

# 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







MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE  
ET DES FINANCES

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

MINISTÈRE DE L'ACTION ET DES  
COMPTES PUBLICS

MINISTÈRE CHARGÉ DE LA VILLE  
ET DU LOGEMENT

Inspection générale des finances

Conseil général de l'environnement et du  
développement durable

N° 2019-M-012-03

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 -



## 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 subventionnés 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.

## Synthèse

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 bénéficiaire 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.

## Synthèse

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

<b>1. LE SECTEUR DU LOGEMENT SOCIAL PRÉSENTE UN MODÈLE ÉCONOMIQUE TRÈS RÉGULÉ DONT LES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES MODIFIENT L'ÉQUILIBRE....</b>	<b>1</b>
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. <i>La construction, la réhabilitation et la gestion du logement social en France sont assurées par un secteur dédié qui bénéficie d'importants financements publics.....</i>	<i>1</i>
1.1.2. <i>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.....</i>	<i>2</i>
1.2. Plusieurs mutations se conjuguent actuellement et conduisent à une modification du modèle économique des bailleurs sociaux.....	3
1.2.1. <i>Le secteur du logement social se trouve dans un contexte de réforme accélérée depuis 2014.....</i>	<i>3</i>
1.2.2. <i>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.....</i>	<i>4</i>
1.2.3. <i>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.....</i>	<i>4</i>
<b>2. LA DIVERSIFICATION PARTIELLE DES LIGNES DE DETTE DES OLS EST UNE ÉVOLUTION SANS DOUTE INÉVITABLE MAIS QU'IL CONVIENT DE CONSIDÉRER AVEC PRUDENCE.....</b>	<b>5</b>
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. <i>Le premier risque se situe au niveau des bailleurs sociaux.....</i>	<i>12</i>
2.5.2. <i>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.....</i>	<i>12</i>
2.5.3. <i>Si une part de diversification apparaît inévitable, il appartient aux pouvoirs publics de prévenir d'éventuelles dérives ou déstabilisations.....</i>	<i>13</i>

## Rapport

2.6. D'autres facteurs de déstabilisation sont également à prévenir .....	14
2.6.1. <i>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.....</i>	14
2.6.2. <i>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 .....</i>	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
<b>3. PLUSIEURS OPTIONS, À L'INTÉRÊT ET À LA SOPHISTICATION VARIABLES, SONT ENVISAGEABLES POUR APPORTER DES FONDS PROPRES PRIVÉS AU SECTEUR DU LOGEMENT SOCIAL .....</b>	<b>19</b>
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. <i>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 .....</i>	20
3.2.2. <i>Le démembrement de propriété pourrait représenter une solution d'appoint mais n'apparaît pas adapté aux attentes génériques des investisseurs institutionnels.....</i>	30
3.2.3. <i>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.....</i>	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. <i>Le logement social constitue un service d'intérêt économique général prévoyant un plafonnement du bénéfice pouvant provenir de l'activité locative sociale.....</i>	35
3.3.2. <i>Le patrimoine des OLS, constitué sur fonds publics, présente une valeur économique dont l'appropriation privée n'est pas envisagée.....</i>	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. <i>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 .....</i>	40
3.4.2. <i>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.....</i>	45
3.4.3. <i>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.....</i>	50
3.4.4. <i>L'octroi du mandat de gestion locative sociale à tout acteur en respectant le cahier des charges traduirait un changement radical de politique publique.....</i>	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 »<sup>1</sup>. 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 <sup>2</sup>	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.

<sup>1</sup> Article L.301-1 du code de la construction et de l'habitation.

<sup>2</sup> 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) <sup>3</sup> ;
- ◆ 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<sup>4</sup> de taxe foncière sur la propriété bâtie pour l'immeuble financé<sup>5</sup>.

**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'appropriier 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.

---

<sup>3</sup> 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 ».

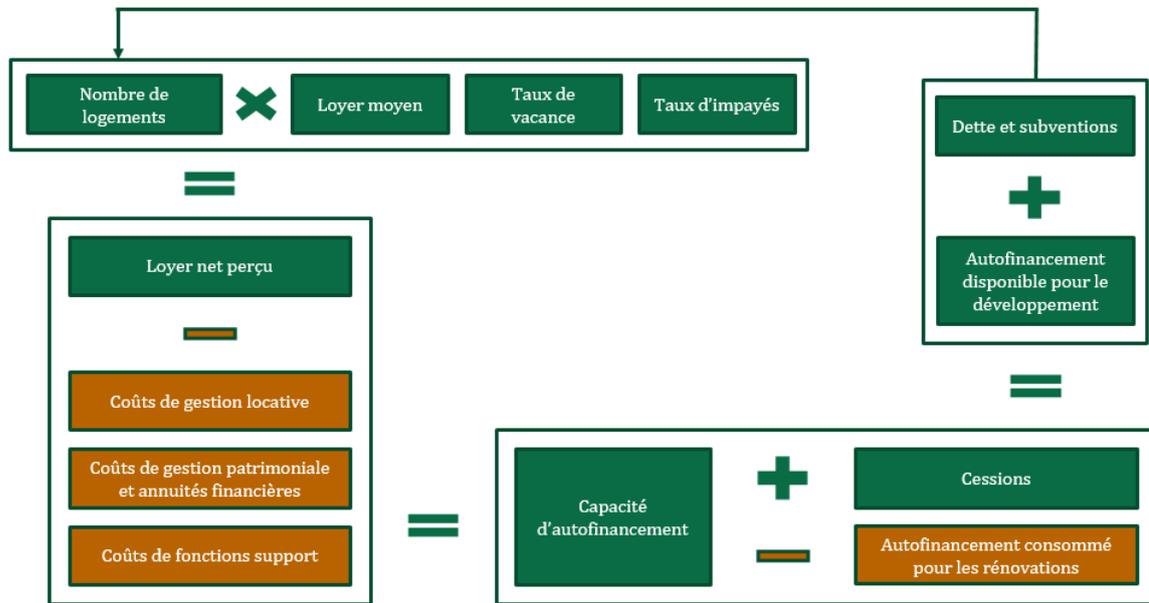
<sup>4</sup> 30 ans pour les constructions neuves satisfaisant à certains critères de qualité environnementale. Ce régime est celui des constructions jusqu'au 31 décembre 2022 (loi de finances pour 2018).

<sup>5</sup> 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.

## Rapport

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 1<sup>er</sup> février 2018 et a prévu, en parallèle, une baisse d'APL. **Cette mesure se traduit par une perte de recette locative pour les bailleurs**<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> 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.

## Rapport

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<sup>7</sup>.

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.**

---

<sup>7</sup> 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**<sup>8</sup>. 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**<sup>9</sup>. 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<sup>10</sup>.

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

Source : CDC.

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> Article L.221-7 du code monétaire et financier.

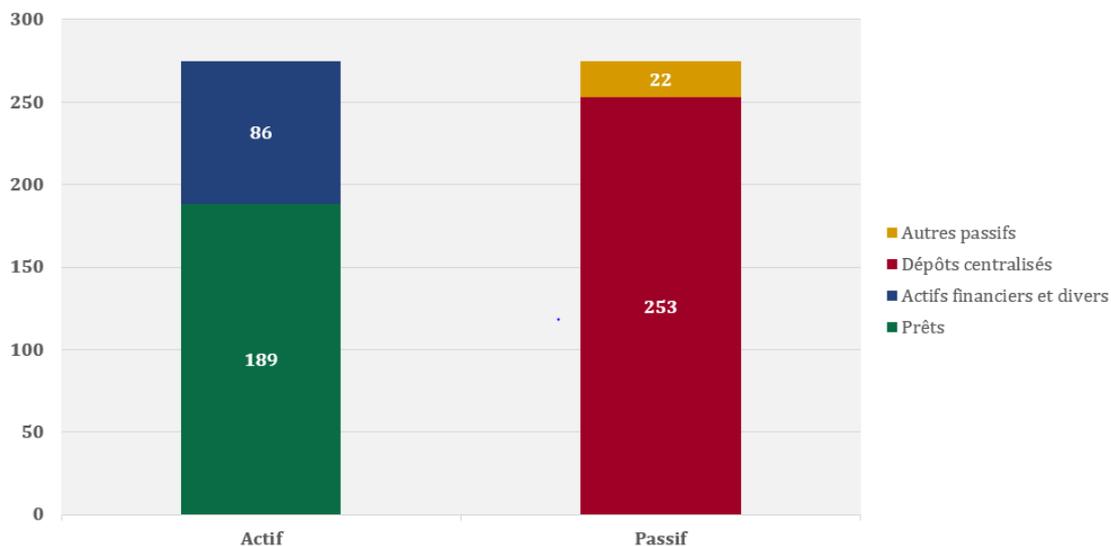
<sup>10</sup> La CDC est placée « sous la protection spéciale du Parlement » (loi du 28 avril 1816) par l'intermédiaire de la Commission de surveillance, composée de trois députés, deux sénateurs, trois personnalités qualifiées, dont deux nommées par le président de l'Assemblée nationale et une par le 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.

## Rapport

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**<sup>11</sup>. 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.

<sup>11</sup> « 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 ».

## Rapport

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<sup>12</sup> ;
- ◆ **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<sup>13</sup>, 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.

---

<sup>12</sup> 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.

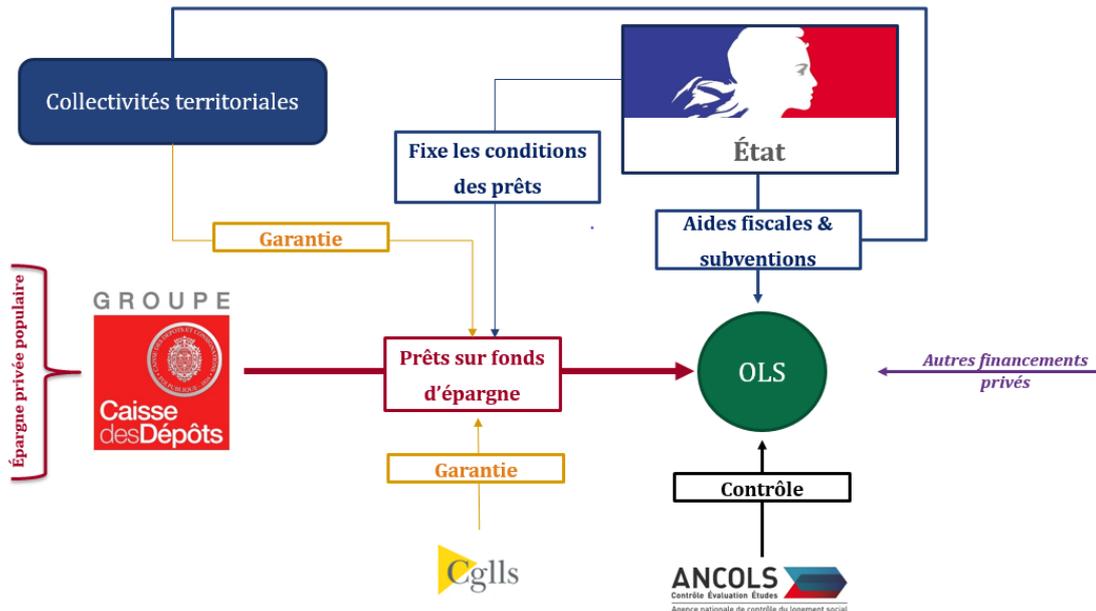
<sup>13</sup> Et désormais 80 ans pour des prêts sur le foncier dans le cadre du plan Logement 2.

### 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 <sup>14</sup> :

- ◆ 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<sup>15</sup> ;
- ◆ 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.

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

<sup>15</sup> 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<sup>16</sup> 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<sup>17</sup>). 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.

<sup>16</sup> Article R.331-20 du CCH.

<sup>17</sup> Article 1384 A et article 278 sexies du code général des impôts.

## Rapport

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<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> 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<sup>19</sup> ;
- ◆ 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<sup>20</sup>, 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...)<sup>21</sup> 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<sup>22</sup>. À compter du 1<sup>er</sup> 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.**

---

<sup>19</sup> 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€.

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

<sup>21</sup> 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.

<sup>22</sup> 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<sup>23</sup> 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).

---

<sup>23</sup> Du fait de l'augmentation des dotations aux Fonds pour couvrir les risques de contrepartie et de taux.

## Rapport

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<sup>24</sup>.** 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.

---

<sup>24</sup> 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.

## Rapport

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<sup>25</sup>. 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 doublera 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.

---

<sup>25</sup> 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 2<sup>e</sup> 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.**

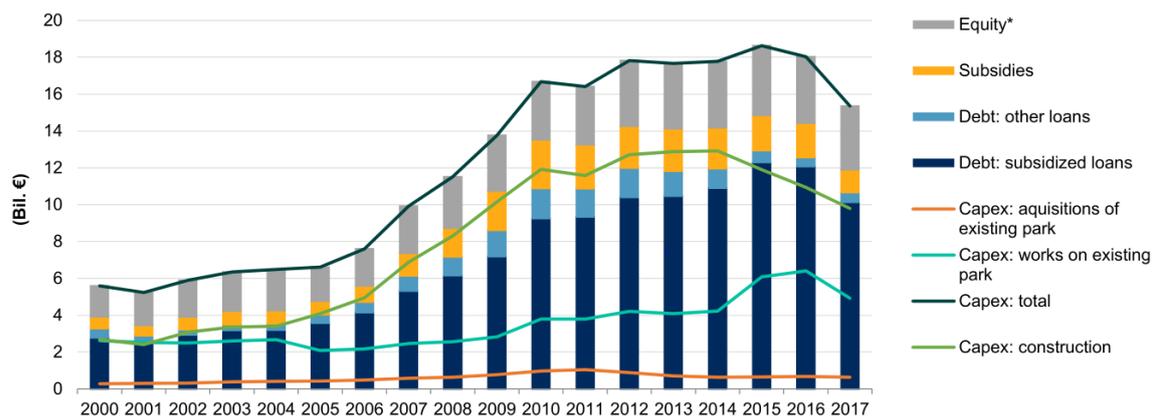
## Rapport

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<sup>26</sup>. La CGLLS pourrait, certes, en absorber une petite partie<sup>27</sup>, mais un large refus des collectivités de garantir limiterait très fortement la quantité des 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)**



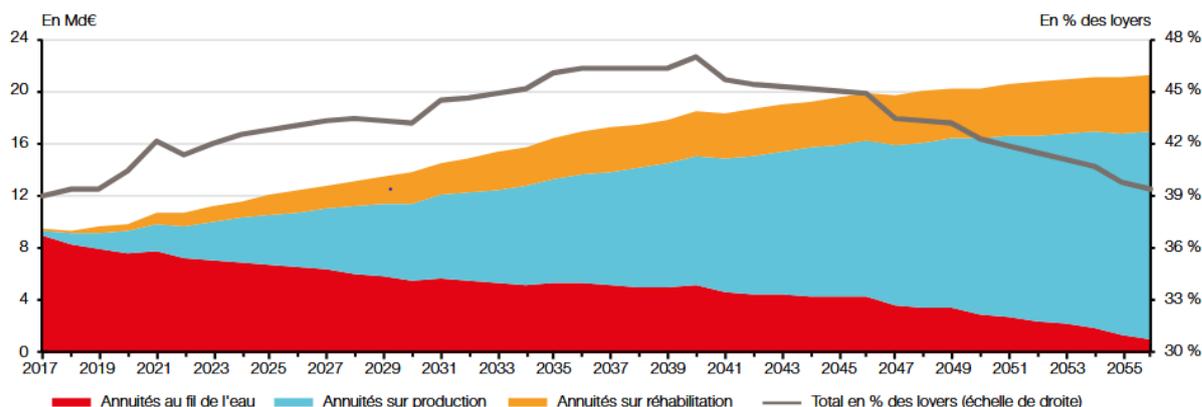
Source : S&P Global Ratings.

**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.

<sup>26</sup> 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.

<sup>27</sup> 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.

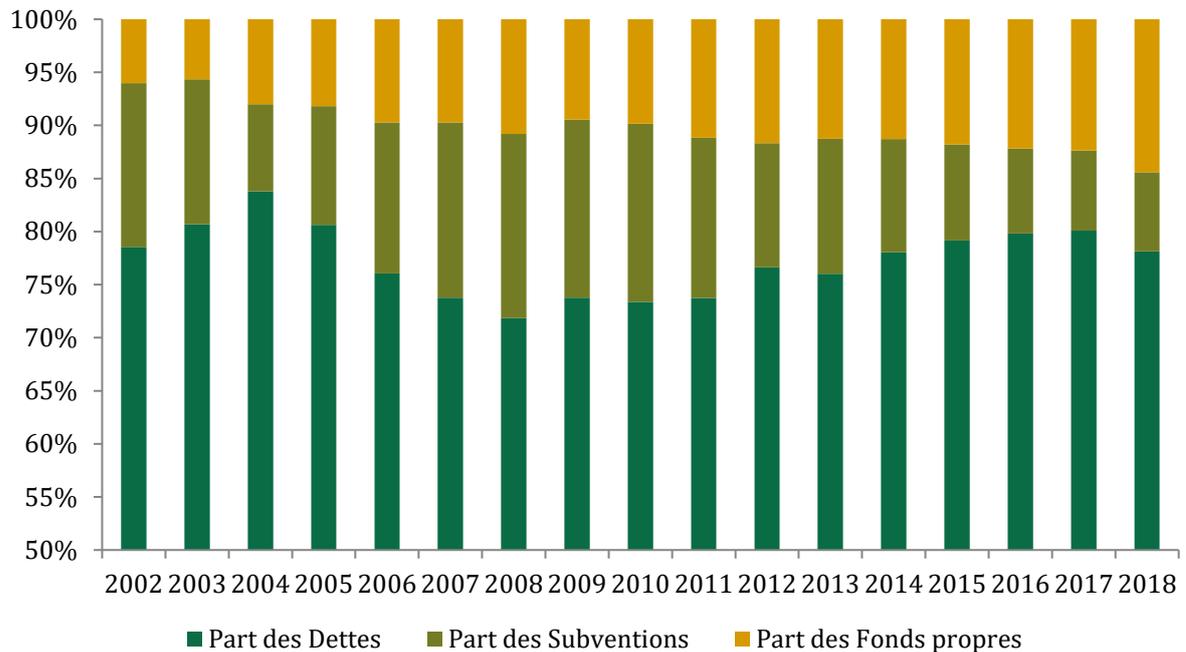
**Un recours supplémentaire à de la dette** dans les conditions actuelles **serait susceptible de déporter cette courbe vers le haut**, toutes choses égales par ailleurs. Cette solution semble d'autant plus discutable que **la maîtrise de la dette du secteur est désormais un enjeu des années à venir**.

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 notamment 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 attentes 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 %.

## Rapport

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 une 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<sup>28</sup> 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).

---

<sup>28</sup> 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.

## Rapport

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
<b>Total</b>	<b>34,2</b>

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<sup>29</sup> et 2018<sup>30</sup> 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 € <sup>31</sup>
<b>Potentiel de construction dégagé par la vente d'un logement</b>	<b>3,6</b>	<b>2</b>	<b>3,1</b>

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<sup>32</sup>. 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'accèsion à la propriété et dans le second de permettre une rationalisation du parc détenu par chaque organisme.

<sup>29</sup> Rapport CGEDD n° 009083-01, septembre 2014, Marianne Leblanc-Laugier et Pascaline Tardivon.

<sup>30</sup> Rapport au ministre de la Cohésion des territoires sur la vente des logements sociaux, février 2018, Pierre Quercy.

<sup>31</sup> Données en euros constants (base 2015).

<sup>32</sup> Loi n° 2018-1021 du 23 novembre 2018 portant évolution du logement, de l'aménagement et du numérique.

## Rapport

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**

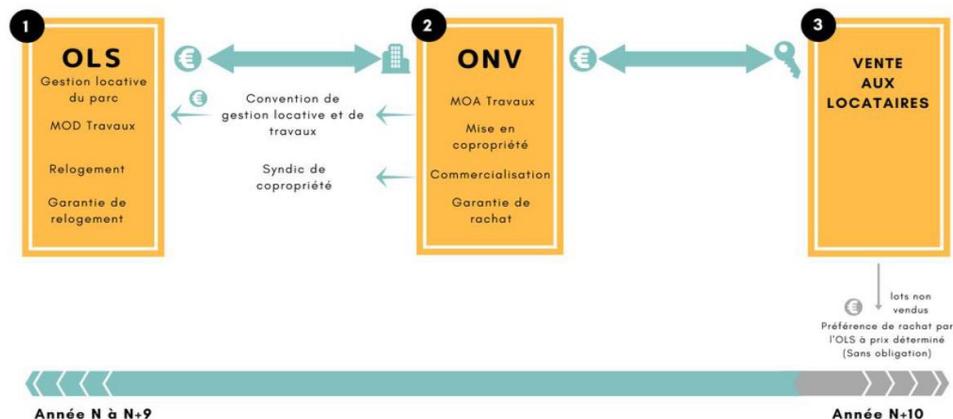
Année de vente	Vente à un autre organisme	Vente avec sortie du parc social
2011	11 936	10 980
2012	5 474	12 269
2013	13 236	11 198
2014	9 385	10 337
2015	35 962	9 360
2016	29 825	9 281
2017	19 064	10 193
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>17 840</b>	<b>10 517</b>

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<sup>33</sup> 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<sup>34</sup>.

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<sup>35</sup>, ce qui constitue une exception par rapport aux règles existant depuis la loi SRU<sup>36</sup> ;
- ◆ 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<sup>37</sup>) 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.

---

<sup>33</sup> Au moins cinq logements cédés.

<sup>34</sup> 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.

<sup>35</sup> Article L. 443-11, II, al. 3 du code de la construction et de l'habitation.

<sup>36</sup> Loi n° 2000-1208 du 13 décembre 2000 relative à la solidarité et au renouvellement urbains.

<sup>37</sup> 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.

## Rapport

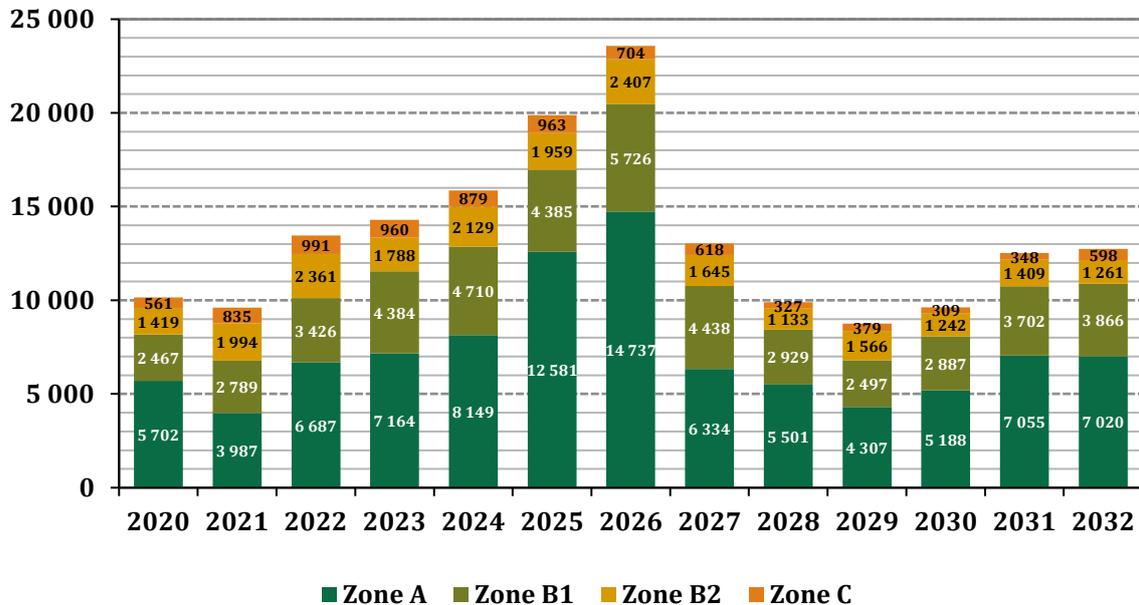
**Tableau 7 : Stock de logements PLS de plus de 15 ans en 2019**

Périmètre	Nombre de logements	Part du parc social <sup>38</sup>
Total France métropolitaine	59 379	1,14 %
<i>hors OPH et SEM</i>	40 405	0,78 %
Zone A	24 759	<b>0,48 %</b>
<i>hors OPH et SEM</i>	16 739	0,32 %
Paris et petite couronne	14 189	<b>0,27 %</b>
<i>hors OPH et SEM</i>	8 642	0,17 %
Paris	5 340	0,10 %
<i>hors OPH et SEM</i>	1 290	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).

<sup>38</sup> Sur la base d'un parc social arrondi à 5,21 millions sur la base des chiffres du compte du logement 2017.

## Rapport

**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	122 386	+ 63 007
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>84 642</i>	<i>+ 44 237</i>
Zone A	56 255	+ 31 496
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>38 199</i>	<i>+ 21 460</i>
Paris et petite couronne	30 992	+ 16 803
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>18 224</i>	<i>+ 9 582</i>
Paris	12 144	+ 6 804
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>3 253</i>	<i>+ 1 963</i>

*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 <sup>39</sup>
Total France métropolitaine	3 460 338	66,42 %
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>1 450 917</i>	<i>27,85 %</i>
Zone A	1 151 971	22,11 %
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>517 134</i>	<i>9,93 %</i>
Paris et petite couronne	575 792	11,05 %
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>198 939</i>	<i>3,82 %</i>
Paris	151 346	2,90 %
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>32 093</i>	<i>0,62 %</i>

*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 <sup>40</sup>
Total France métropolitaine	3 723 283	71,46 %
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>1 589 649</i>	<i>30,51 %</i>
Zone A	1 251 500	24,02 %
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>566 079</i>	<i>10,87 %</i>
Paris et petite couronne	634 373	12,18 %
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>218 825</i>	<i>4,20 %</i>
Paris	185 683	3,56 %
<i>hors OPH et SEM</i>	<i>37 581</i>	<i>0,72 %</i>

*Source : Mission (d'après RPLS 2017).*

<sup>39</sup> Sur la base d'un parc social arrondi à 5,21 millions sur la base des chiffres du compte du logement 2017.

<sup>40</sup> *Idem.*

## Rapport

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<sup>41</sup> ;
- ◆ **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<sup>42</sup>. 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).

---

<sup>41</sup> 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.

<sup>42</sup> *L'observateur de l'immobilier du crédit foncier*, n° 97, Bernard Coloos et Bernard Vorms.

## Rapport

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<sup>43</sup>. 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<sup>44</sup> ;
- ♦ 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*<sup>45</sup>, 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<sup>46</sup>.

**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.

---

<sup>43</sup> 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.

<sup>44</sup> Jusqu'au 1<sup>er</sup> 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.

<sup>45</sup> 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.

<sup>46</sup> Articles L. 411-6CCH pour les organismes HLM et L. 411-4 CCH pour les SEM.

## Rapport

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 réglementé 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 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'apparaît 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 démembrement 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<sup>47</sup> 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<sup>48</sup> de même qu'une remise en état neuf du logement.**

<sup>47</sup> 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.

<sup>48</sup> Articles L. 253-3 à L. 253-7 CCH.

## Rapport

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-propiété 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-propiété 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-propiété 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<sup>49</sup> et suppose, au regard des règles européennes applicables en cette matière<sup>50</sup>, que celui qui l'exerce dispose d'un mandat confié par l'État. Par conséquent, utiliser un démembrement de propriété pour céder l'usufruit entraînerait 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 échéant, 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.

---

<sup>49</sup> 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* ».

<sup>50</sup> 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.

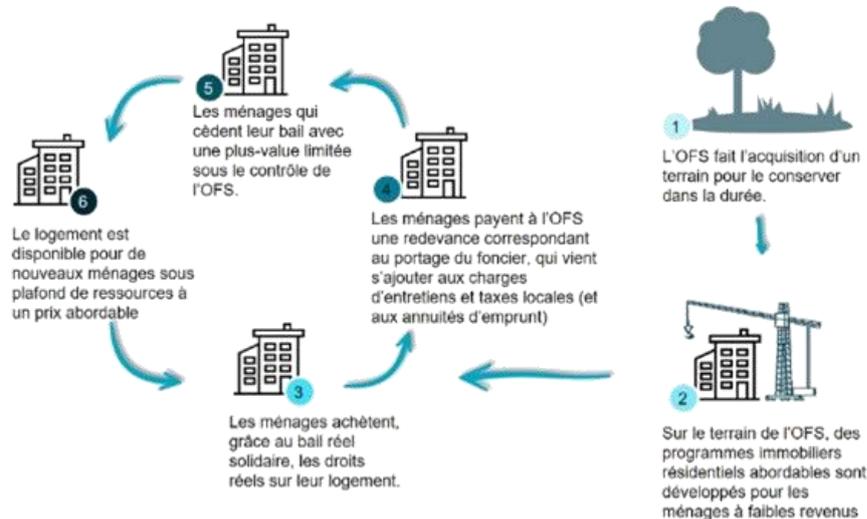
### 3.2.2.3. La possibilité de dissocier foncier et bâti constitue principalement un mécanisme d'accession à la propriété pour les locataires du parc

La loi Alur du 24 mars 2014<sup>51</sup> 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<sup>52</sup>. Il est le seul à pouvoir conclure un bail réel solidaire (BRS) avec les ménages accédant.

Ce BRS donne droit à plusieurs avantages<sup>53</sup> 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<sup>54</sup>, 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 1<sup>er</sup> juillet 2019.

<sup>51</sup> Loi n° 2014-366 du 24 mars 2014 pour l'accès au logement et un urbanisme rénové.

<sup>52</sup> Prêt d'une durée maximale de 60 ans et dont le taux est fixé à TLA + 60 pb.

<sup>53</sup> 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.

<sup>54</sup> 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.

## Rapport

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-propiété/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 dérogoire 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.

## Rapport

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)**.

## Rapport

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.

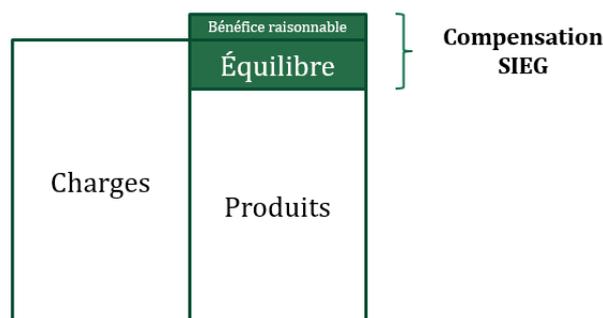
Ces caractéristiques du logement social créent ainsi des coûts supplémentaires pour les organismes de logement social par rapport à des bailleurs privés et justifient que les organismes de logement social bénéficient de « **compensations de service public [...], d'exonérations fiscales et d'aides spécifiques** »<sup>55</sup>. 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* »<sup>56</sup>. 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.*

<sup>55</sup> 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).

<sup>56</sup> Article 5.

## Rapport

Le « bénéfice raisonnable » pouvant être tiré des activités du SIEG de logement social s'entend selon la Commission européenne<sup>57</sup> 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*<sup>58</sup> », 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<sup>59</sup>, 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<sup>60</sup> 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<sup>61</sup>, à écarter le recours au taux de rendement du capital et à y substituer la combinaison d'un indicateur de marge d'exploitation<sup>62</sup> et d'un indicateur de rendement de l'actif<sup>63</sup>.

---

<sup>57</sup> 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.

<sup>58</sup> « 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.

<sup>59</sup> Note DAJ du 29 mai 2019 et fiche complémentaire du 14 juin 2019.

<sup>60</sup> « 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.

<sup>61</sup> 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).

<sup>62</sup> Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires net des charges récupérables.

<sup>63</sup> 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<sup>64</sup> 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 actionariat privé<sup>65</sup> 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<sup>66</sup> ;
- ◆ **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<sup>67</sup> ;
- ◆ la **plus-value de cession d'éléments de l'actif est affectée en réserve obligatoire** destinée aux **opérations de constructions nouvelles**<sup>68</sup>.

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 bénéficiaires 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.**

---

<sup>64</sup> 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.

<sup>65</sup> S'agissant des offices publics, il n'existe pas de règles comparables étant donné que ces structures ne disposent pas d'un actionariat susceptible de percevoir un dividende.

<sup>66</sup> Article L. 422-5 du code de la construction et de l'habitation.

<sup>67</sup> Article L. 423-4 du code de la construction et de l'habitation.

<sup>68</sup> 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<sup>69</sup> ;
- ◆ 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.

<sup>69</sup> 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

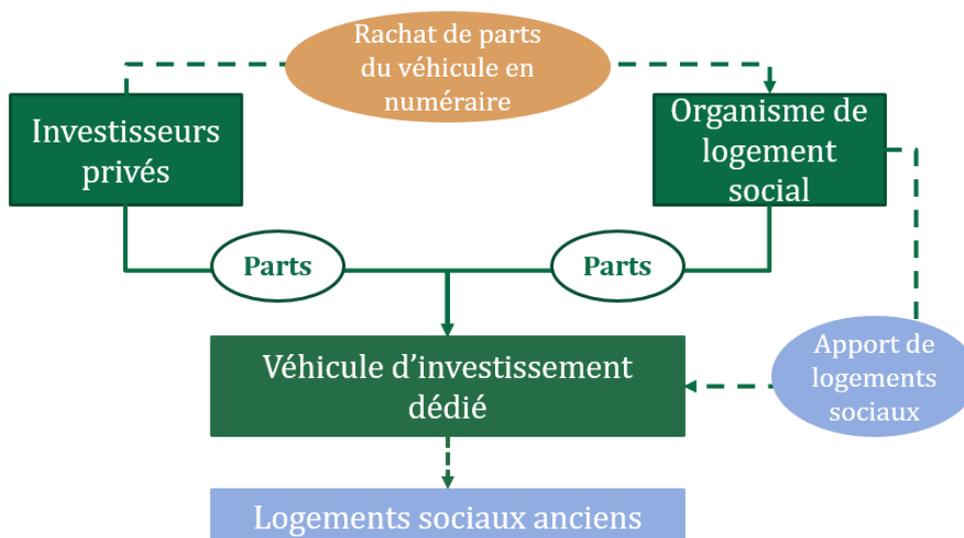
La création d'un fonds dédié consisterait à mettre en place un véhicule d'investissement dans lequel :

- ◆ 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<sup>70</sup> ;
- ◆ le ciblage des opérations sur des logements présentant des caractéristiques proches du marché<sup>71</sup> et situés dans des zones géographiques tendues<sup>72</sup> ;
- ◆ 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<sup>73</sup> ;
  - un rendement courant stable plus intéressant que dans d'autres classes d'actifs immobiliers<sup>74</sup> ;
  - la définition de règles précises relatives à la rotation de l'actif prévoyant un plafonnement quantitatif annuel (Vesta<sup>75</sup>) ou une durée minimale de détention avant terme (FLI 1<sup>76</sup>) ;
- ◆ 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.

---

<sup>70</sup> 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.

<sup>71</sup> Les loyers fixés en matière de logement intermédiaire se situent entre 10 à 15 % en dessous des prix de marché.

<sup>72</sup> 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.

<sup>73</sup> Décote minimale de 20 % sur le prix d'acquisition dans le cadre du FLI 1.

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

<sup>75</sup> 50 à 60 M€ par an sur un patrimoine initial de 1,4 Md€.

<sup>76</sup> Le FLI 1 a un terme de 20 ans, une respiration de l'actif étant possible pour 50 % des logements entre la 11<sup>e</sup> et la 15<sup>e</sup> années puis pour les 50 % restant entre la 16<sup>e</sup> et la 20<sup>e</sup> 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<sup>77</sup> 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 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.

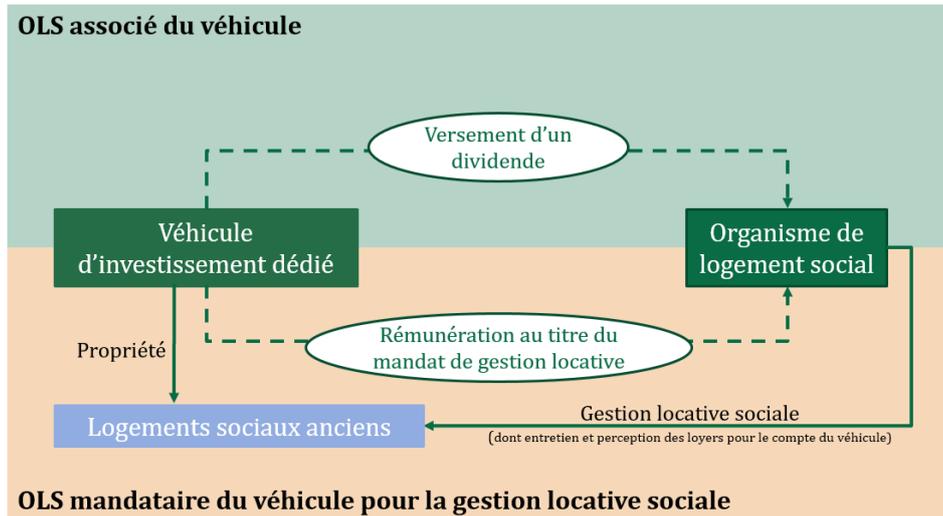
---

<sup>77</sup> 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.

## Rapport

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**<sup>78</sup>. 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<sup>79</sup>, 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.

<sup>78</sup> 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.

<sup>79</sup> CJUE, 5<sup>e</sup> chambre, 1<sup>er</sup> 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<sup>80</sup> 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<sup>81</sup> ; 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<sup>82</sup>.

### ***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.**

---

<sup>80</sup> Article L. 2512-1 du code de la commande publique.

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

<sup>82</sup> 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.

## Rapport

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, 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'apparaîtrait en revanche pas opportune** car :

- ◆ le risque de captation de la valeur économique des logements sociaux apportés serait maîtrisé 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<sup>83</sup> ;
- ◆ **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.**

---

<sup>83</sup> 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<sup>84</sup>.

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<sup>85</sup> et non des règles européennes du SIEG.

---

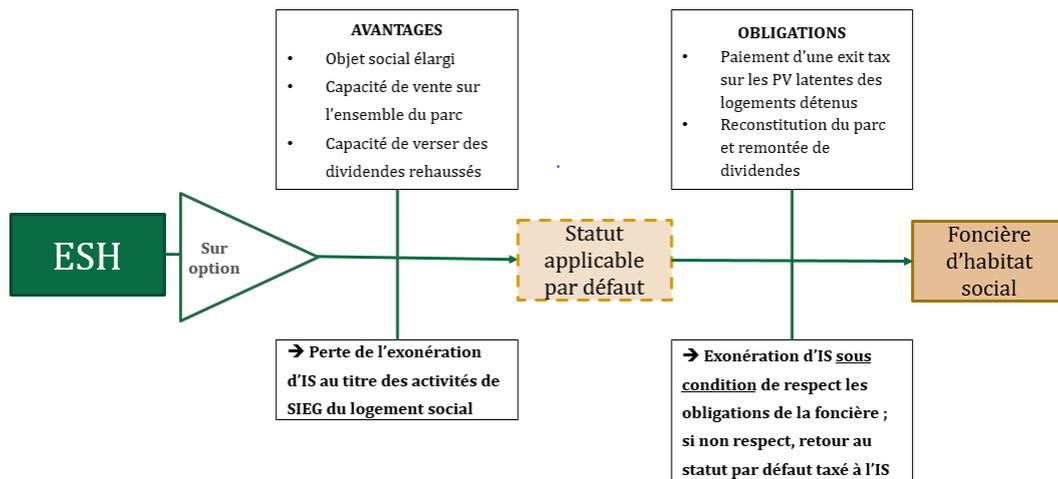
<sup>84</sup> Cette procédure consiste principalement en une transmission de patrimoine par voie de fusion ou de scission, la rémunération de la collectivité de rattachement de l'office public absorbé ou scindé en actions de la société bénéficiaire étant fixée sur la base du rapport des capitaux propres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

<sup>85</sup> 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)<sup>86</sup> ;
- ◆ 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.

<sup>86</sup> 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<sup>87</sup> 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.

---

<sup>87</sup> 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<sup>88</sup> 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'éléments 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.

---

<sup>88</sup> À l'image de l'ESH 1001 Vies Habitat dont l'actionnaire de référence est le groupe AXA.

## Rapport

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 définies 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<sup>89</sup> ; 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.

---

<sup>89</sup> 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<sup>90</sup> ; 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.

---

<sup>90</sup> IR pour les personnes physiques et IS pour les personnes morales.

## Rapport

**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 disparaître, 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.

## Rapport

À Paris, le 30 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 : LETTRE DE MISSION**



# **ANNEXE I**

## **Lettre de mission**





MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE  
ET DES FINANCES  
MINISTÈRE DE L'ACTION ET DES COMPTES  
PUBLICS

MINISTÈRE DE L'ACTION ET DES COMPTES  
PUBLICS

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

MINISTÈRE CHARGÉ DE LA VILLE  
ET DU LOGEMENT

Paris, le 07 FEV. 2019

**Le Ministre de l'Économie 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'État 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 réglementée 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.

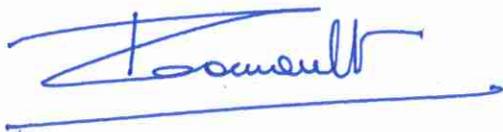


Bruno LE MAIRE



Gérald DARMANIN

Jacqueline GOURAULT



Julien DENORMANDIE

