie subsiste, en particulier en ce qui concerne les logements abordables autour des grandes villes et l'offre de logements neufs n'a pas atteint les besoins estimés à court terme : le Conseil national suédois du logement, de la construction et de la planification faisait état en 2018 d'un besoin de 600 000 nouveaux logements d'ici 2025.

Le nombre de ménages en attente d'un logement locatif à Stockholm est ainsi passé de moins de 100 000 en 2000 à 550 000 en 2016[8] (comparé à une population de la ville égale à 940 000) et les temps d'attente moyens étaient de 9 ans à Stockholm et jusqu'à 16 ans dans des quartiers attractifs[9].

c) La pénurie de logements locatifs a d'abord entraîné un report sur l'accession et ensuite une surévaluation des prix de l'immobilier.

La pénurie de logements locatifs (parcs public et privé), particulièrement marquée dans les centres urbains, a entraîné un report vers l'accession à la propriété à partir les années 90 jusqu'à la crise de 2007-2008. Ensuite, au moment de la reprise immobilière, la plupart des nouvelles productions se font dans les logements coopératifs, aux prix plus accessibles (cf. graphique précédent).

En conséquence de l'augmentation de la demande plus forte en accession classique et dans la formule de la coopérative d'habitation, et des taux d'intérêt extrêmement faible (voire négatifs) sur la couronne suédoise, les prix des logements se sont beaucoup appréciés créant une crise croissante en matière d'accessibilité des logements et alimentant la formation d'une bulle sur le marché immobilier. La Suède est ainsi l'un des rares pays en Europe où les prix immobiliers ont repris leur hausse dès 2009, malgré la crise, ce qui a accru le surendettement des ménages : les prix de l'immobilier suédois ont augmenté de 39 % entre janvier 2012 et juillet 2017[10]. À Stockholm, les prix des appartements ont augmenté de 54 % de 2013 à 2015 illustrant les conditions de marché les plus difficiles dans les centres des villes très demandés. Les prix évoluent depuis lors de manière plus modérée tout en restant bien au-dessus des sommets historiques : l'appréciation annuelle était de 5 % en 2016,

---

[7] Source : « Statistics Sweden, Housing, construction and building » disponibles sur http://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/en/ssd/

[8] Source : *Stockholm Housing Agency*.

[9] « *The official way to get an apartment in Stockholm, Sweden is to put your name on a list and wait 10 years* » – Tom Turula – 17 août 2017.

[10] Selon l'agent immobilier Fastighetsbyrån.

Selon la banque d'investissement américaine Goldman Sachs, la Suède figurait en 2017 parmi les 5 marchés immobiliers les plus surévalués du monde. La banque centrale de Suède avait également observé que la tendance actuelle était inquiétante dans un rapport en 2016[11].

La Suède a récemment pris des mesures pour assainir son marché de l'immobilier : l'acquéreur doit maintenant avoir un apport d'au moins 15% du prix d'achat et amortir, chaque année, une partie du prêt. Les banques ont également commencé à donner plus de poids aux prêts immobiliers dans leur calcul du risque.

***
*

[11] Source : *Sveriges riksbank*, revue économique - 2016:

Annexe -

Analyse comparée du logement social en Suède et en France[12]

Axe	Suède	France
Rôle du logement social de l'après-guerre jusqu'aux années 70[13]	À partir des années 1950, le parti social-démocrate qui domine en Suède vise « Un bon logement pour tous », objectif général de la politique du logement et également objectif important de la politique de protection sociale. La politique du logement est axée sur l'offre, avec le soutien financier général de l'État à la construction pour tous les types de producteurs de logements, pour tous les statuts d'occupation et pour tous les types de ménages. L'État introduit une allocation de logement pour les ménages les plus pauvres, les familles pauvres avec beaucoup d'enfants et les retraités les plus pauvres pour lesquels les sociétés de logement municipales avaient jusqu'à présent construit avec l'aide de prêts spéciaux de l'État. Ce sont toutefois les sociétés communales de logement qui, avec les coopératives de logement, sont les acteurs clefs permettant d'atteindre les objectifs de construction du programme « Un million de logements » lancés par les sociaux-démocrates à partir des années 60 pour construire 100 000 nouveaux logements par an pendant 10 ans. La politique social-démocrate suédoise du logement n'intègre pas dans ses principes régulation des loyers, contraire à l'approche par le marché : c'est l'augmentation de l'offre qui doit renforcer la position de négociation du locataire et empêcher les propriétaires privés d'appliquer des loyers élevés. Le débat dans les années 1960 porte donc principalement sur la manière et le moment de supprimer la réglementation des loyers instaurée à titre temporaire pendant la deuxième guerre mondiale. Dans les années 1970, le gouvernement trouve enfin une solution au problème en reproduisant un système qui fonctionne bien sur le marché du travail : ils mettent en place une négociation collective entre les organisations présentes sur	Au sortir de la seconde guerre mondiale, les besoins en logements (reconstruction puis construction pour passer de 12 millions de logements en 1946 à 21 millions en 1975) sont tels qu'une intervention financière massive de l'État (sous forme d'aides à la pierre pour l'essentiel) s'impose pour construire des logements collectifs, notamment locatifs sociaux, et des maisons individuelles. En 1976, le gouvernement lance la politique de la ville pour remédier au processus de dégradation du parc HLM et de marginalisation de ses habitants. En 1977, il engage une réforme en profondeur du financement du logement qui vise à mieux solvabiliser les ménages et à favoriser l'accession à la propriété. La réforme crée l'aide personnalisée au logement (APL) en complément de l'allocation de logement familiale (ALF) et marque la fin d'un système basé essentiellement sur l'aide à la pierre, diminuée fortement, avec une conception du logement où le marché doit répondre aux besoins et le parc social à la marge pour ceux qui ne peuvent pas se loger dans les conditions du marché. Trois types de prêts sont aussi créés : le prêt locatif aidé (PLA) destiné aux organismes d'HLM pour la création de logement locatif, la prime à l'amélioration des logements à usage locatif et à occupation sociale (PALULOS) la réhabilitation et un prêt aidé à l'accession à la propriété (PAP) pour l'accession à la propriété sociale.

[12] Source : pour l'essentiel, données de *Housing Europe*, la fédération européenne du logement social, disponibles sur www.housingeurope.eu

[13] Sources pour la Suède :

- « *The effect of EU legislation on rental systems in Sweden and the Netherlands* » – *Royal Institute of Technology, School of Architecture and the Built, Department of Real Estate and Construction Management Environment*, Marja Elsinga and Hans Lind – Janvier 2012 ;
- « *A history of the Swedish system of non-profit municipal housing* » – *Boverket, Swedish Board of Housing, Building and Planning* – October 2008.

Axe	Suède	France
	le marché, le syndicat des locataires et les sociétés de logement municipales qui dominent le marché locatif, les loyers dans le parc privé devant suivre l'évolution des loyers dans le parc public.	
Définition du logement social (*« allmännyttig »* pour la Suède)[14]	En Suède, le terme « logement social » n'est pas utilisé. Le secteur correspondant s'appelle *« allmännyttig »*, ce qui signifie littéralement « au profit de tous ». Il correspond bien, dans un contexte international, au concept de « logement social ». Ce secteur comprend les logements locatifs appartenant à des sociétés de logement municipales. Ces sociétés de logement sont sans but lucratif et ont un objectif d'intérêt général consistant à favoriser l'offre de logements dans leur municipalité non seulement pour les plus vulnérables, mais pour tous les types de personnes.	Logement spécifique sur le marché du logement, réglementé par des dispositions juridiques du Code de la construction et de l'habitation (CCH) différentes de celles du Code civil. Le logement social comprend la construction, le développement, l'allocation et la gestion de logements locatifs sociaux ainsi que l'accession sociale à la propriété.
Bénéficiaires du logement social[14]	Pour éviter la stigmatisation des ensembles de logements sociaux ou des zones résidentielles, le secteur est ouvert à tous. Il n'y a pas de limite de revenu ou d'autres limites similaires. L'objectif est de fournir un logement à tous, y compris aux moins favorisés. Cependant, dans la pratique, ce ne sont généralement pas les riches qui vivent dans le secteur du logement social. Par rapport aux autres secteurs et formes d'occupation, les résidents de logements sociaux sont en moyenne moins bien lotis. Ils ont un revenu inférieur, affichent des taux de chômage plus élevés et reçoivent plus d'avantages sociaux. Il s'agit également, dans une plus large mesure, de personnes célibataires ou monoparentales et plus souvent d'immigrants.	L'accès au logement social est limité par des plafonds de revenus instaurés au niveau national et variant selon la zone où le logement est situé et selon la taille du ménage. Les plafonds de revenus are instaurés à un niveau qui inclut virtuellement une grande partie de la population afin de permettre un certain degré de mixité sociale. Néanmoins, le secteur du logement social a connu une augmentation constante de la proportion des ménages pauvres avec près d'un tiers de tous les ménages occupants HLM sous le plafond de pauvreté. De plus, la loi DALO de 2007 a établi l'accès prioritaire aux demandeurs appartenant à 6 catégories : SDF, personnes en risque d'expulsion n'ayant pas la possibilité de trouver un autre logement, personnes avec un logement temporaire, personnes dans des logements insalubres ou inadaptés, ménages avec enfants dans des logements surpeuplés ou indécents personnes handicapées. La loi permet aux demandeurs de bonne foi de faire un recours contentieux à l'encontre des autorités locales en cas de non-réponse à leur demande de logement.
Loyers dans le parc des bailleurs sociaux[15]	Le dispositif d'encadrement des loyers s'applique uniformément à l'ensemble du parc locatif, qu'il soit public ou privé. Le niveau des loyers ainsi que les augmentations de loyer ne sont pas réglementés par des mesures légales ou administratives, mais reposent sur des négociations collectives	Le logement social est défini selon le type de financement public accordé (prêt sur fonds d'épargne et subvention de l'État). Ce financement conditionne le niveau de loyer et le plafond pour être éligible au logement. Les loyers sont basés sur les coûts nets de construction après

[14] Source : http://www.housingeurope.eu/section-15/resources-articles?type=country-profile

[15] Source : « *A history of the Swedish system of non-profit municipal housing* » – *Boverket, Swedish Board of Housing, Building and Planning* – October 2008.

Axe	Suède	France
	annuelles au niveau municipal entre les associations de locataires et la société de logements municipaux, qui déterminent les loyers de référence. Ces négociations des évolutions annuelles des loyers dans le parc public servent ensuite de base à la définition par les tribunaux d'une indexation des loyers dans le parc locatif privé. Ce dispositif a été introduit dans la loi en 1974, après avoir été un objectif implicite depuis la fin du contrôle des loyers et son remplacement par le système de « valeur utilitaire » (« utility value ») en 1968[16].	prise en compte des subventions alloués par l'État et par les collectivités locales et des incitations fiscales (aides à la pierre). Si les revenus du ménage augmentent au-delà des plafonds de revenus, les loyers augmentent en conséquence (surloyers). Les logements sociaux appartiennent à l'une des trois catégories suivantes : - Logement PLAI : logement financé avec un « prêt locatif aidé d'intégration » ; - Logement PLUS : logement financé avec un « prêt locatif à usage social » ; - Logement PLS : logement financé avec un « prêt locatif social ». Si seuls ces trois types sont considérés comme du logement social pour la loi de solidarité et de renouvellement urbain ((SRU), il existe aussi du logement PLI, logement financé avec un « prêt locatif intermédiaire », considéré comme du logement intermédiaire. Ces différents types de logements peuvent se trouver dans un même ensemble d'immeubles.
Aides logement à la personne	Les allocations de logement sont versées aux familles avec des enfants et aux jeunes (de 18 à 28 ans) sans enfant, sous conditions de revenus. Leur attribution dépend du revenu, du nombre d'enfants à charge, du coût du logement et de sa superficie. Le calcul du montant de l'allocation de logement est effectué à partir des revenus présumés de l'année civile en cours. Si, à la fin de l'année, les revenus réels ont été plus élevés, l'intéressé peut être amené à rembourser une partie de l'allocation versée.	L'adaptation de la charge de loyer aux revenus du ménage, au-delà de l'offre d'un loyer modéré qui même plus faible que le marché peut rester élevé pour un ménage très modeste, passe par l'attribution par la puissance publique d'une aide financière : les aides personnelles au logement (APL) pour aider au paiement du loyer. Il en existe de 3 types[18] qui se distinguent par leurs conditions d'attribution et non par leur mode de calcul. Leur montant dépend notamment des ressources de votre foyer :

[16] Ce système de valeur utilitaire (« *utility value* ») a été introduit par la loi de 1968 qui prévoit comment un litige lié au loyer doit être réglé devant le tribunal : pour évaluer le caractère raisonnable du loyer, il est nécessaire à comparer au loyer des appartements équivalents en termes de « valeur utilitaire ».

Lorsque le contrôle des loyers a été aboli, le système de la valeur utilitaire a été introduit pour protéger les locataires, en particulier dans les zones en pénurie de logements. Son but était de permettre une transition vers un système de marché permettant l'évolution des loyers. Les loyers pour la comparaison devaient être pris parmi les loyers les plus élevés d'appartements de même valeur utilitaire dans la même zone et non basés uniquement sur des exemples de loyers très élevés. Les références n'étaient pas prises parmi les loyers moyens, car on pensait que ce système préserverait la structure de loyers existante et irait à l'encontre de la flexibilité souhaitable dans la fixation des loyers. Ainsi, le système d'utilité en tant que tel ne visait pas à limiter les augmentations de loyer, mais à protéger les droits des locataires. Néanmoins, les sociétés de logement sans but lucratif étant *de facto* les bailleurs qui dominaient le marché, on s'attendait à ce que les loyers au coût préférentiel appliqués aux logements municipaux servent de niveau directeur et permettent ainsi de contrôler et de modérer le niveau général des loyers.

Un examen ultérieur du dispositif ayant indiqué, en 1973, qu'il y avait un doute, dans la pratique juridique, sur le fait que les loyers des logements des autorités municipales se soient vu attribuer ce rôle de référence des loyers, et ce rôle, selon la commission des questions juridiques, étant considéré comme une nécessité pour empêcher une augmentation injustifiée du niveau général des loyers, il a donc été prévu par la loi qu'à partir de 1974, toutes les évaluations de loyers, et pas seulement celles, situées dans les zones de pénurie, se feraient principalement par comparaison avec les loyers du parc de logements municipaux.

Axe	Suède	France
	Pour les jeunes de 18 à 28 ans, les revenus annuels doivent être inférieurs à 9 330 € pour un célibataire et à 11 157 € pour un jeune couple ; le montant mensuel maximal de l'allocation est de 140 €. Pour les familles, les revenus annuels du ménage doivent être inférieurs à 45 825 € ; le montant mensuel maximal de l'allocation est de 344 € (familles avec un enfant), 430 € (familles avec deux enfants) ou 527 € pour une famille avec trois enfants ou plus.[17]	- L'aide personnalisée au logement (APL) : elle est versée si le logement fait l'objet d'une convention entre le propriétaire et l'État quelle que soit la situation familiale (célibataire, marié, avec ou sans personne à charge) du ménage ; la plupart des logements HLM sont conventionnés ; - L'allocation de logement familiale (ALF) : elle est versée en raison de la situation familiale dans l'une des situations suivantes : bénéficiaires de prestations familiales ou de l'allocation d'éducation de l'enfant handicapé (AEEH), un enfant à charge d'au plus 21 ans mais pas de prestations familiales ou d'AEEH, jeune ménage, personne enceinte, seule ou vivant en couple sans personne à charge à compter du quatrième mois de la grossesse et jusqu'au mois civil de la naissance de votre enfant, ascendant de plus de 65 ans (ou 60 ans, s'il est inapte au travail, ancien déporté ou ancien combattant) à charge et ne disposant pas de ressources supérieures au plafond de l'allocation de solidarité aux personnes âgées (ASPA), ascendant ou descendant ou collatéral atteint d'une infirmité entraînant une incapacité permanente d'au moins 80 % ou qui est, compte tenu de son handicap, dans l'impossibilité reconnue par la commission des droits et de l'autonomie des personnes handicapées (CDAPH) de se procurer un emploi ; - L'allocation de logement sociale (ALS) : elle est versée en fonction des ressources quand l'APL ou l'ALF n'est pas versée.
Organismes de logement social[14]	Les sociétés de logement municipales sont organisées en sociétés par actions (sociétés à responsabilité limitée). Dans la plupart des cas, les autorités locales détiennent toutes les actions. Elles fonctionnent selon des principes analogues à ceux d'une entreprise. La Suède ne qualifie pas explicitement ces sociétés communales de logement d'entreprises de logement social.	Organismes d'habitation à loyer modéré, sociétés publiques ou privées chargées d'une mission spécifiques d'intérêt général à but non lucratif sous le contrôle du ministère chargé du logement. Dans une moindre mesure, sociétés d'économie mixte (SEM) et ONG.
Financement du logement social[14]	Attachant une grande importance au rôle jouée par les sociétés municipales de logements en tant que constructeurs et gestionnaires de logements sans but lucratif dans les années	La majeure partie du financement pour la construction neuve de logement locatif social vient de prêts financiers accordés par la Caisse des dépôts qui centralise l'épargne des « Livrets A »,

[18] Source : https://www.service-public.fr/particuliers/vosdroits/F31864

[17] Source : CAF (chiffres de 2014).

Axe	Suède	France
	60, l'État suédois leur octroient des prêts allant jusqu'à 100 % du coût de leurs dépenses initiales et d'importantes subventions pour bonifier les taux d'intérêts. Aujourd'hui, il n'y a plus de subventions générales au logement. Les investissements dans les logements sociaux doivent être financés par les revenus provenant des loyers. Les sociétés de logement public ne bénéficient d'aucun avantage ou avantage particulier par rapport au secteur locatif privé.	épargne dont le taux d'intérêt est régulé et qui n'est pas soumet à des impôts sur le capital. Chaque ménage français a le droit d'ouvrir un Livret A non soumis aux taxes dans sa banque. L'épargne des Livrets A est centralisée par la Caisse des dépôts, qui rémunère les banques pour leur coût de la collecte et avec un taux d'intérêt défini. Parmi les autres sources de financement, on trouve : - Les subventions et les prêts des employeurs (financement appelé initialement le « 1% Logement », nom de la cotisation qui a été créée pour aider le logement des salariés, aujourd'hui devenu « Action logement ») ; - Les garanties apportées par les collectivités territoriales ou par le fond de garantie HLM. Le financement type pour une opération en 2015 (grande ville) est[19] : - 18 % de fonds propres ; - 7 % de subventions des collectivités territoriales (4 %), de subventions de l'État (moins de 1 %) et de contribution de la participation des employeurs à l'effort de construction (PEEC) (2 %) ; - Prêts sur fonds d'épargne (75 %). En incluant les économies non visibles lors du financement[19] : - Fonds propres : 13,6 % - Subventions : 5,4 % ; - Prêts sur fonds d'épargne (57 %) ; - Bonification de prêts (7,5 %) ; - Avantages fiscaux (exonération de TFPB et TVA à 10 %) : 15,4 % ; - Garanties : 1,1 %.
Panorama logement actuel[20]	Propriétaires occupants : 39 % Propriétaire-locataire dans une coopérative d'habitation (« *tenant ownership* » ou « *bostadsrätt* ») : 23 % Location dans le parc privé : 19 % Location dans le parc public : 19 %	Propriétaires occupants : 57,9 % Location dans le parc privé : 23 % Location dans le parc social : 16,8 % Autre : 2,4 % Nombre de logements / 1000 habitants (2016) : 531

[19] Source : calculs sur la base des chiffres extraits de « *2018, a turning point for social housing in France* » - *Housing finance international*, Jean-Pierre Schaeffer – Automne 2018.

[20] Éléments extraits de « État du logement dans l'UE », document de référence bisannuel sur le secteur du logement en Europe, édition 2017 - *The Housing Europe Observatory*, branche chargée de la recherche de *Housing Europe*.

Axe	Suède	France
	Nombre de logements / 1000 habitants (2014) : 479 Nombre de logements produits en 2015 : 47 209	Nombre de logements sociaux (2016) : 4,8 millions Nombre de logements sociaux financés en 2016 : 124 000

ANNEXE VI

Liste des personnes rencontrées

Annexe X

SOMMAIRE

1. CABINET DU PREMIER MINISTRE 1

2. CABINETS MINISTÉRIELS 1

2.1. Action et Comptes publics 1

2.2. Cohésion des territoires et Relations avec les Collectivités territoriales – Ville et Logement 1

2.3. Économie et Finances 1

3. COUR DES COMPTES 1

4. AUTORITÉ DE CONTRÔLE PRUDENTIEL ET DE RÉSOLUTION (ACPR) 1

5. ADMINISTRATIONS D'ETAT 1

5.1. Direction générale du Trésor 1

5.2. Direction de la législation fiscale 2

5.3. Direction de l'habitat, de l'urbanisme et des paysages (DHUP) 2

6. OPÉRATEURS DE L'ETAT 2

6.1. Agence nationale de contrôle du logement social (Ancols) 2

6.2. Caisse de garantie du logement locatif social (CGLLS) 2

7. GROUPE CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS 2

8. BANQUE EUROPÉENNE D'INVESTISSEMENT 2

9. COLLECTIVITÉ TERRITORIALES ET INSTANCES DE REPRÉSENTATION DES COLLECTIVITÉS TERRITORIALES 3

9.1. Grand Lyon 3

9.2. Association des maires de France (AMF) 3

9.3. France Urbaine 3

10. UNIONS ET FÉDÉRATIONS REPRÉSENTANT DES OPÉRATEURS DE LOGEMENT SOCIAL 3

10.1.. Union sociale pour l'habitat (USH) 3

10.2.. Fédération nationale des entreprises publiques locales (FNEPL) 3

10.3.. Fédération nationale des entreprises sociales de l'habitat (FNESH) 3

10.4.. Fédération nationale des offices publics de l'habitat (FNOPH) 4

11. ACTION LOGEMENT 4

Annexe X

12. ORGANISMES DE LOGEMENT SOCIAL 4

12.1.. Groupe Arcade 4
12.2.. CDC Habitat 4
12.3.. Cristal Habitat 4
12.4.. Domaxis (qui devient Sequens) 4
12.5.. Lyon Métropole Habitat 4
12.6.. 1001Vies Habitat 5
12.7.. Groupe Polylogis 5
12.8.. Régie immobilière de la ville de Paris (RIVP) 5

13. AUTRES ACTEURS ÉCONOMIQUES 5

13.1.. Investisseurs institutionnels, compagnies d'assurance 5
13.1.1. Allianz Real Estate 5
13.1.2. AXA Investment Managers 5
13.1.3. CNP Assurances 5
13.1.4. Groupe Crédit Agricole 5
13.1.5. SwissLife Asset Managers 6
13.1.6. ERAFP, Etablissement de Retraite additionnelle de la Fonction publique 6
13.2.. SNCF Immobilier 6
13.3.. Banques d'investissement 6
13.3.1. Arkea 6
13.3.2. Bucéphale-finance 6
13.3.3. BNP Paribas-Real Estate 6
13.3.4. BNP Paribas-CARDIF 6
13.3.5. BPCE 6
13.3.6. HSBC France 7
13.4.. Autres investisseurs privés dans l'immobilier 7
13.4.1. Association française des sociétés de placement dans l'immobilier (ASPIM) 7
13.4.2. Blackstone 7
13.4.3. Gecina 7
13.4.4. TwentyTwo Real Estate et Scaprim Asset Management 7
13.4.5. Vonovia 7
13.5.. Promoteurs immobiliers 8
13.5.1. Nexity 8
13.6.. Expertise et conseil en immobilier 8
13.6.1. CBRE 8
13.6.2. Jones Lang Lassalle Expertises (JLL) 8

14. UNIVERSITAIRES 8

15. PERSONNALITÉS QUALIFIÉES 8

16. ALLEMAGNE 9

16.1.. Interlocuteurs allemands 9
16.2.. Service économique régional de Berlin 9

1. Cabinet du Premier ministre

M. Tristan BARRÈS, conseiller technique Logement

M. Nathanaël MASON-SCHULER, conseiller technique Financement de l'économie et Investissements

2. Cabinets ministériels

2.1. Action et Comptes publics

M. Florian COLAS, conseiller Fiscalité, Logement, Entreprises

2.2. Cohésion des territoires et Relations avec les Collectivités territoriales – Ville et Logement

M. Philippe COURT, directeur du cabinet de la ministre de la Cohésion des territoires et des Relations avec les Collectivités territoriales

M. David PHILOT, directeur du cabinet du ministre chargé de la Ville et du Logement

M. Jérôme MASCLAUX, directeur adjoint du cabinet du ministre chargé de la Ville et du Logement

M. Nicolas CHÉREL, conseiller budgétaire, Finances

2.3. Économie et Finances

M. Emmanuel MONNET, conseiller Financement de l'économie

3. Cour des comptes

M. Philippe HAYEZ, Conseiller-maître

M. Christian GALLIARD DE LAVERNÉE, Conseiller-maître honoraire

4. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

M. Florian DELVA, responsable de pôle

Mme Marie GARCIA, chargée des fonds d'épargne

5. Administrations d'Etat

5.1. Direction générale du Trésor

M. Jérôme REBOUL, sous-directeur des Banques et des Financements d'intérêt général

M. Laurent GUERIN, chef du bureau du Financement du Logement et d'Activités d'intérêt général

5.2. Direction de la législation fiscale

Mme Lucile Poivert, cheffe du bureau B1, assiette de la fiscalité directe des entreprises

5.3. Direction de l'habitat, de l'urbanisme et des paysages (DHUP)

M. François ADAM, Directeur

Mme Cécilia BERTHAUD, sous-directrice du Financement et de l'Économie du Logement

Mme Valentine VERZAT, cheffe du bureau des Aides financières

Mme Thuriane MAHÉ, adjointe à la cheffe du bureau des Aides financières

M. Emmanuel RENOUD, chargé de mission Financement du logement locatif

M. Yves-Laurent Sapoval, expert de haut niveau

6. Opérateurs de l'Etat

6.1. Agence nationale de contrôle du logement social (Ancols)

M. Pascal MARTIN-GOUSSET, Directeur général

M. Akim TAïROU, Directeur général adjoint

6.2. Caisse de garantie du logement locatif social (CGLLS)

M. Denis BURCKEL, Directeur général

7. Groupe Caisse des dépôts et consignations

M. Olivier SICHEL, Directeur général adjoint

M. Olivier MAREUSE, directeur des Gestions d'actifs et directeur des Fonds d'épargne

M. François-Louis RICARD, directeur financier du Fonds d'épargne

Mme Marianne LAURENT, directrice des Prêts et de l'Habitat

M. Michel PUPIN, responsable du département Prêteurs

M. Pierre LAURENT, responsable du département du Développement

M. Didier Le BRAZIDEC, Directeur général délégué de Tonus Territoires

8. Banque européenne d'investissement

M. David MORGANT, spécialiste senior Développement urbain, direction des Projets

9. Collectivité territoriales et instances de représentation des collectivités territoriales

9.1. Grand Lyon

Mme Corine AUBIN-VASSELIN, directrice de l'Habitat et du Logement

Mme Valérie MUNIER, chef du service Développement et Renouvellement de l'Offre de l'Habitat

9.2. Association des maires de France (AMF)

M. Eric Verlhac, directeur général

Mme Nelly JACQUEMOT, responsable du département Action sociale, éducative, sportive et culturelle

9.3. France Urbaine

M. Olivier LANDEL, Délégué général

M. Franck CLAEYS, directeur Économie et Finances territoriales

M. Emmanuel HEYRAUD, directeur Cohésion sociale et Développement urbain

10. Unions et fédérations représentant des opérateurs de logement social

10.1. Union sociale pour l'habitat (USH)

Mme Marianne LOUIS, Directrice générale

M. Dominique HOORENS, directeur des Études économiques

M. Laurent GHEKIERE, directeur des Affaires européennes et des Relations internationales

10.2. Fédération nationale des entreprises publiques locales (FNEPL)

M. Thierry DURNERIN, Directeur général

M. Pierre de LA RONDE, responsable du département Immobilier

10.3. Fédération nationale des entreprises sociales de l'habitat (FNESH)

Mme Valérie FOURNIER, Présidente

M. Didier POUSSOU, Directeur général

10.4. Fédération nationale des offices publics de l'habitat (FNOPH)

M. Marcel ROGEMONT, Président

M. Laurent GOYARD, directeur général

M Jean-Christophe MARGELIDON, Directeur général adjoint

Mme Carole DEBRAS, directrice des Études financières et économiques

11. Action Logement

M. Bruno ARBOUET, Directeur général

12. Organismes de logement social

12.1. Groupe Arcade

M. Jacques WOLFROM, Président du Comité exécutif

M. Richard PACE, membre du Comité exécutif, directeur administratif et financier

12.2. CDC Habitat

M. André YCHÉ, Président du directoire

M. Clément LECUIVRE, Directeur général adjoint en charge des finances

M. Vincent MAHÉ, Secrétaire général, membre du directoire

12.3. Cristal Habitat

M. Nicolas GIGOT, Directeur général

12.4. Domaxis (qui devient Sequens)

Mme Nadia BOUYER, Directrice générale

M. François CHOLLET, directeur administratif et financier

M. Nicolas HENRY, directeur de l'Administration des financements

12.5. Lyon Métropole Habitat

M. Bertrand PRADE, Directeur général

M. Jean-Luc DELAGRANGE, directeur administratif et financier

12.6. 1001Vies Habitat

M. Philippe BRY, Président du directoire

M. Didier BELLIER-GANIÈRE, directeur du Pôle Stratégie et Transformation

M. Michel OGLIARO, directeur Performance économique et financière

12.7. Groupe Polylogis

M. Daniel BIARD, Président du comité exécutif, président du directoire de LogiRep

Mme Karine JULIEN, Directrice générale adjointe

12.8. Régie immobilière de la ville de Paris (RIVP)

M. Serge CONTAT, Directeur général

13. Autres acteurs économiques

13.1. Investisseurs institutionnels, compagnies d'assurance

13.1.1. Allianz Real Estate

M. Sébastien CHEMOUNY, Head of Real Estate France

13.1.2. AXA Investment Managers

M. Laurent LAVERGNE, Head of Fund Management Separate Accounts, Real assets

Mme Amal DEL MONACO, Head of asset Management Sector specialists, Real Assets

13.1.3. CNP Assurances

M. Olivier DELMAS, responsable Investissements immobiliers

13.1.4. Groupe Crédit Agricole

M. Xavier MUSCA, Directeur général délégué

Mme Françoise DEBRUS, directeur des Investissements, Crédit Agricole Assurances

M. Emmanuel CHABAS, responsable du Département immobilier, Crédit Agricole Assurances

M. Frédéric BAUDOUIN, responsable ALM

M. Jean-Yves CARILLET - Directeur Général du Crédit Agricole des Côtes d'Armor

Mme Isabelle DE MURAT (CACIB), senior banker chargée du logement social

M. Pascal VOLTO (CACIB), senior banker chargé du logement social

13.1.5. SwissLife Asset Managers

M. Henri REMOND, Head of ISR and Transversal Projects

13.1.6. ERAFP, Etablissement de Retraite additionnelle de la Fonction publique

M. Laurent GALZY, Directeur

Mme Linda YAM, Chargée de gestion Immobilier

13.2. SNCF Immobilier

M. Benoît QUIGNON, CEO

Mme Albane BARRÉ, directrice des relations institutionnelles

13.3. Banques d'investissement

13.3.1. Arkea

M. Philippe MENIGOZ, directeur du Marché des institutionnels

13.3.2. Bucéphale-finance

M. Etienne FOURQUET, Vice-président

M. Jérôme DIAN, Directeur

M. Victor FEUILLAT, Analyste

13.3.3. BNP Paribas-Real Estate

M. Charles SAIAG, Corporate clients Financing and Advisory- Global Head of real Estate Sector

M. Eric DUPAU, Managing Director, Real Estate Sector

Mme Helga CAMALON, Director, Real Estate Sector

13.3.4. BNP Paribas-CARDIF

Mme Nathalie ROBIN, directeur immobilier

13.3.5. BPCE

M. Fabrice GOURGEONNET, directeur du Développement. Pôle Banque des Décideurs en Région.

M. Jérémy ESTRADER, directeur de la Transformation, Banque des Décideurs en Région

Mme Natacha SCHREIBER, directrice Marchés Logement social et Economie mixte – Immobilier professionnel

13.3.6. HSBC France

M. Dominique PAULHAC, Président du Directoire HSBC-REIM (France)

M. Raphaël CHOPIN, Directeur Fusions et Acquisitions

13.4. Autres investisseurs privés dans l'immobilier

13.4.1. Association française des sociétés de placement dans l'immobilier (ASPIM)

M. Frédéric BÔL, Président

Mme Véronique Donnadieu, Déléguée générale

13.4.2. Blackstone

M. Laurent MACHENAUD, Managing Director

M. Samir AMICHI, Senior Managing Director Head of Real Estate Acquisitions Europe

M. Anthony GOLOSETTI, Principal

M. Xavier GIRAUD, Partner (Normandie Capital)

M. Alban de LOUVENCOURT (Lysios)

13.4.3. Gecina

Mme Méka BRUNEL, Directrice générale

Mme Elena MINARDI, Chef de cabinet

M. Glenn DOMINGUES, Responsable des affaires publiques

13.4.4. TwentyTwo Real Estate et Scaprim Asset Management

M. Daniel RIGNY, Founder and Managing Partner de TwentyTwo

M. Philippe COUTURIER, Président de Scaprim

M. Laurent FAURE, Directeur du Pôle résidentiel de Scaprim

13.4.5. Vonovia

M. Nils F. PROPPING, Investment Manager

13.5. Promoteurs immobiliers

13.5.1. Nexity

M. Jean-Philippe RUGGIERI, Directeur général

M. François-Xavier SCHWEITZER, directeur de l'Habitat social

13.6. Expertise et conseil en immobilier

13.6.1. CBRE

Mme Anne DIGARD, Président

Mme Catherine HAMON, Directeur adjoint

M. Sebastien LORRAIN, Senior Director, Investment Properties-Residentiel

M. Abdallah OULD BRAHIM, Head of Capital Advisors France

13.6.2. Jones Lang Lassalle Expertises (JLL)

M. Christophe ADAM, directeur Expertises France

M. Christophe VOLLE, directeur du pôle résidentiel

Mme Élodie DUMOULIN, Directeur adjoint

14. Universitaires

M. Jean-Claude DRIANT, professeur à l'École d'urbanisme de Paris (EUP, université Paris-Est) et chercheur au Lab'Urba

15. Personnalités qualifiées

M. Gilles DENOYEL, président du conseil d'administration de Dexia

M. Claude SADOUN, ancien président du Crédit immobilier de France

M. Pierre QUERCY, président de Habitat Réuni

16. Allemagne

16.1. Interlocuteurs allemands

M. Volker DORN, chef du bureau chargé des questions économiques relatives au logement et à l'immobilier, ministère fédéral de l'Intérieur, de la Construction et du *Heimat*

Mme Sabine BOHNDICK, cheffe du bureau chargé des questions juridiques relatives au logement, ministère fédéral de l'Intérieur, de la Construction et du *Heimat*

M. Christian GEBHARDT, conseiller au GdW (union fédérale des entreprises allemandes du logement et de la construction)

M. Andreas SCHICHEL, conseiller au GdW (union fédérale des entreprises allemandes du logement et de la construction)

Mme Riccarda PÄTZOLD, collaboratrice scientifique au DIfU (institut allemand pour les questions urbaines)

M. Florian MORITZ, chef du département « politique économique, fiscale et financière » du DGB (confédération des syndicats allemands)

M. Maximilian FUHRMANN, chef du bureau chargé des questions immobilières et de la protection des consommateurs au sein du département « politique économique, fiscale et financière » du DGB (confédération des syndicats allemands)

M. Mark ENNIS, directeur chargé des transactions, Vonovia

16.2. Service économique régional de Berlin

M. Étienne OUDOT DE DAINVILLE, Ministre-Conseiller pour les affaires économiques

M. Emmanuel LAGRANDEUR-BOURESSY, Conseiller économique – Environnement, Transports, Energie.

Mme Alissa ABBOUD, Chargée de mission politiques sectorielles

M. Tony HUBERT, Stagiaire politiques sectorielles

Mme Laurence RAMBERT, Attachée sectorielle – marché du travail

ANNEXE VII

Lettre de mission

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

MINISTERE DE l'ECONOMIE
ET DES FINANCES
MINISTERE DE L'ACTION ET DES COMPTES
PUBLICS

MINISTERE DE L'ACTION ET DES COMPTES
PUBLICS

MINISTERE DE LA COHESION DES
TERRITOIRES ET DES RELATIONS
AVEC LES COLLECTIVITES
TERRITORIALES

MINISTERE CHARGE DE LA VILLE
ET DU LOGEMENT

Paris, le 07 FEV. 2019

Le Ministre de l'Economie et des Finances,

Le Ministre de l'Action et des Comptes publics,

La Ministre de la Cohésion des territoires
et des relations avec les collectivités territoriales,

Le Ministre délégué,
chargé de la Ville et du Logement

à

Madame la Chef de l'Inspection générale des Finances

Madame la Vice-présidente du Conseil général
de l'Environnement et du Développement durable

Objet : Mission portant sur la diversification des sources de financement du secteur du logement social.

Le Gouvernement travaille, en lien avec les organismes de logement social (OLS), à l'amélioration de leur coût de financement. C'est pour cela que la formule de calcul du Livret A a été réformée et que de nouveaux instruments financiers ont été mis en œuvre par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) ces derniers mois à l'attention des bailleurs pour leur donner plus de capacités d'investissement.

La loi portant évolution du logement, de l'aménagement et du numérique (ELAN) prévoit diverses dispositions pour favoriser, sans jamais l'imposer, la vente de logements sociaux. Elle prévoit notamment la création d'une nouvelle forme d'OLS, la société de vente HLM, qui pourra être créée par tout OLS ou par Action Logement Services. La convention quinquennale 2018-2022 entre l'Etat et Action Logement prévoit par ailleurs de doter la société de vente HLM d'Action Logement d'un milliard d'euros de fonds propres issus de la participation des employeurs à l'effort de construction (PEEC) sur trois ans, avec une obligation de non-discrimination entre les filiales d'Action Logement et les autres OLS.

Par ailleurs, plusieurs investisseurs institutionnels proposent aujourd'hui de s'engager plus fortement dans le logement social :

- Soit par la constitution de sociétés de portage d'actifs immobiliers (logements HLM conventionnés en PLUS et PLS et logements locatifs intermédiaires) où la gestion locative, la gestion des copropriétés, la commercialisation des logements ainsi que leur entretien seraient confiés par ces sociétés de portage aux OLS.

- Soit par la possibilité d'investir dans un patrimoine de logement social ou dans une société de gérant des logements sociaux, et de percevoir sur le long terme un rendement stable, sans que l'actif immobilier ne soit transféré ou cédé par le bailleur social et en pérennisant le caractère social des actifs.

Ces propositions soulèvent des interrogations quant à leur articulation avec les principes applicables à la gestion des OLS, lesquels prévoient aujourd'hui une lucrativité limitée du capital. C'est l'un des piliers du logement social qui doit être préservé. Cela soulève également une interrogation sur la gestion du service économique d'intérêt général (SIEG) ainsi que les impacts budgétaires potentiels pour l'Etat.

Enfin, dans un contexte de taux historiquement bas, des réflexions ont récemment porté sur la diversification des sources de financement du logement social. En particulier, des propositions visant i) à permettre aux organismes de logement social d'emprunter à taux fixe ont été évoquées, le cas échéant auprès du fonds d'épargne de la Caisse des dépôts et consignations, par le biais d'une diversification de ses sources de financement ou encore ii) à se financer auprès de la section générale de la CDC ou d'autres prêteurs, quand cela est plus intéressant économiquement pour l'OLS. Ces propositions soulèvent des questions quant au modèle économique du fonds d'épargne et à l'utilisation de l'épargne règlementée centralisée, qu'il vous reviendra d'analyser, en particulier s'agissant de la capacité du fonds d'épargne à assurer la couverture des exigences en fonds propres induites par un désalignement de son actif et de son passif.

Afin d'expertiser de manière plus complète ces questions, nous souhaitons vous confier une mission portant sur l'opportunité et les conditions d'une diversification des modes de financement du secteur du logement social.

Votre mission proposera :

- une analyse des différents dispositifs aujourd'hui proposés et d'éventuels dispositifs alternatifs susceptibles de favoriser le financement du logement social par la Caisse des dépôts et consignations et par des investisseurs institutionnels dans la préservation du modèle social. Vous préciserez les évolutions législatives et réglementaires nécessaires à leur mise en œuvre ;

- une analyse de l'impact économique et financier, à moyen et long terme, de tous ces dispositifs sur les organismes de logement social, et de leurs incidences possibles sur le service d'intérêt économique général du logement social et sur des évolutions institutionnelles éventuelles ;

- une analyse de leur impact sur les finances publiques, notamment en termes de produits potentiels et de risques ;

- une analyse des conditions d'endettement des organismes de logement social, et notamment de la part des emprunts à taux fixe dans leur endettement et de l'impact économique et financier, à moyen et long terme, d'une diversification des modes d'endettement des organismes de logement social. Cette analyse devra intégrer une analyse de l'impact d'une diversification des modes d'endettement du secteur sur le modèle économique du fonds d'épargne de la Caisse des dépôts et consignations (notamment sa capacité à assurer durablement une péréquation entre les différents prêts qu'il propose et à couvrir ses exigences en fonds propres).

Vous analyserez ainsi les avantages et inconvénients des dispositifs envisagés du point de vue des organismes de logement social, des investisseurs institutionnels, du fonds d'épargne de la Caisse des dépôts et consignations, des locataires du parc social et des demandeurs de logement social, des collectivités territoriales et de la puissance publique. Vous mesurerez la soutenabilité des dispositifs envisagés du point du modèle économique du fonds d'épargne, et sa capacité à assurer le financement du secteur en période de remontée des taux. Vous examinerez également la compatibilité de ces dispositifs (incluant généralement une adaptation des conditions de rémunération des actionnaires de sociétés HLM) avec le régime actuel de distribution des aides publiques au secteur, au regard notamment de la réglementation européenne sur les aides d'Etat et des dispositifs spécifiques au logement social en outre-mer, ainsi que les moyens de se prémunir contre un éventuel enrichissement sans cause des investisseurs institutionnels.

Votre rapport pourra utilement s'appuyer sur l'analyse d'expériences d'autre pays européens, les exemples allemands et néerlandais étant fréquemment cités par les promoteurs des sociétés de portage.

Vous pourrez vous appuyer sur les concours de la direction de l'habitat, de l'urbanisme et des paysages, de la direction générale du Trésor, de la direction du budget, de la direction de la législation fiscale et des autres administrations concernées.

Vous nous remettrez une note de cadrage de vos travaux dans un délai d'un mois et votre rapport dans un délai de quatre mois.

Bruno LE MAIRE

Gérald DARMANIN

Jacqueline GOURAULT

Julien DENORMANDIE

ANNEXE VIII

Support de restitution

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

La diversification des sources de financement du secteur du logement locatif social

30 juillet 2019

IGF
INSPECTION GÉNÉRALE DES FINANCES

CGEDD
CONSEIL GÉNÉRAL DE L'ENVIRONNEMENT ET DU DÉVELOPPEMENT DURABLE

Principales conclusions

Le financement des bailleurs sociaux par des prêts consentis sur les ressources du Fonds d'épargne constitue un système singulier et robuste qui a fait ses preuves, y compris en période de crise.

Si la diversification, au moins partielle, des lignes de dette des OLS apparait inévitable dans le contexte de taux actuel, elle ne doit pas se faire de manière désordonnée. Il est nécessaire de protéger les créances de la CDC en les « séniorisant » et d'appliquer comme prévu de la nouvelle formule du taux du livret A à compter de février 2020.

Il ne faut pas attendre des investisseurs privés le financement du très social ou de constructions en zones détendues. Certaines options d'ouverture aux capitaux privés, si elles étaient mises en œuvre sans garde-fous, pourraient aboutir à une attrition sensible du parc social.

La vente en bloc de logements sociaux attractifs à des conditions de marché ne concernerait qu'un stock réduit rapporté au parc total. Les solutions en démembrement ne correspondent pas aux attentes d'un investisseur institutionnel en recherche d'un rendement régulier.

La création d'un fonds dédié, sur le modèle Vesta, est l'option la plus « parlante » pour les investisseurs, permettant un engagement ciblé. Elle est cependant grevée d'un fort risque juridique relatif aux règles de la commande publique.

L'ouverture du capital des ESH et des SEM implique de modifier les règles applicables à tous ces organismes, y compris ceux qui ne bénéficieront pas de l'arrivée de nouveaux actionnaires. Elle multiplie les risques d'accaparement de valeur publique par les actionnaires privés.

La transformation des OLS en foncières d'habitat social, sur option, les rapprocherait des foncières privées. Cette option présenterait l'avantage de la souplesse. La transition serait cependant rendue complexe par le traitement fiscal, qui pourrait introduire une dualité au sein du logement social à justifier devant la Commission européenne.

Un modèle à la recherche d'un nouvel équilibre

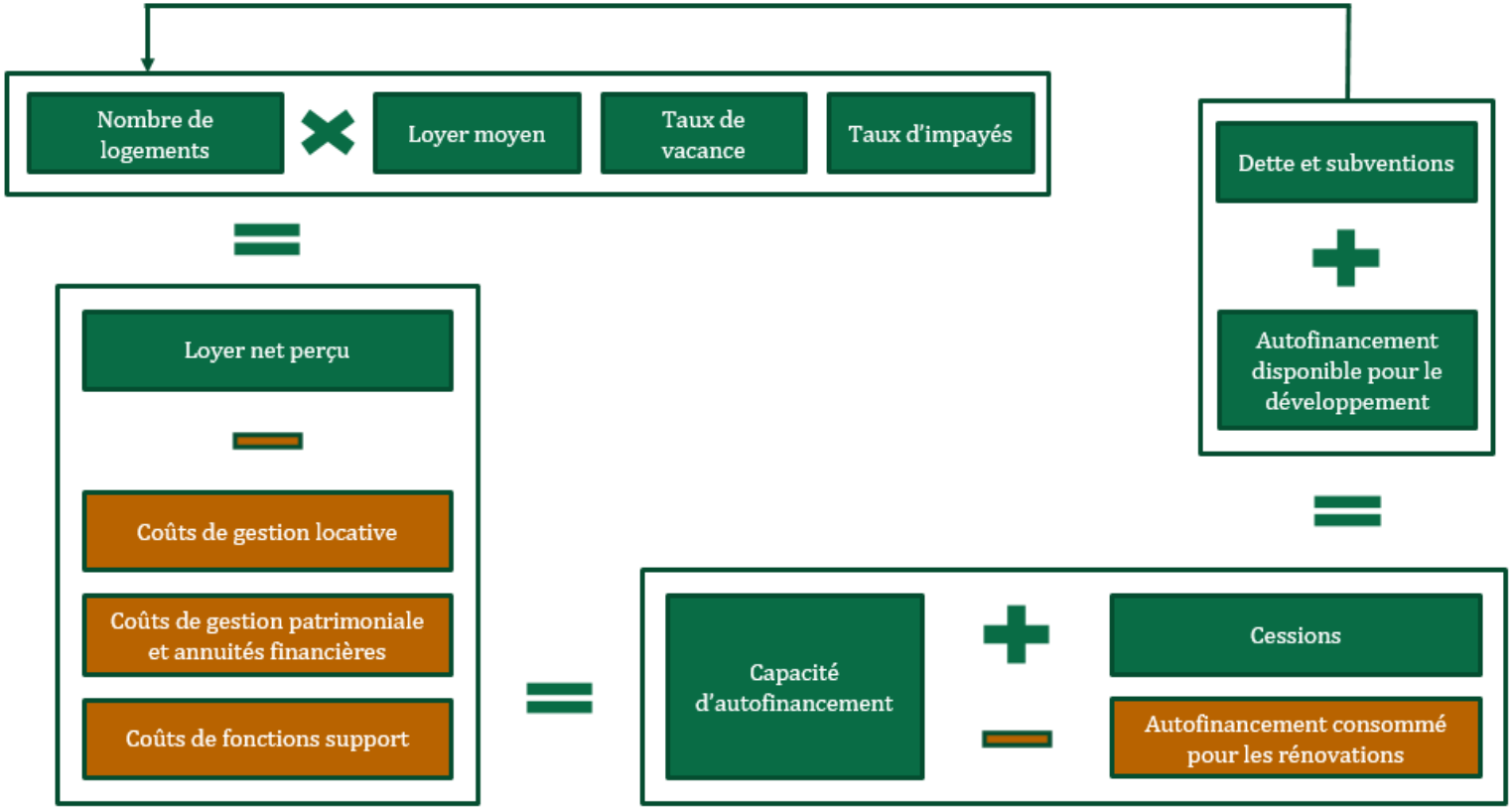
La diversification de la dette des OLS

Un niveau de dette à maîtriser ; un besoin de fonds propres à niveau de construction constant

Une ouverture à des capitaux privés qui demeurera limitée à certains OLS reconnus et aux logements en zones tendues

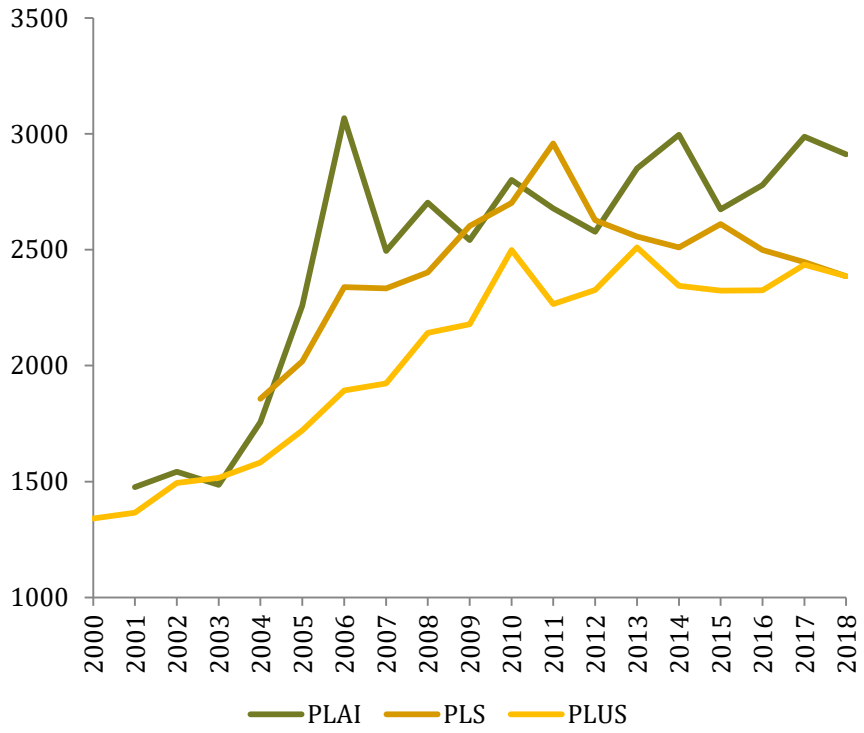
Annexes

Le modèle économique des OLS se fonde sur le réinvestissement des loyers, sans apport de fonds privés extérieurs

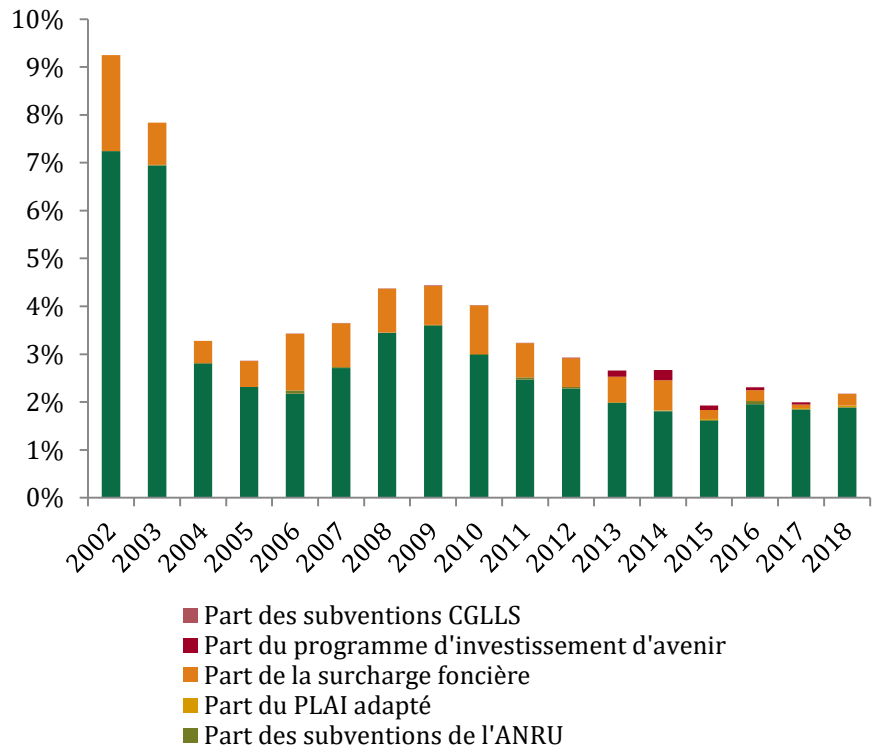


Des séries de mutation se conjuguent et viennent déformer ce modèle : un nouvel équilibre est à trouver

Coût moyen de production d'un social neuf (€/m2 de surface utilisable, en euros constants)



Part des subventions étatiques dans la production de logement social neuf depuis 2002 (en % du financement total)



- ➔ La RLS limite la capacité des OLS à reconstituer leurs fonds propres ; les obligations de regroupement mises en place par la loi ELAN participent d'une dynamique de consolidation du secteur
- ➔ **La déformation du modèle économique du logement social, dans un contexte de restructuration du secteur, suppose de trouver des marges de manœuvre financières pour consolider la transition des OLS vers un nouvel équilibre**

Un modèle à la recherche d’un nouvel équilibre

La diversification de la dette des OLS

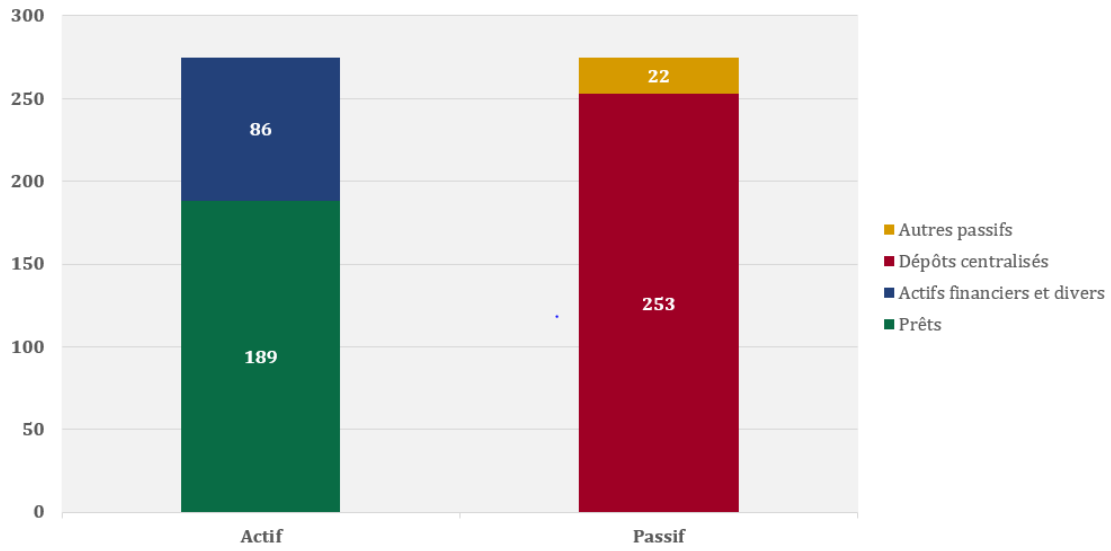
Un niveau de dette à maîtriser ; un besoin de fonds propres à niveau de construction constant

Une ouverture à des capitaux privés qui demeurera limitée à certains OLS reconnus et aux logements en zones tendues

Annexes

L'offre de financement sur les ressources du Fonds d'épargne n'a pas d'équivalent alors que sa gestion prudentielle est contrainte

Un outil singulier finançant le logement social et produisant les fonds propres nécessaires à la couverture de ses activités



Mais un instrument très contraint dans sa gestion actif/passif

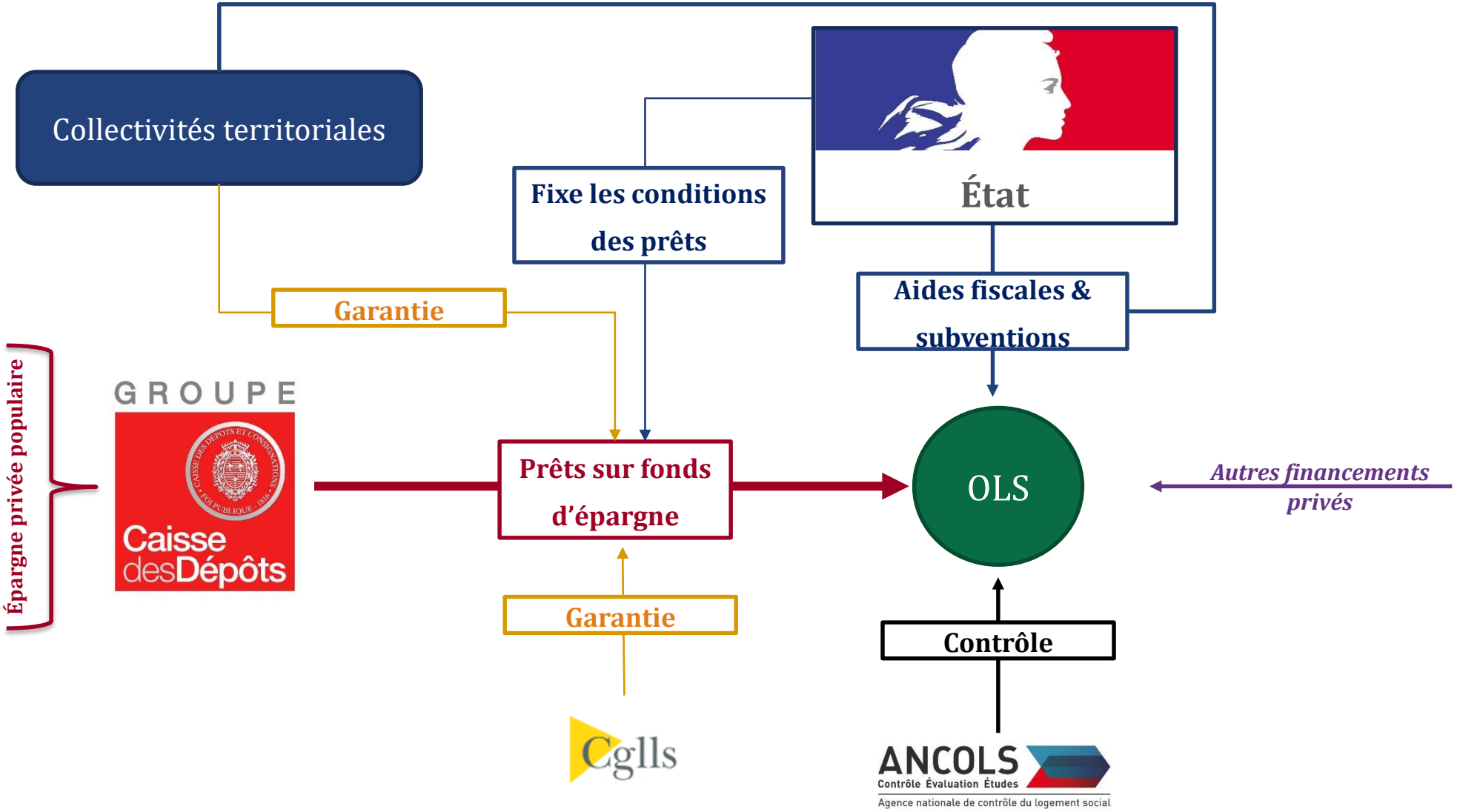
- Pas de maîtrise de son passif, déterminé par les niveaux de collecte
- Peu de maîtrise de l'actif avec des prêts dont les caractéristiques sont déterminées par le ministre chargé de l'économie
- Le **risque général de taux** est donc élevé, du fait du désadossement potentiel du passif par rapport à l'actif, couteux en fonds propres

Néanmoins, le Fonds d'épargne met à la disposition des bailleurs sociaux une offre de financement sans équivalent sur le marché

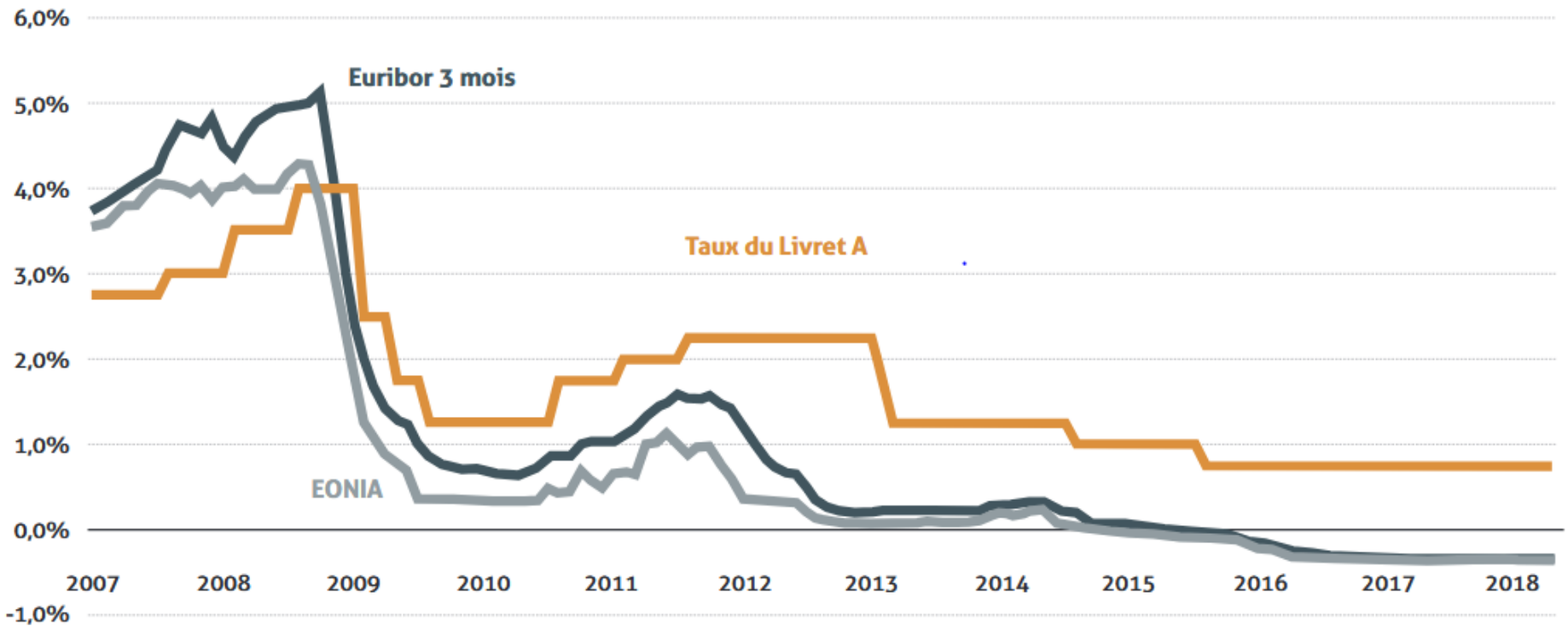
1. Un offre non contingentée, avec un accès non limité à la liquidité
2. Des volumes de prêts très significatifs, de l'ordre de 15 Mds€ par an
3. Des maturités proposées longues, jusqu'à 60 ans, voire 80 ans, sans équivalent
4. Un mécanisme de double révisabilité sans frais additionnel pour les bailleurs
5. Une tarification des prêts selon le caractère social ou environnemental du projet
6. Une tarification non-discriminante selon le bailleur

Double mutualisation du coût et du risque

La CDC joue un rôle fondamental dans la solvabilisation du système, renforcé par sa part de marché élevée



Dans un contexte de taux durablement bas, les bailleurs sociaux envisagent de recourir à davantage de financements alternatifs



Si elle devait prendre une ampleur massive ou s'opérer de façon désordonnée, une diversification serait porteuse de risques

Risques au niveau des bailleurs sociaux

- de surendettement, d'une déconnexion entre la maturité de l'endettement et le cycle économique des organismes.
- Le niveau de risque systémique et la sinistralité s'en trouveraient augmentés.

Risques pour le modèle du Fonds d'épargne

- Un effet d'anti-sélection, qui aboutirait à une moindre capacité du Fonds d'épargne à assurer la péréquation entre les prêts les plus subventionnels et les prêts les mieux margés.
- Des effets budgétaires collatéraux, réduisant le prélèvement de l'Etat et la possibilité d'ouvrir de nouvelles enveloppes de prêts à taux subventionnel.

- **Le logement social français repose sur une interdépendance étroite entre le Fonds d'épargne et les OLS.**
- **Le soutien public exceptionnel au secteur du logement social favorise paradoxalement la diversification des prêteurs sans pour autant organiser la juste répartition des risques**, matérialisant **un aléa moral majeur.**
- Il apparaît nécessaire de prévenir toute potentielle dérive et de **protéger les engagements financiers publics en qualifiant par une disposition législative les créances sur les OLS détenues par la CDC de dette privilégiée**.

D'autres facteurs de déstabilisation sont également à prévenir

La volonté affichée d'Action Logement de développer vigoureusement son activité de prêts aux OLS, en concurrence à ceux fournis par la CDC, est inopportune.

Alors que le système historique de financement du logement social affronte des questionnements, il importe de rappeler l'importance des garanties des collectivités territoriales.

Un modèle à la recherche d'un nouvel équilibre

La diversification de la dette des OLS

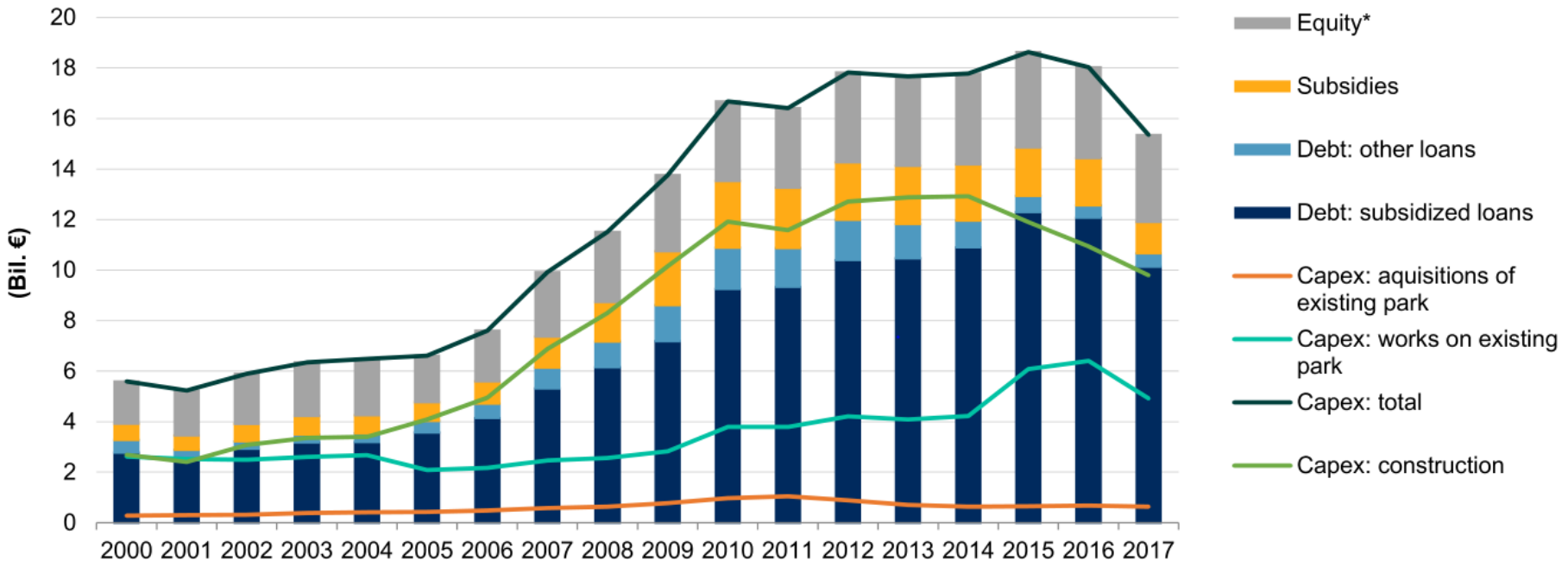
Un niveau de dette à maîtriser ; un besoin de fonds propres à niveau de construction constant

Une ouverture à des capitaux privés qui demeurera limitée à certains OLS reconnus et aux logements en zones tendues

Annexes

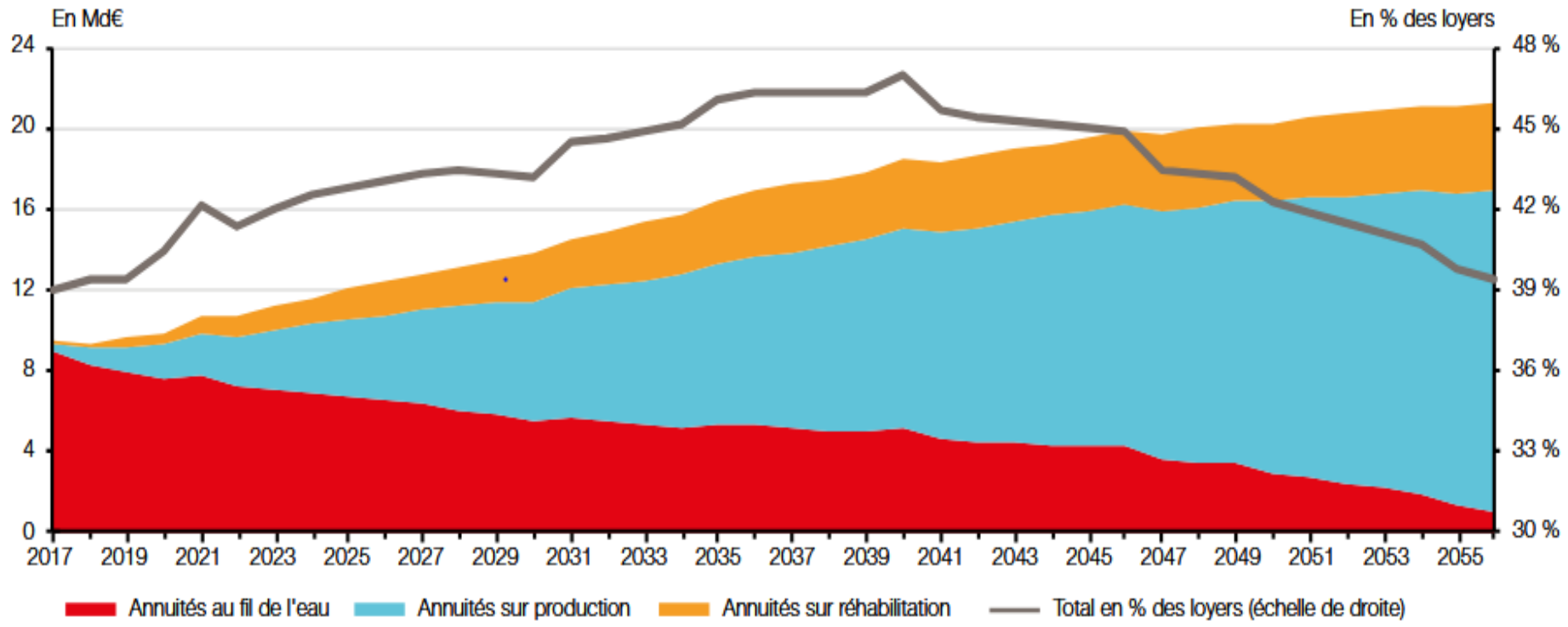
Le secteur du logement locatif social a fourni un important effort de construction ces dernières années…

Dépenses d'investissement des bailleurs sociaux et origine des fonds en Md€ (2000-2017)



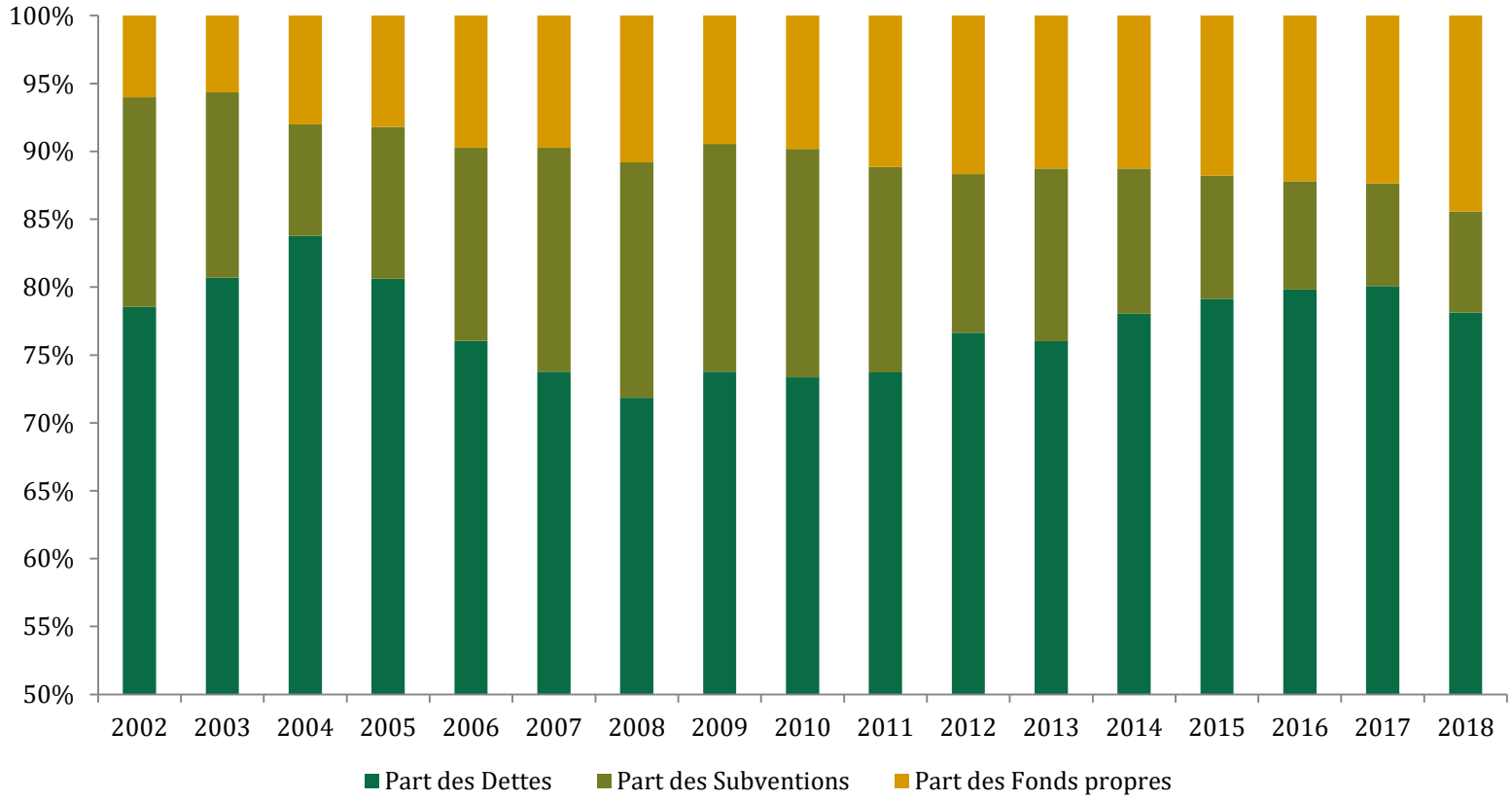
… largement financé par le recours à l'emprunt : la maîtrise de la dette est désormais un enjeu du secteur dans les années à venir

Projection des annuités financières de bailleurs sociaux par nature des opérations (2017-2056)



À ambition constante de construction et de rénovation, les OLS mentionnent un problème de manque de fonds propres

Répartition des modes de financement dans les opérations de construction depuis 2002 (en % du total)



Un modèle à la recherche d'un nouvel équilibre

La diversification de la dette des OLS

Un niveau de dette à maîtriser ; un besoin de fonds propres à niveau de construction constant

Une ouverture à des capitaux privés qui demeurera limitée à certains OLS reconnus et aux logements en zones tendues

Annexes

Les solutions envisagées pour attirer de nouveaux investisseurs privés appellent plusieurs points de vigilance

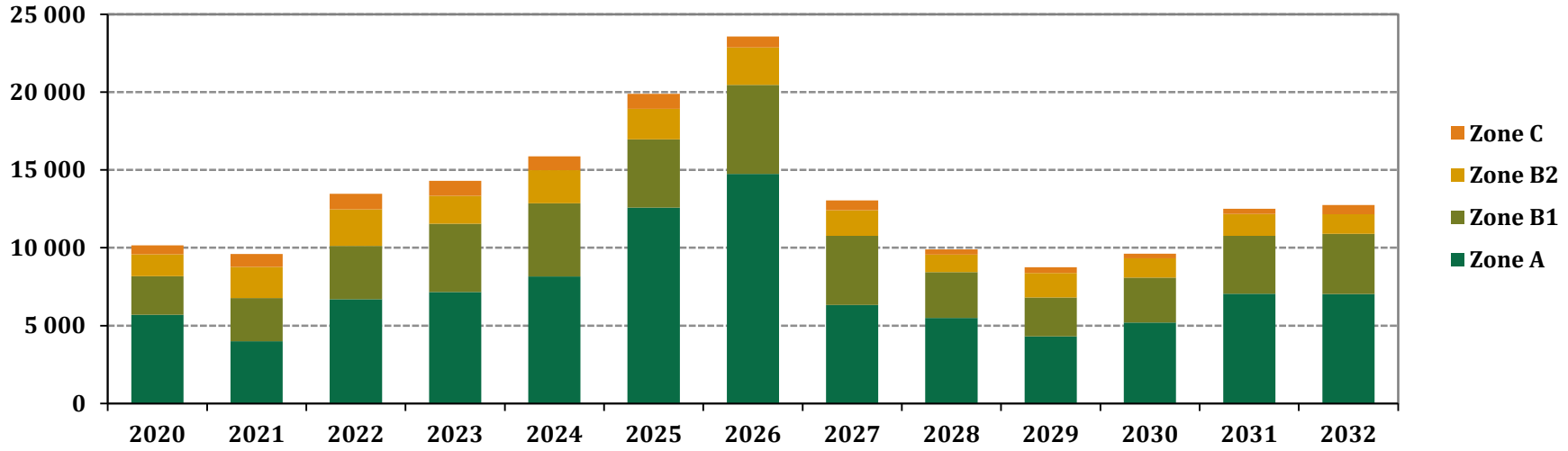
- **L'intérêt des investisseurs privés ne se porte pas sur le logement très social ou sur les zones détendues**
- **Certaines options présentent un caractère irréversible et doivent comporter des mécanisme permettant d'éviter la réduction du parc**
- **Toute option devrait répondre à la fois aux objectifs de la politique du logement social et aux attentes des investisseurs privés**
- **Sans remise en cause des compensations existantes, les règles du SIEG limiteront les évolutions trop fortes**
- **Tout dispositif d'entrée en capitaux propres d'investisseurs privés devra prévenir un transfert de la valeur patrimoniale créée antérieurement**

La vente de logements sociaux constitue une solution d'ampleur limitée en raison du stock de logements attractifs disponibles

Stock des logements PLS de plus de 15 ans en 2019

Périmètre	Nombre de logements	Part du parc social
Total France métropolitaine	**59 379**	**1,14 %**
Zone A	24 759	0,48 %
Paris et petite couronne	**14 189**	**0,27 %**
Paris	5 340	0,10 %

Flux de nouveaux logements PLS de plus de 15 ans sur la période 2020-2032



Étendre la vente en bloc à d'autres logements favoriserait la rotation du parc sans constituer une solution systématique

Différentiel de stock en cas d'extension aux PLS de plus de 10 ans et aux logements PLUS de plus de 15 ans en 2019

Périmètre	Extension PLS de plus de 10 ans	Extension PLUS de plus de 15 ans
Total France métropolitaine	**+ 63 007**	**+ 3 460 338**
Zone A	+ 31 496	+ 1 151 971
Paris et petite couronne	**+ 16 803**	**+ 575 792**
Paris	+ 6 804	+ 151 346

Limites inhérentes à la vente de logements sociaux

- **Réticence de certains OLS à se départir d'une partie de leur parc ; réticences de certaines CT**
- **Lourdeur des démarches administratives et manque de savoir-faire sur ce type d'opérations**
- **Nécessité de mettre en vente 8 à 10 logements pour parvenir à une seule vente effective**
- **Disparités territoriales: faible rotation en zones détendues et difficulté de reconstitution du parc en zones tendues**

➔ **Le potentiel financier lié à la vente est réel (3 construits pour 1 vendu) et en explique l'intérêt**
➔ **La faible taille du parc de logements attractifs pouvant être cédés rend difficile la vente de 1 % du parc tous les ans, y compris pour les OLS les plus dynamiques**

Les mécanismes de démembrement ne répondent pas à la logique de rendement des investisseurs institutionnels

Le démembrement usufruit / nue-propriété intéresse surtout les investisseurs personnes physiques pour des motifs fiscaux

Nu-propriétaire (investisseur)

- Pas de revenus pendant la durée d'usufruit
- Hors périmètre IFI et TFPB
- Pleine propriété du bien à la fin de l'usufruit

Usufruitier (OLS)

- Perception des loyers et gestion locative sociale
- Fiscalité des OLS
- Obligation de reloger les locataires

La dissociation foncier / bâti répond principalement à une logique d'accession à la propriété pour des ménages modestes

Foncier (OFS)

- Propriété du terrain
- Perception des redevances
- Contrôle des cessions de logements

Bâti (accédant)

- Bail réel solidaire (BRS)
- Redevance d'occupation du foncier
- Cession du logement avec PV limitée

➔ **Aucune de ces formules, au demeurant complexes, ne présente d'avantages pour des investisseurs institutionnels en recherche d'un rendement courant**

➔ **Seule la CDC a mis en place une formule « Tonus » destinée à acquérir la nue-propriété de 5 000 logements sociaux et aider les bailleurs sociaux dans leur effort de construction**

Les titres participatifs, quasi fonds-propres, ne seraient souscrits par des investisseurs qu'à la condition d'une forte rentabilité

- **Les titres participatifs constituent des quasi-fonds propres**
  - Remboursement à l'initiative de l'OLS passé un délai minimal de 7 ans
  - Rang subordonné pour les porteurs par rapport à tous les autres créanciers
  - Rémunération avec fixe et variable indexé sur l'activité ou sur les résultats
  - Pas de droit de contestation de la gestion de l'OLS, une simple information
- **Eu égard au niveau de risque et à la faible maîtrise des porteurs, la rentabilité exigée est couramment de l'ordre de 7 % par an, ce qui n'est pas atteignable par les OLS**

➔ **Les titres participatifs comportent des éléments d'incertitude qui impliquent une rentabilité forte ou la fourniture de garanties importantes**
➔ **Dans le cadre du plan Logement 2, CDC et Action Logement ont prévu de souscrire respectivement 800 M€ et 300 M€ de titres participatifs de maturité 20 ans, à des taux très bas, hors logique de créancier privé.**
➔ **La possibilité pour les collectivités territoriales de souscrire des titres participatifs émis par leurs OPH pourrait être étudiée.**

L'entrée de nouveaux investisseurs doit s'inscrire dans le cadre du SIEG et éviter une captation de richesse patrimoniale

Le cadre du SIEG éloigne le logement social d'une activité de marché

Contraintes de service public

Absence de choix des locataires

Plafonds de loyers encadrés

Compensations

Exonération IS

Prêts CDC + aides fiscales

Garanties CT ou CGLLS

- ➔ Compensation SIEG = coûts nets incluant un bénéfice raisonnable
- ➔ Bénéfice raisonnable = taux de rendement (TR) du capital d'une entreprise moyenne fournissant le service sur la durée du mandat
- ➔ Seuil raisonnable TR : le taux swap France 10 ans + 100 points de base soit 1,97 % en 2019
- ➔ **La durée structurellement longue des opérations et de leur amortissement pourrait permettre de retenir un taux de 3 % de rendement net courant du capital dans le logement social**

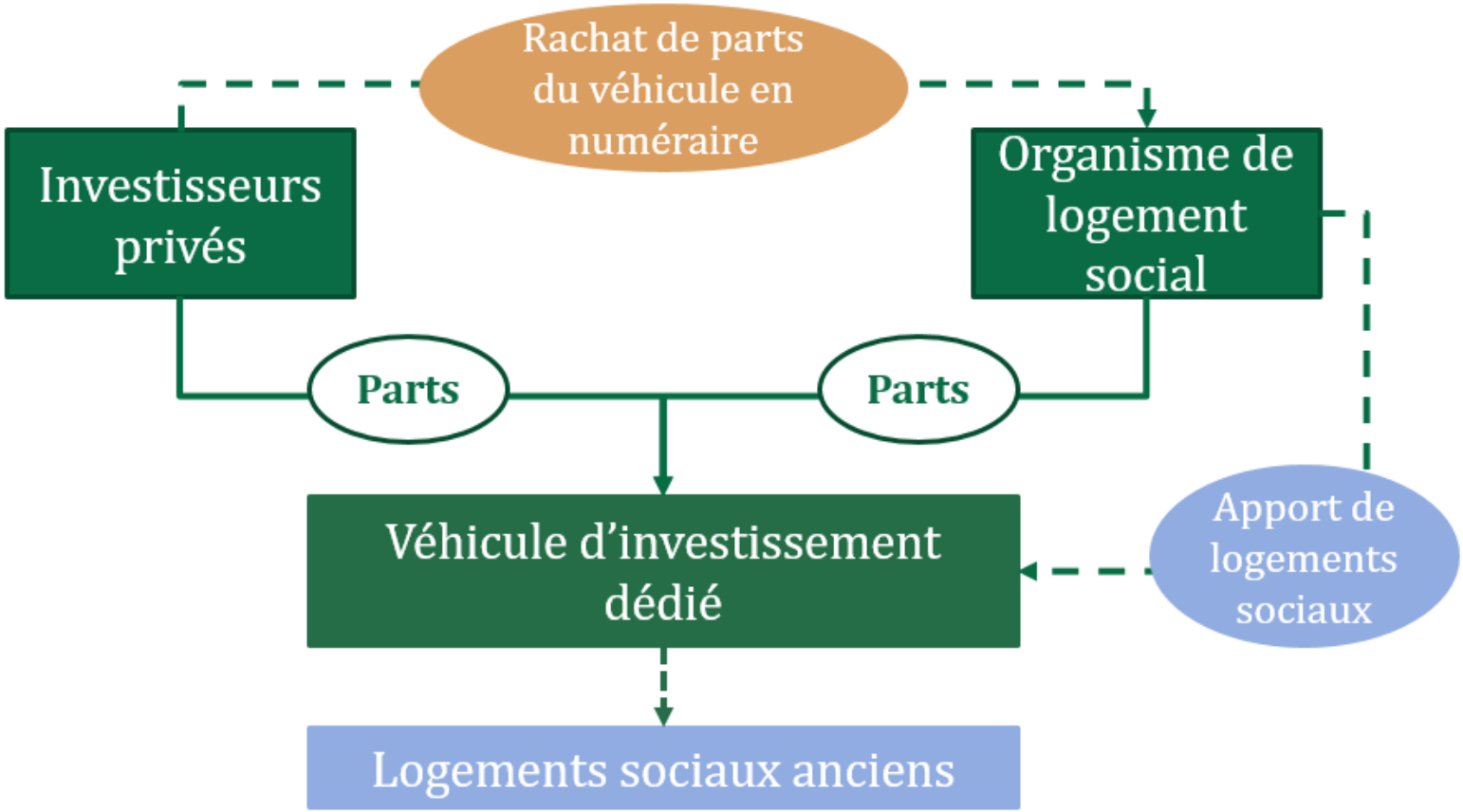
Le patrimoine des OLS présente une valeur dont l'appropriation privée conduirait à un risque d'enrichissement indu

- ➢ Les règles existantes prévoient la lucrativité limitée et une pérennisation du patrimoine des OLS
- ➢ De ce fait, les logements ont une valeur économique (*fair value*) généralement bien supérieure à leur VNC, d'où des plus-values latentes élevées non reflétées dans les comptes

Deux solutions sont envisageables :

- ➔ Un **mécanisme de prix** payé par les nouveaux investisseurs pour entrer « à la valeur de marché »
- ➔ Une **imposition des plus-values latentes** pouvant être dégagées par les investisseurs historiques en cas de cession

Option 1 : la création de fonds dédiés à des opérations définies



Cette option répondrait fortement aux attentes des investisseurs mais présente un risque en matière de commande publique

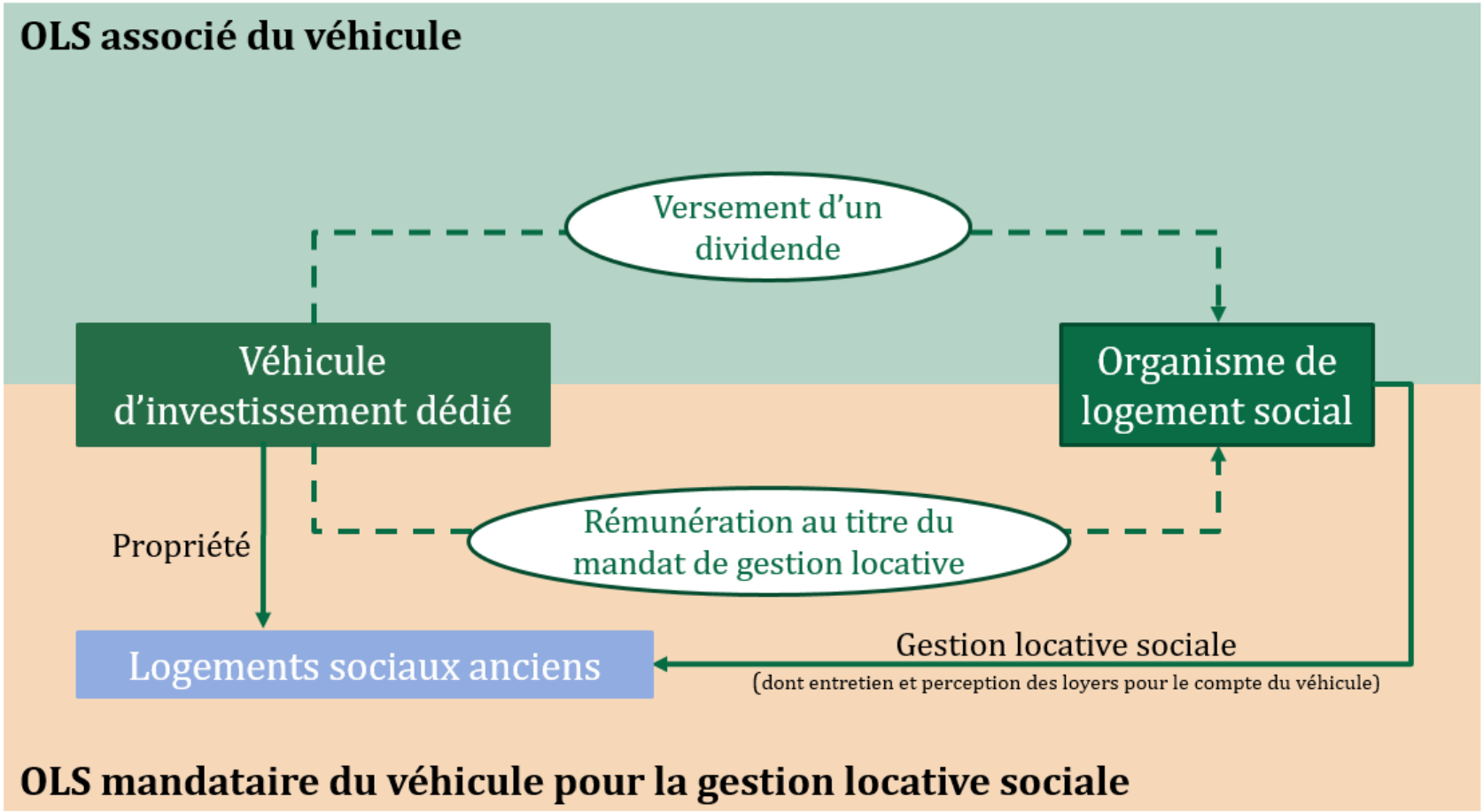
Une formule souple, connue des investisseurs institutionnels

- **Cette formule est connue des investisseurs**: foncière Vesta en matière de logement abordable (4 000 logements, 1,4 Md€) ou intermédiaire (FLI 1 pour 10 000 logements et 1,8 Md€)
- **L'engagement est prévu par contrat et circonscrit à des opérations délimitées**: gouvernance (OPPCI/SCI), ciblage des logements et de leur localisation, thèse d'investissement détaillée (rendement courant, rotation du parc)
- **Les règles applicables aux OLS ne sont pas modifiées et la transparence fiscale maintient leur exonération d'IS**
- **Le maintien de certains avantages fiscaux est possible**: exonération de TFPB et TVA de 10 % sur les travaux

Un risque fort en matière de commande publique

- **Le véhicule propriétaire de logements sociaux devra solliciter un agrément** dédié relatif au logement social
- **Il n'est pas garanti que l'OLS qui a apporté les logements sociaux puisse en assurer la gestion locative pour le compte du véhicule**: en toute vraisemblance, le véhicule sera qualifié de pouvoir adjudicateur au sens du code de la commande publique, et devra se soumettre aux règles de mise en concurrence, sans bénéficier des cas d'exonération (gratuité, quasi-régie, coopération public-public)
- **Une correcte valorisation des apports de logements sociaux au véhicule permettra d'éviter tout risque de captation des plus-values** qui s'y rattachent

Détail des relations entre le véhicule et l'OLS



Option 2 : l'assouplissement des règles applicables aux ESH et SEM

Rendement courant

Augmentation de capital

Rachat d'actions

Cette formule suppose de modifier les règles applicables à toutes les ESH alors que seules quelques-unes pourront en bénéficier

Une formule permettant de rapprocher les ESH du marché

- **Cette formule s'adresse à des investisseurs prêts à prendre un engagement plus étendu (tous les logements, longue période)** et est exclusive de la constitution de véhicules dédiés (cf. OPTION 1)
- **Les investisseurs peuvent intervenir dans une logique d'investissement pure**: versement d'un dividende plus important, possibilité d'obtenir un surdividende lié aux cessions de logements, capacité à céder ses actions à un prix de marché
- **Les OLS conservent un rôle prépondérant dans la gestion patrimoniale des logements sociaux**, en particulier en termes de gouvernance et de choix d'investissement, sans logique de dévolution (cf. OPTION 1)

Les risques d'enrichissement indu sont nombreux

- **Plusieurs situations peuvent aboutir à ce que la valeur vénale des logements sociaux soit accaparée par les investisseurs historiques:** versement de la prime d'émission en cas d'augmentation du capital, cession des actions à l'ESH ou un autre actionnaire à un prix de marché

→ Nécessité de prévoir une correction de la valorisation des apports des nouveaux actionnaires

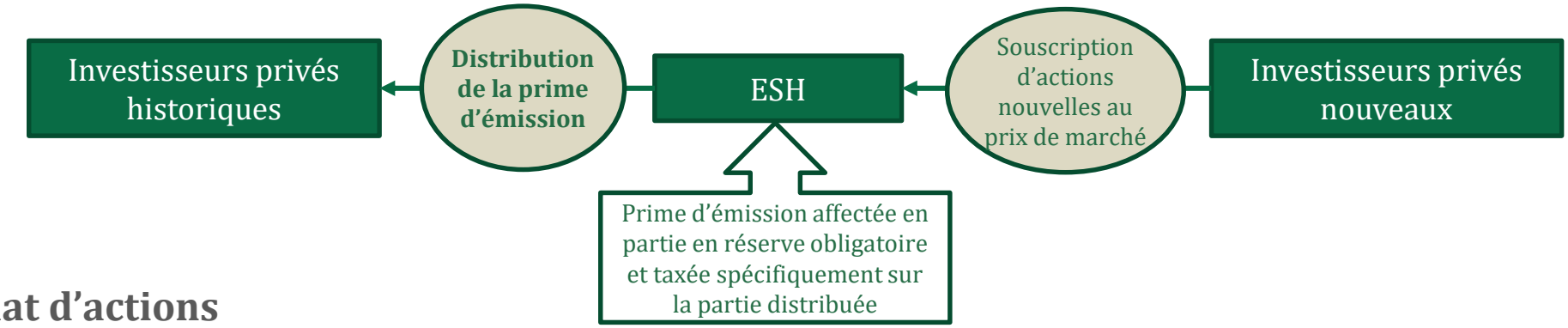
→ Création de taxes dédiées (au niveau des ESH) ou surtaxes spécifiques (au niveau des actionnaires historiques)

- **Les règles du SIEG constitueront une limite pour le versement du dividende**: le versement d'un surdividende lié à des plus-values de cession de logements paraît exclu

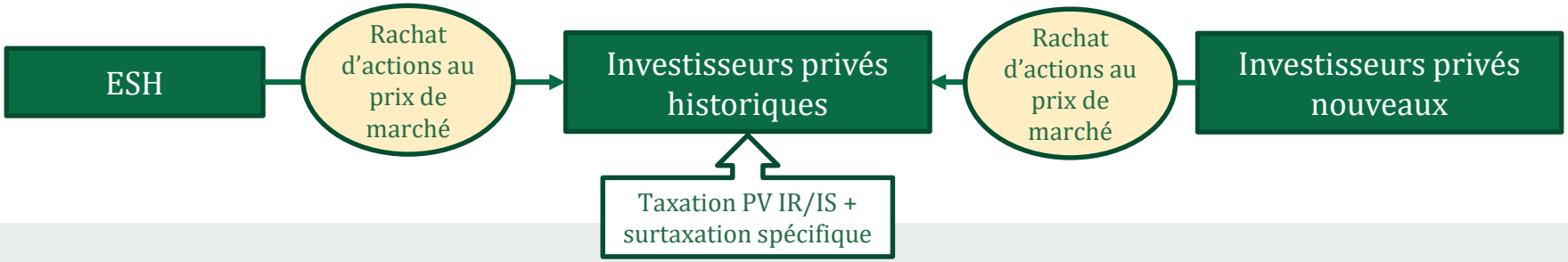
Option 2 : mécanismes prévenant l'enrichissement indu

Rendement courant

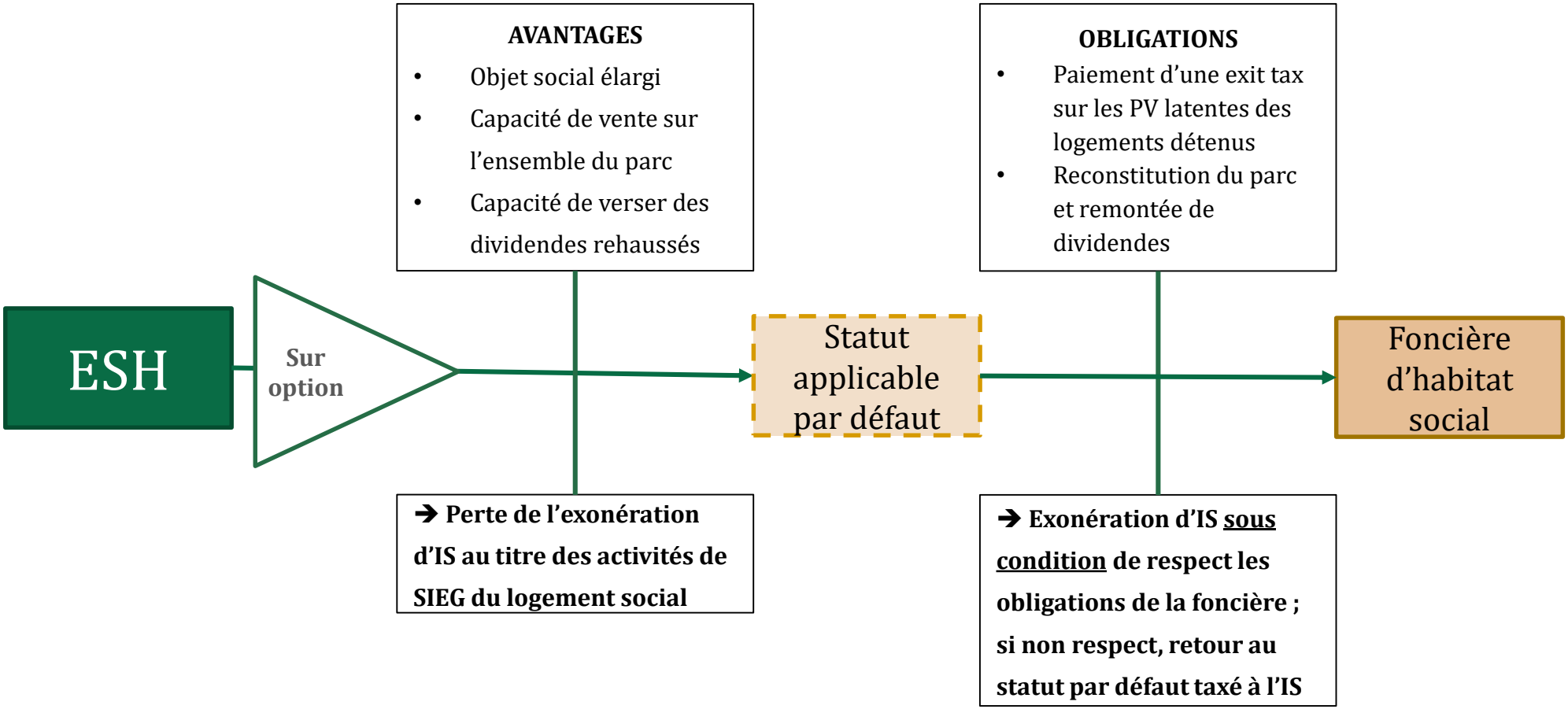
Augmentation de capital



Rachat d'actions



Option 3 : la création d'un nouveau statut d'OLS sous forme de foncière d'habitat social, accessible sur option



La mise en place de foncières d'habitat social, sur option, créerait une dualité au sein du marché locatif social

Un nouveau statut *ad hoc* offrant une option aux OLS

- **Cette formule offre aux OLS la possibilité de bénéficier sur option de conditions d'exercice différentes**: option ouverte aux ESH et aux SEM, et indirectement aux OPH
- **L'objet social étendu ainsi que la plus grande rotation du parc permettent 1) d'accroître la rentabilité globale de la foncière et 2) de compenser une partie des coûts net du SIEG**
- **Les règles applicables aux OLS ne sont pas modifiées**
- **L'exercice de l'option prévoit un mécanisme d'exit tax sur les plus-values latentes des logements** et d'exonération conditionnelle de l'IS pour le logement social sur le modèle des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC)

La dualité au sein du marché locatif social est un facteur de fragilisation

- **La création du nouveau statut doit inclure des garanties fortes**: obligation de reconstitution du parc à son état (notamment PLUS et PLAI) au jour de l'option ; déconventionnement uniquement après départ des locataires en place
- **La création d'une dualité au sein du logement social peut fragiliser le secteur:** avec des opérateurs n'ayant pas la même plénitude d'action ni les mêmes compensations

→ L'hypothèse du maintien de l'exonération d'IS au titre du SIEG pour les foncières, assortie d'une obligation d'affecter une partie du résultat des autres activités (LLI, libre) au financement de ce SIEG pose d'autres difficultés

→ La complexité du modèle devrait faire l'objet d'une validation préalable de la Commission européenne

Option 4 : l'octroi du mandat de gestion locative sociale à tout acteur respectant un cahier des charges

MANDAT DE GESTION LOCATIVE SOCIALE

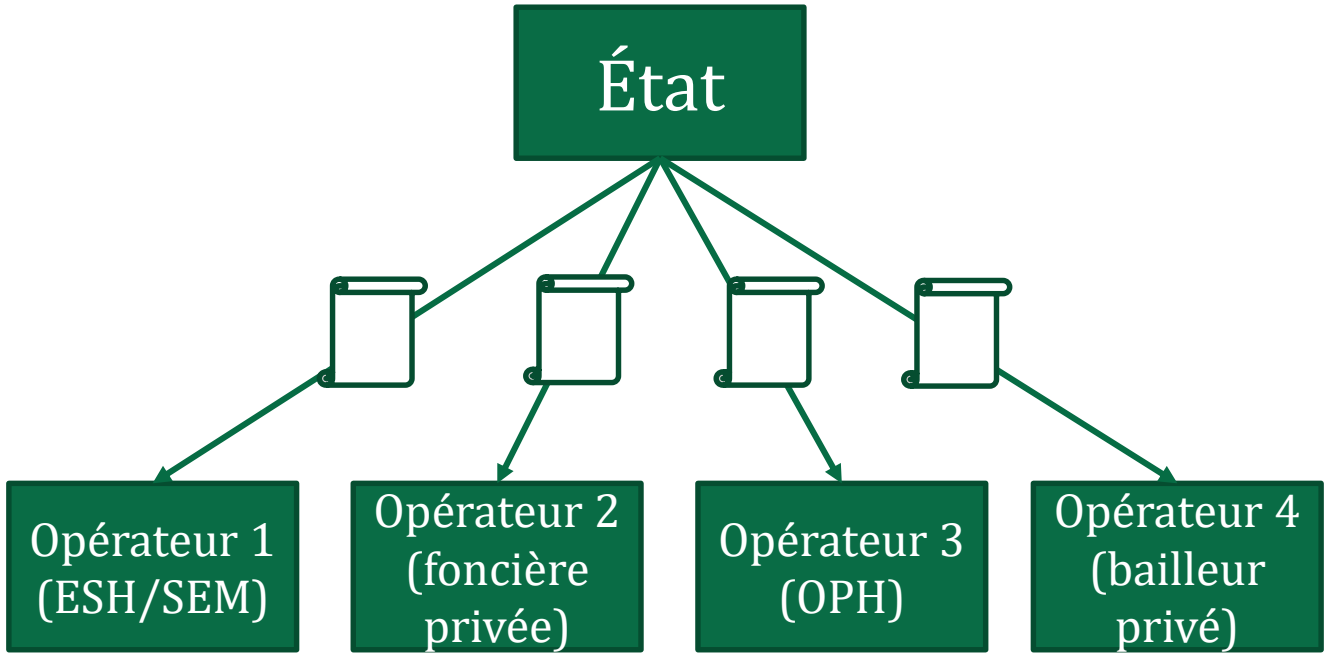
Obligations:

- Plafonds de ressources
- Plafonds de loyers
- Conventionnement APL
- Commission d'attribution

Compensations:

- Exonération d'IS
- Prêts CDC et aides fiscales
- Garanties CT et CGLLS

Durée: à prévoir



L'octroi du mandat à tout acteur respectant un cahier des charges traduirait un changement radical de politique publique

Un logique répondant aux demandes des foncières privées

- **L'approche par l'activité de gestion locative sociale est plus proche du raisonnement SIEG** et se retrouve en Allemagne ou aux Pays-Bas
- **Cette option permet de mettre fin à la logique de gestion séparée (foncière/OLS) au sein d'ensemble de logements cohérents**: plus de segmentation « à la cage d'escaliers » et économies d'échelle en gestion
- **Les règles applicables aux opérateurs mandatés prévoient le respect des obligations locatives sociales existantes** moyennant compensations équivalentes à celles reçues actuellement par les OLS

Cette option entraîne de lourdes conséquences à anticiper

- **Pour les nouveaux entrants, le risque est celui de la complexité administrative**: un agrément opérateur après procédure ouverte et transparente et des agréments par opération pour bénéficier des compensations prévues
- **Pour les OLS existants, la transition nécessaire pourra parfois être difficile**: le cadre restrictif (lucrativité, objet social) désavantagera les OLS existants; les SA peuvent faire évoluer leurs statuts mais les OPH sont soumis à un principe de spécialité
- **Cette ouverture du logement social peut rendre impossible toute forme de pilotage**: l'intervention d'acteurs plus nombreux et divers intervenant pour des durées limitées induit l'impossibilité de planifier les constructions nouvelles et la réhabilitation du parc

Un modèle à la recherche d'un nouvel équilibre

La diversification de la dette des OLS

Un niveau de dette à maîtriser ; un besoin de fonds propres à niveau de construction constant

Une ouverture à des capitaux privés qui demeurera limitée à certains OLS reconnus et aux logements en zones tendues

Annexes

Enseignements tirés du cas allemand

Point de départ

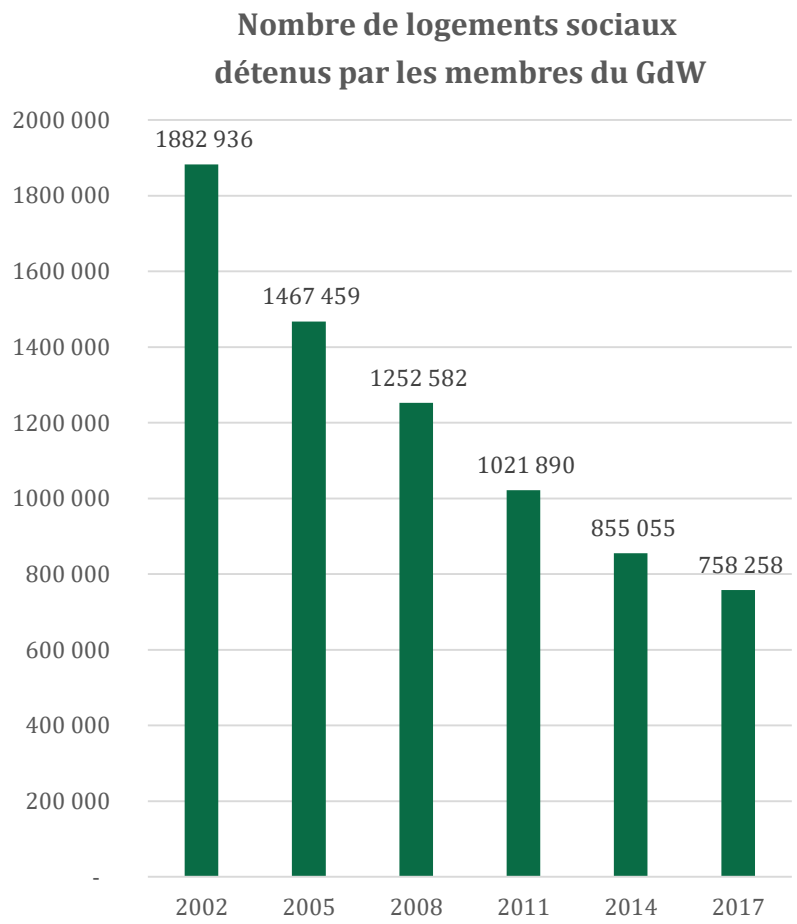
- Un secteur du logement social puissant (20% du parc) détenu par des acteurs de type OLS, même si en théorie ouvert aux privés (y compris ménages)
- Un conventionnement à durée limitée (15 à 30 ans)
- Un marché du logement sans grosses tensions jusqu'au milieu des années 2000

Evolutions

- Fin des avantages fiscaux spécifiques aux OLS (1989)
- Vente d'une partie du parc par les acteurs publics (municipalités, entreprises de réseaux), d'où attrition du parc
- Arrêt quasi-total de la construction de LLS pendant la période de basse pression démographique (1990-2015)
- Constitution de groupes privés puissants (Vonovia)

Situation actuelle

- Forte hausse des loyers dans les grandes agglomérations (en particulier Berlin, Munich)
- Reprise timide de l'effort de construction de LLS (moins de 10 000 logements terminés en 2012, 26 000 en 2017)
- Les « privés » construisent peu (prix du foncier et absence de rentabilité des nouveaux logements) et concentrent leurs efforts sur la rénovation de leur parc, en augmentant les loyers (loyer moyen Vonovia: 5,58 € / m² en 2014, 6,52 € / m² en 2018, soit +17% en 4 ans
- Conséquence: demande sociale forte (cf. Berlin) pour une expansion du parc public de logements et / ou un blocage total des loyers.



Source : Rapport statistique annuel du GdW (fédération des acteurs du logement)

Enseignements tirés du cas néerlandais

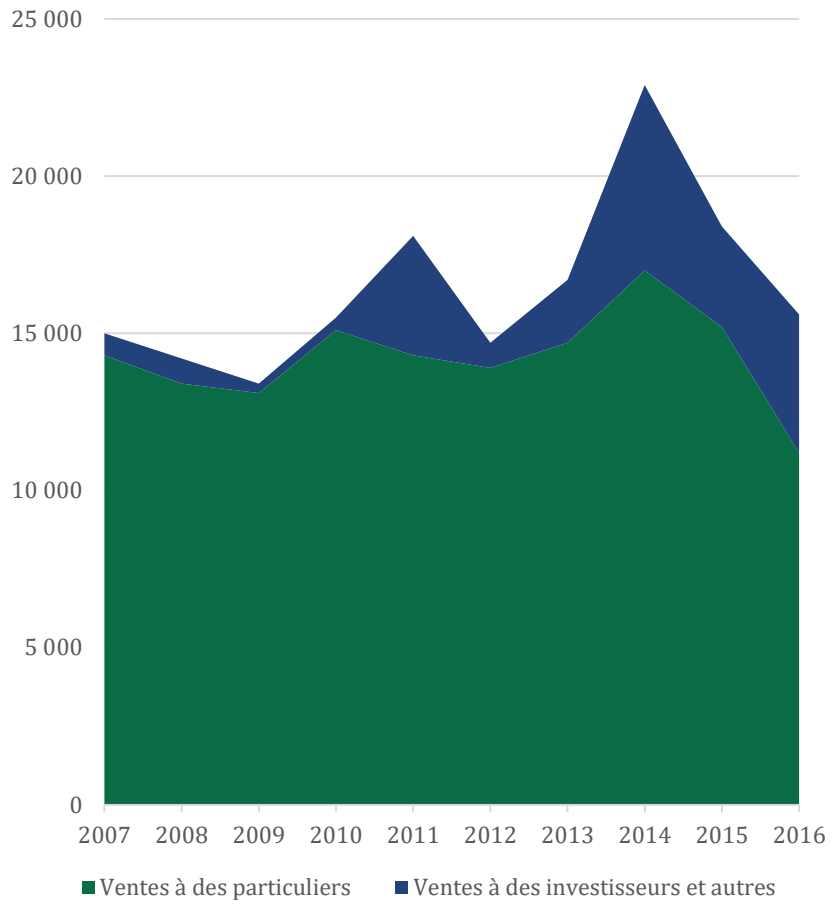
Un secteur dédié, des acteurs puissants

- 313 associations de logement totalisant 2,4 millions de logement, soit 77% du parc locatif et 31% du parc de logement
- 90% de leur parc relève du secteur réglementé, 10% du secteur libre (loyer > 710 euros / mois)
- Suppression des aides à la pierre (sauf système de garanties) depuis 1995 ; une taxe sur les bailleurs depuis 2013 pour financer les APL et stimuler le développement du parc privé

Des leviers activés pour continuer à investir

- Hausse de loyers pour les plus aisés
- « Déconventionnement » de certains LLS (mais seuls 10% du parc est géré dans le secteur libre alors que 50% des logements pourraient théoriquement en relever)
- Développement des ventes aux ménages et de ventes sélectives aux institutionnels (0,5 à 0,9% du parc par an depuis 2007)
- Maintien d'un effort de construction significatif (0,5 à 1% du parc ; objectif 34 000 logements / an à échéance 2021)

Ventes de logements locatifs sociaux par les associations de logement



Source : Données de l'autorité de supervision des associations de logement (AW)