

IMMOBILIER LOCATIF INTERMEDIAIRE



Le logement intermédiaire en France : état des lieux &
analyse comparative des dispositifs fiscaux incitatifs
(Pinel vs. LLI)

Juillet 2022

Les points clés

Le logement intermédiaire est socialement nécessaire

- Le logement intermédiaire est primordial dans les zones dites tendues pour compléter l'offre de logement social d'une part et du marché libre d'autre part. Il s'adresse surtout aux classes moyennes et aux jeunes ménages qui sortent du champ du logement social en raison de leurs revenus et qui souhaitent résider dans les zones géographiques où le marché immobilier est tendu, c'est-à-dire dans des zones – ou à proximité de zones – où le niveau d'activité est élevé (taux de chômage faible, densité entrepreneuriale élevée, solde démographique positif, faible taux de vacances, etc.). L'objectif est de permettre à des populations qui sont en emploi de venir loger à distance raisonnable de leur travail, et ainsi permettre de limiter le phénomène d'éloignement du lieu de résidence principale et du lieu de travail débuté depuis le milieu des années 1970.

Un seul dispositif a vraiment été efficace jusque-là : la défiscalisation

- Parmi les trois principaux dispositifs mis en place pour inciter la construction de logements intermédiaires (Prêt Locatif Intermédiaire ou PLI, défiscalisation avec aujourd'hui le Pinel, Logement Locatif Intermédiaire ou LLI), seule la défiscalisation s'est montrée véritablement efficace. Jusqu'à présent, la défiscalisation (avec 552 mille logements, dont 197 mille pour le Pinel) surpasse le volume de logements créés via les financements aidés : 145 mille logements pour le PLI et le LLI pour développer l'offre intermédiaire. Ces chiffres ne reflètent toutefois pas le stock total de logements intermédiaires créés depuis 20 ans grâce aux dispositifs fiscaux incitatifs pour les bailleurs particuliers : nous estimons le nombre de logements intermédiaires créés à 930 mille entre 2000 et 2018 (cf. « Étude d'évaluation des dispositifs fiscaux incitatifs soutenant l'investissement dans l'immobilier locatif neuf »). Cette érosion naturelle du stock de logements intermédiaires vient du fait que ces derniers conservent un statut d'intermédiaire uniquement pendant des durées prédéfinies (par exemple, 6, 9 ou 12 ans pour un logement bénéficiant du dispositif Pinel).

Les principaux résultats de notre étude d'évaluation

- Le crédit d'impôt Pinel rend le fléchage fiscal efficace : il est plus intéressant d'investir dans du Pinel (entre 1,4 % et 1,6 % de rentabilité locative hors vente du bien selon les scénarii étudiés) que dans du droit commun (0,6 %).
- L'essentiel de la rentabilité d'un investissement immobilier repose sur l'effet de levier qu'autorise le prêt immobilier : deux tiers pour un investissement Pinel (entre 4,7 % et 4,8 % annuels de rentabilité finale selon les scénarii étudiés), et même 80 % pour du droit commun (4,3 % de rentabilité finale).
- Avec une rentabilité annuelle totale entre 4,7 % et 4,8 %, l'attractivité du Pinel vis-à-vis des autres actifs reste limitée et va se dégrader avec les nouvelles mesures votées dans le cadre du PLF 2022. A titre de comparaison, les actions françaises ont affiché un rendement total de 5,4 % par an au cours des 20 dernières années.
- Selon nos estimations, le rendement annuel d'un OPCI investissant dans un logement intermédiaire atteindrait -1,4 % annuel à périmètre constant : la somme des charges inhérentes à l'accumulation des intermédiaires intervenant dans le dispositif LLI dépasserait systématiquement les recettes générées par les loyers et le crédit d'impôt, entraînant un rendement locatif négatif pour l'investisseur final.
- Il faudrait baisser de 60 % les frais de gestion (de 1,8 % initialement à 0,75 % de l'actif brut) pratiqués par les sociétés de gestion pour que les loyers et le crédit d'impôt compensent simplement les charges.
- Même sans prendre de charges pour la société de gestion, la rentabilité locative n'atteindrait que 0,7 % annuelle contre entre 1,4 % et 1,6 % pour le Pinel selon les scénarii étudiés.
- La seule source de rentabilité dans ce mécanisme serait issue de la plus-value encaissée à la revente... ce qui constituerait un mauvais signal pour le stock de logements intermédiaires et pousserait à la hausse les prix de transactions.
- Selon nos calculs, il faudrait plus d'un an pour que les revenus locatifs sans aucuns frais de gestion compensent les frais d'entrée dans l'OPCI.
- Pour un logement intermédiaire construit, nous n'avons pas identifié de différences notables en termes de recettes fiscales générées par l'Etat entre le Pinel et le LLI : la construction d'un logement Pinel pour l'Etat atteindrait entre 40k€ et 46k€ selon les scénarii étudiés, contre 42k€ pour un logement construit via du LLI.

Les principales observations en découlant

- Au regard de la trop grande faiblesse des revenus générés par le plafonnement des loyers dans l'intermédiaire pour un OPCI, il faudrait pour que le dispositif LLI soit réellement en capacité de prendre le relais des dispositifs de défiscalisation en faveur des particuliers :
 - Moins d'investissement dans les travaux pour réduire les charges supportées par l'OPCI. Cette mesure serait, bien entendu, contre-productive à l'heure de l'accélération de la transition énergétique en cours.
 - Plus de risques pris sur la part d'actifs non immobiliers détenus par l'OPCI. Cela entraînerait une distorsion dans le risque acheté par l'investisseur final, qui s'oriente la plupart du temps vers l'immobilier pour son statut de valeur refuge et de bon levier pour se constituer un patrimoine en préparation de la retraite.
 - Plus de coûts pour les finances publiques pour compenser la faiblesse structurelle du rendement locatif pour l'OPCI : nous évaluons la prise en charge supplémentaire par l'Etat par rapport au dispositif LLI actuel à 80 % du prix du logement, pour que la rentabilité de l'OPCI soit équivalente à celle du Pinel hors levier... contre seulement 21 % maximum du prix bien dans le cadre du dispositif Pinel actuel.
- Même en faisant l'hypothèse de l'activation des leviers précédents permettant de rétablir une rentabilité hors effet de levier équivalente au Pinel, cela ne devrait pas être suffisant pour inciter le particulier à souscrire. En effet, une partie substantielle de la rentabilité des investissements dans le logement intermédiaire via du Pinel provient de la possibilité de les réaliser via un emprunt conséquent (la proportion de dette atteignait 88 % du montant investi ; cf. étude publiée en 2019 sur le sujet). L'effet de levier ainsi mobilisé permet de maximiser la rentabilité structurellement faible du fait du plafonnement des loyers rendant l'investissement Pinel concurrentiel avec les autres actifs traditionnels. Or, les difficultés d'acquérir une part d'OPCI via un emprunt rendront quasiment impossible pour l'investisseur final la possibilité de faire jouer autant l'effet de levier pour maximiser sa rentabilité. Ce constat rend les objectifs de rentabilité brute pour un OPCI d'autant plus élevés : le rendement proposé par ce type de produits devra être structurellement plus élevé que celui d'un investissement Pinel hors effet de levier pour être aussi attractif pour un investisseur final. Si ce n'est pas le cas, il est probable que les investisseurs finaux se détourneront de ce type de produits, amenant à une réduction du nombre de logements intermédiaires construits.
- Enfin, il existe une différence structurelle en termes de « produit » acheté par l'investisseur final : un investissement via un OPCI est fondamentalement différent d'un investissement immobilier pur (donc d'un investissement dans un logement Pinel en direct ou via une SCPI Pinel), que ce soit en termes de sous-jacents pour le particulier, mais aussi de risque. En effet, un OPCI de type SPICAV est un produit hybride, constitué en moyenne de 60 à 65 % d'actifs immobiliers, mais aussi de 30 % d'actifs financiers (actions et obligations essentiellement) et 5 % de liquidités

obligatoires. La moindre lisibilité de ce type de produits par rapport à un investissement immobilier en direct rendra de fait la commercialisation plus difficile de ce type de véhicule par rapport au Pinel.

- Si aucun de ces leviers (baisse des frais d'exploitation immobilière et hausse du niveau de risque pour les actifs hors immobilier et du crédit d'impôt associé au LLI) n'est activé pour rétablir une rentabilité minimum pour l'OPCI dans un contexte de disparition du dispositif Pinel, nous estimons hautement probable un effondrement de la construction de logements intermédiaires en France, contribuant à l'accélération de la tension sur les prix de l'immobilier dans les zones tendues et excluant de fait les populations à revenus médians.

Table des matières

Les points clés	1
Le logement intermédiaire est socialement nécessaire	1
Un seul dispositif a vraiment été efficace jusque-là : la défiscalisation	1
Les principaux résultats de notre étude d'évaluation	2
Les principales observations en découlant	3
Introduction	8
Comprendre les spécificités et le fonctionnement de l'immobilier locatif intermédiaire neuf	9
Un manque de logements seulement dans les zones tendues.....	9
Une place hybride pour l'intermédiaire, entre le logement social et le marché libre	9
Un pilotage géographique de plus en plus précis.....	10
Des conditions de ressources et des loyers plafonnés.....	10
Moins de liens avec l'Etat et les collectivités locales.....	11
Trois dispositifs en soutien du logement locatif intermédiaire, à l'efficacité disparate	12
Le Prêt Locatif Intermédiaire (PLI), le plus ancien	12
Les dispositifs en soutien des bailleurs particuliers, comme le Pinel, pilier de la construction de logements intermédiaires en France.....	15
Le Logement Locatif Intermédiaire (LLI) « institutionnel », sur lequel les pouvoirs publics veulent s'appuyer	17
Qu'est-ce qu'un acteur « institutionnel » ?.....	17
Avantages fiscaux et contraintes du LLI	18
Un dispositif complémentaire pour préserver le stock de logements intermédiaires : « Loc'Avantages » ...	18
Les véhicules d'investissement en logement intermédiaire disponibles pour le particulier	21
La détention indirecte des biens.....	22
La particularité des SPICAV : un investissement qui n'est pas 100 % immobilier, peu sujet à l'effet de levier	24
Etude comparative des dispositifs Pinel et LLI : une attractivité relative clairement insuffisante pour les produits collectifs de substitution au Pinel envisagés	26
Mise en contexte.....	26
Description du paramétrage des dispositifs et méthodologie.....	27
Dispositif Pinel.....	27
Dispositif LLI	28
Objectifs visés par la comparaison des dispositifs	28

Méthodologie.....	29
Résultats.....	38
Etude de la rentabilité des projets du point de vue des investisseurs particuliers.....	38
Etude de la rentabilité des projets du point de vue de l'Etat.....	49
Synthèse et commentaires	56
Un manque de logements abordables préjudiciable spécifiquement dans les zones tendues, pas sur tout le territoire.....	56
Une place hybride pour l'intermédiaire, entre le logement social et le marché libre	56
Les dispositifs en soutien des bailleurs particuliers, comme le Pinel, pilier de la construction de logements intermédiaires en France	57
Le Logement Locatif Intermédiaire (LLI) « institutionnel », sur lequel les pouvoirs publics veulent s'appuyer...	57
Etude comparative des dispositifs Pinel et LLI : une attractivité relative clairement insuffisante pour les produits collectifs de substitution au Pinel	58
La rentabilité locative d'un logement Pinel est supérieure à celle d'un logement en droit commun pour un particulier en dépit du plafonnement des loyers.	59
La rentabilité d'un investissement Pinel est faible comparée à celle d'autres actifs financiers	59
Les projets via des SPICAV ne sont pas rentables à périmètre constant pour l'investisseur final	59
Un particulier doit attendre plus d'un an pour compenser ses coûts d'entrée dans la SPICAV	60
Il n'existe pas de différence notable en termes de recettes fiscales pour l'Etat entre les dispositifs Pinel et LLI pour un logement intermédiaire construit.....	60
L'Etat devrait sponsoriser près de 80 % du prix d'un bien via du Crédit d'Impôt supplémentaire pour que le projet devienne aussi rentable que du Pinel pour un particulier.....	61
Les frais d'exploitations des particuliers : une variable très importante	61
L'échec actuel du LLI illustre déjà le manque d'attractivité des produits.....	62
L'étude des anciens dispositifs montrent qu'un retrait des dispositifs fiscaux incitatifs pour les bailleurs particuliers risque d'entraîner la chute drastique de la construction de logements intermédiaires	62
Les coûts pour l'Etat du dispositif LLI augmenteront dans les années à venir avec l'augmentation de la TFPB	63
L'investissement d'un particulier dans un logement Pinel ne peut être, en réalité, comparable à un investissement dans un logement intermédiaire via une SPICAV (ou tout autre véhicule équivalent)	63
Conclusion	64
Bibliographie.....	65
Annexe : Le classement des communes par type de « zonage »	66
Annexe : Benchmark des frais et commissions de plusieurs OPCI	68
Annexe : Détails des frais et commissions d'une SPICAV	70

Annexe : Benchmark frais de gestion des assurances vies en unité de compte et des comptes titres	73
Annexe : Evolution des plafonds des loyers Pinel depuis 2013	74
Annexe : Remarque complémentaire sur les données des permis de construire	76

Introduction

Nous poursuivons dans cette étude nos travaux sur le logement intermédiaire débuté en 2018 par une « Etude d'impact du plafonnement des honoraires de commercialisation » des promoteurs immobiliers, puis en 2019 avec la construction d'un simulateur dans le cadre d'une « Étude d'évaluation des dispositifs fiscaux incitatifs soutenant l'investissement dans l'immobilier locatif neuf », puis par l'analyse du rapport « Evaluation du dispositif d'aide fiscale à l'investissement locatif Pinel » par l'IGF et le CGEDD, publiée en novembre 2019.

Il émerge dans les deux derniers rapports de l'Institut Général des Finances et du Conseil Général de l'Environnement et du Développement Durable (CGEDD) [1] [2] et le dernier rapport de l'Association Française des Sociétés de Placement Immobilier (ASPIM) [3] la volonté forte et marquée de faire disparaître le dispositif Pinel d'investissement pour un particulier dans l'immobilier neuf locatif à destination du logement intermédiaire pour le remplacer par le dispositif Logement Locatif Intermédiaire (LLI) reposant sur les investisseurs institutionnels privés. L'investisseur final ne serait plus directement propriétaire d'un logement mis en location lui permettant de toucher des revenus fonciers, mais de parts d'un véhicule financier (OPCI) distribuant des revenus financiers.

La logique des pouvoirs publics de chercher à remplacer les investisseurs particuliers par des institutionnels privés semble déjà à l'œuvre, puisque la disparition progressive du dispositif Pinel est programmée à l'horizon de 2024. Pour enrichir ce débat, PrimeView s'attache, dans cette étude, à définir de manière quantitative l'attractivité des deux dispositifs (particuliers d'une part via le Pinel, institutionnels d'autre part via le LLI) puis à comparer les coûts pour l'État de l'une et l'autre de ces deux options.

Afin d'évaluer l'efficacité du passage des dispositifs actuels reposant sur un bailleur particulier à un dispositif reposant sur un bailleur institutionnel privé du type OPCI, nous avons complété le simulateur conçu en 2019 dans le cadre du rapport sur « l'évaluation de l'efficacité des dispositifs de soutien à l'immobilier locatif neuf en France ». Cela nous a permis de comparer le dispositif Pinel et le dispositif LLI en termes comptables dans un premier temps, puis fiscal dans un second temps.

Comprendre les spécificités et le fonctionnement de l'immobilier locatif intermédiaire neuf

Un manque de logements seulement dans les zones tendues

Les données de recensement (INSEE) montrent qu'il existait 38,3 millions de logements en France en 2018, avec une forte prédominance de résidences principales (83,2 % du parc), une part non négligeable de résidences secondaires (9,6 %) ainsi que de logement vacants (8,1 %). La statistique publique ayant dénombré 31,5 millions de résidences principales en 2018 et 29,7 millions de ménages pour cette même année, cela pousse à penser que le problème du logement en France est davantage celui d'une mauvaise répartition (géographie, typologie des logements, etc.) que de nombre à proprement parler, les chiffres allant à l'encontre de l'idée reçue largement répandue qu'il manquerait des logements en France. En réalité, il semble que nous ne manquons de logements qu'à certains endroits bien spécifiques, les zones dites tendues, et pas ailleurs. C'est ce constat qui légitime la nécessité pour les pouvoirs publics de développer des logements intermédiaires, dans ces zones tendues, afin de mettre à disposition des logements à loyer abordable pour des populations à revenus plafonnés.

Une place hybride pour l'intermédiaire, entre le logement social et le marché libre

Si la France compte une majorité de propriétaires de leur résidence principale (56,3 % du parc total), on dénombre tout de même 13 millions de logements loués en France, soit 41,3 % des résidences principales. Le marché locatif se caractérise par un secteur libre étendu (7,3 millions de logements, soit 56,3 % du parc locatif) mais aussi un parc social de très grande taille (5 millions de logements, soit 38,4 % du locatif).

Le logement locatif intermédiaire, estimé approximativement à 700 mille logements aujourd'hui, s'insère entre le marché libre et le secteur social : les loyers sont réglementés et inférieurs à ceux pratiqués sur le marché locatif libre (de 15 % à 20 % en moyenne) mais supérieurs à ceux du logement social. Les logements intermédiaires s'adressent surtout aux classes moyennes et aux jeunes ménages qui sortent du champ du logement social en raison de leurs revenus et qui souhaitent résider dans les zones géographiques où le marché immobilier est tendu, c'est-à-dire dans des zones – ou à

proximité de zones – où le niveau d'activité est élevé (taux de chômage faible, densité entrepreneuriale élevée, solde démographique positif, faible taux de vacances, etc.). L'objectif est donc de permettre à des populations qui sont en emploi de venir loger à proximité de leur travail, et ainsi permettre de limiter le phénomène d'éloignement du lieu de résidence principale et du lieu de travail débuté depuis le milieu des années 1970.

Dans cette optique, le logement « intermédiaire » doit satisfaire aujourd'hui formellement trois conditions :

- Se situer en zone tendue ;
- Respecter un plafond de ressources des occupants ainsi qu'un plafond de prix à l'achat et à la location, le tout fixé par la loi et fonction de la localisation ;
- Faire l'objet d'une aide directe ou indirecte de l'État, d'une collectivité territoriale ou d'une intercommunalité.

Juridiquement, le logement intermédiaire est défini et régi par les articles L. 302-16 et suivants du Code de la Construction et de l'Habitation (CCH). Dans sa forme actuelle, le logement intermédiaire date de l'année 2014, moment où il a été doté d'un régime juridique spécifique (Ordonnance n°2014-159 du 20 février 2014), même si c'est un concept bien antérieur ayant émergé pour la première fois au milieu des années 1950. Le paramétrage des dispositifs soutenant la construction de logements intermédiaires s'est progressivement affirmé au fil du temps.

Un pilotage géographique de plus en plus précis

Depuis 8 ans, le logement intermédiaire doit obligatoirement se situer en « zone tendue », c'est-à-dire dans les localités caractérisées par une forte tension entre l'offre et la demande de logements. Au sein de ces zones (qui sont également les principaux bassins d'emploi), les prix de marché de l'immobilier (à l'achat et à la location) sont généralement trop élevés pour les jeunes et les classes moyennes qui sont le public cible du logement intermédiaire.

Pour le dispositif Pinel, les investissements peuvent être réalisés en zones A bis, A et B1 (depuis le 1^{er} janvier 2018, les zones B2 et C ne sont plus éligibles pour ce dispositif). En ce qui concerne le PLI, les opérations peuvent être réalisées sur l'ensemble du territoire mais un accord de la Direction départementale de l'Équipement est requis pour la zone C.

Des conditions de ressources et des loyers plafonnés

Afin d'atteindre les ménages réellement ciblés par les dispositifs de logements intermédiaires, les revenus des candidats locataires ne doivent pas excéder certains plafonds, récapitulés dans le tableau ci-dessous :

Plafond des ressources du logement intermédiaire en 2022

	Zone A bis	Reste de la Zone A	Zone B1	Zones B2 & C
Personne seule	38 377 €	38 377 €	31 280 €	28 152 €
Couple	57 357 €	57 357 €	41 772 €	37 594 €
Personne seule ou couple ayant une personne à charge	75 188 €	68 946 €	50 233 €	45 210 €
Personne seule ou couple ayant deux personnes à charge	89 769 €	82 586 €	60 643 €	54 579 €
Personne seule ou couple ayant trois personnes à charge	106 807 €	97 766 €	71 340 €	64 206 €
Personne seule ou couple ayant quatre personnes à charge	120 186 €	110 017 €	80 399 €	72 359 €
Majoration par personne à charge supplémentaire à partir de la cinquième	+13 390 €	+12 258 €	+8 969 €	+8 070 €

Source : Agence Nationale pour l'Information sur le Logement [en ligne]

De la même manière, les loyers du secteur intermédiaire sont encadrés par la législation pour répondre à l'objectif de loyer « abordable ». En 2022, les plafonds des loyers s'élèvent ainsi à :

- Zone A bis : 17,55 €/m² ;
- Zone A : 13,04 €/m² ;
- Zone B1 : 10,51 €/m² ;
- Zone B2 & C : 9,13 €/m².

Comme déjà évoqué dans notre précédente étude [4], un travail d'approfondissement des critères définissant le zonage ainsi que les plafonds de loyers et de revenus serait souhaitable afin d'améliorer l'efficacité du dispositif.

Moins de liens avec l'Etat et les collectivités locales

À la différence des logements sociaux, les opérations immobilières du secteur intermédiaire ne nécessitent pas d'autorisation préalable de la part de l'administration française. Ainsi, la loi n'impose aucun conventionnement avec l'État dans le cadre du PLI, du Pinel ou du LLI, comme c'est le cas pour le logement social. Néanmoins, un conventionnement volontaire reste possible avec l'Anah (Agence nationale de l'habitat) concernant les logements déjà existants : un effort consenti sur le loyer à un niveau

intermédiaire (entre 15 % et 20 % sous le marché) donne droit aux avantages équivalents prévus par le dispositif Loc'Avantages (dispositif « Cosse » auparavant) décrit ci-après.

De même, à l'inverse du logement social, il n'existe pas d'obligation légale pour les collectivités locales de construire un nombre minimal (quota) de logements intermédiaires. Néanmoins, les intercommunalités (Métropoles, communautés urbaines, communautés d'agglomérations et certaines communautés de communes), qui ont l'obligation d'établir un Programme Local de l'Habitat (PLH, Articles L. 302-1 à L. 302-4 du CCH), ont la possibilité d'y inclure un objectif de production de logements intermédiaires dans le but d'accroître leur attractivité.

Trois dispositifs en soutien du logement locatif intermédiaire, à l'efficacité disparate

La volonté politique de mettre à disposition des logements intermédiaires dans des zones tendues a poussé les autorités publiques à mettre en œuvre des dispositifs incitatifs d'investissement depuis de nombreuses années. Nous détaillons dans cette partie les principales caractéristiques de quatre d'entre eux : le PLI, le LLI et le Pinel pour le marché primaire, Loc'Avantages pour le marché secondaire.

Il faut noter que jusqu'à présent, la défiscalisation (avec 552 mille logements, dont 197 mille pour le Pinel) s'est montrée plus efficace que les financements aidés (145 mille logements pour le PLI et le LLI) pour développer l'offre intermédiaire.

Le Prêt Locatif Intermédiaire (PLI), le plus ancien

Les financements aidés par l'État (mécanisme du prêt à taux d'intérêt bonifié) sont apparus à la suite du rapport Barre (1976) qui avait pour objectif de moderniser les anciennes aides à la pierre, principalement en les mettant en lien avec les aides à la personne (introduction concomitante des APL). La déclinaison spécifique au logement intermédiaire, à savoir le « Prêt Locatif Intermédiaire (PLI) » qui existe toujours à l'heure actuelle, a ensuite été instauré en 1987. Historiquement, trois acteurs distribuaient ce type de prêt (la Caisse des Dépôts et Consignations, le Crédit foncier de France et le Comptoir des entrepreneurs), mais cette mission s'est progressivement concentrée sur un opérateur public (la CDC) avant d'être également dévolue à des organismes de crédit privés, sous réserve d'un agrément public. Malgré son ancienneté, le PLI est décrit de manière récurrente dans les rapports publics comme un produit qui n'a jamais véritablement trouvé sa place. À l'heure actuelle, il est d'ailleurs toujours en perte de vitesse et reste anecdotique dans le paysage de la construction de logements en France, intermédiaires y compris.

Dans le détail, le PLI est un prêt réglementé à destination des bailleurs sociaux et des personnes physiques ou morales, il a donc une très large vocation. Il peut servir indistinctement à l'acquisition ou à la construction de logements à usage locatif de niveau intermédiaire et, le cas échéant, des travaux peuvent aussi être financés. La particularité du PLI est que l'investisseur assure généralement le suivi du projet

immobilier ainsi que la gestion ultérieure du parc de logements, c'est pourquoi il est parfois dénommé « investisseur-bailleur ».

Les obligations pour l'investisseur-bailleur sont de trois ordres :

- Le projet se situe en zone tendue (zone C sur dérogation) ;
- Le bien est vendu ou loué comme résidence principale ;
- Les conditions du logement intermédiaire (conditions de ressources et de loyers) doivent être maintenues pour une durée au moins égale à celle du prêt.

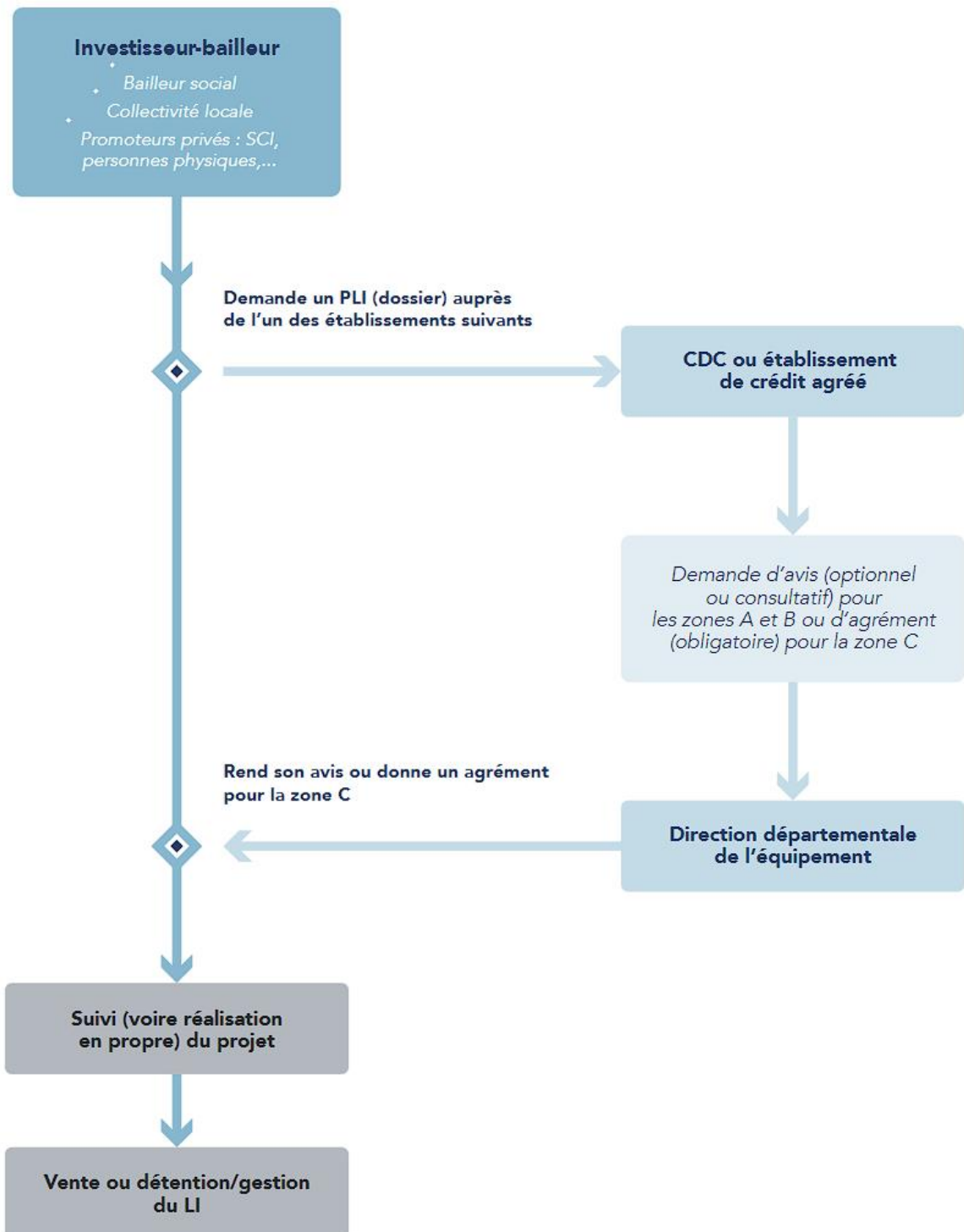
Ce prêt peut être souscrit auprès de la CDC ou d'établissements de crédits privés¹ qui disposaient respectivement d'une enveloppe de 500 millions d'euros et d'1 milliard d'euros (fonds garantis par l'épargne réglementée des Français) pour le PLI en 2020. Les conditions financières sont les suivantes : le taux du PLI est indexé sur celui du Livret A (Taux du Livret A + 140 points de base) et sa durée doit être comprise entre 9 et 30 ans. En revanche, le PLI n'ouvre droit à aucune subvention ni à aucun avantage fiscal.

À noter enfin que les conditions financières ne sont pas aussi intéressantes pour tous les types d'investisseurs : à titre d'exemple en 2020, les taux du PLI étaient de 1,9 % pour les bailleurs sociaux mais compris entre 1,9 % et 2,15 % pour les personnes morales ainsi qu'entre 1,9 % et 2,2 % pour les personnes physiques.

En constante perte de vitesse (ce qui fait même penser à son éventuelle prochaine disparition), le PLI est surtout décrit dans l'étude à titre informatif. Il existe néanmoins toujours à l'heure actuelle et peut être mobilisé à la marge, notamment là où les autres dispositifs seraient inopérants (zone C). Cependant, il convient de garder à l'esprit que le PLI n'a jamais montré de potentiel suffisant pour en faire un substitut crédible au dispositif Pinel si ce dernier était supprimé.

¹ Attention toutefois, ceux-ci doivent être agréés par l'État pour les consentir.

Construction d'un logement intermédiaire à partir du PLI



Source : PrimeView

Lecture : L'investisseur-bailleur dépose une demande de PLI auprès de la CDC ou d'un établissement de crédit agréé en ce sens. Si le projet se situe en zone A ou B,

l'établissement prêteur a la possibilité de demander l'avis de la Direction départementale de l'Équipement pour évaluer la cohérence du projet avec les besoins locaux du marché immobilier, mais cela ne revêt aucun caractère obligatoire. En revanche, pour la zone C, il ne s'agit plus d'une consultation mais d'une demande d'agrément (obligatoire). Dans le cadre du PLI, l'investisseur assure presque toujours la maîtrise d'ouvrage mais il peut, dans certains cas aussi, prendre la maîtrise d'œuvre à son propre compte.

Les dispositifs en soutien des bailleurs particuliers, comme le Pinel, pilier de la construction de logements intermédiaires en France

En parallèle des financements aidés (PLI), des dispositifs fiscaux d'incitation à l'investissement locatif (trivialement dénommés « défiscalisation ») ont été adoptés à partir du milieu des années 1980. La logique est différente puisqu'il s'agit ici d'une réduction d'impôt (sur le revenu) équivalente à une fraction de l'investissement réalisé dans le logement locatif sous forme de crédit d'impôts ou d'amortissement en fonction des époques. Depuis la version initiale (le « dispositif Quilès » de 1985) jusqu'au dispositif Pinel (2014, prolongé et recentré en 2018), les dispositifs publics en faveur de l'immobilier locatif ont connu plusieurs mises en œuvre². Lorsque ceux-ci n'étaient pas pleinement dévolus au secteur intermédiaire, ils avaient chacun une déclinaison en ce sens : le « Robien recentré », le « Borloo populaire » ou encore le « Scellier intermédiaire ». Le dispositif Pinel est quant à lui exclusivement concentré sur le logement intermédiaire, ce qui le différencie de ses prédécesseurs, notamment au regard des critères d'éligibilité clairement plus restrictifs que par le passé.

En 2020, on estimait le nombre de logements intermédiaires à disposition grâce aux mécanismes de défiscalisation à 522 000. Mais ces chiffres ne reflètent toutefois pas le stock de logements intermédiaires créés depuis 20 ans grâce aux dispositifs fiscaux incitatifs pour les bailleurs particuliers : nous estimons le nombre de logements intermédiaires créés à 930 mille entre 2000 et 2018 [4]). Cette érosion naturelle du stock de logements intermédiaires vient du fait que ces derniers conservent un statut d'intermédiaire uniquement pendant des durées prédéfinies (par exemple, 6, 9 ou 12 ans pour un logement bénéficiant du dispositif Pinel). De manière évidente, il conviendrait de travailler au complément de l'arsenal des dispositifs actuels pour lutter contre cette érosion naturelle du stock de logements intermédiaires, en renforçant par exemple le dispositif Loc'Avantages.

Le Pinel classique, programmé pour disparaître

Initié en 2014, le dispositif Pinel permet de défiscaliser les investissements du secteur locatif intermédiaire réalisés en zones tendues (A bis, A et B1 depuis 2018). En contrepartie du respect des plafonds ressources et de loyers, l'investisseur peut

² « Périssol » (1996-1999), « Besson » (1999-2003), « Robien » (2003-2008), « Borloo » (2006-2008), « Scellier » (2009-2012), « Duflot » (2013-2014).

défiscaliser ses revenus fonciers en fonction de l'horizon temporel de la location (uniquement au titre de la résidence principale) :

- Location de 6 ans : 12 % répartis sur 6 ans ;
- Location de 9 ans : 18 % répartis sur 9 ans ;
- Location de 12 ans : 21 % répartis sur 12 ans.

La réduction d'impôt est fondée sur le prix de revient du logement et l'investissement est plafonné à 300 000 € (5 500 €/m²). Le logement doit respecter des normes environnementales : Bâtiment Basse Consommation (BBC) ou Réglementation Thermique (RT2020). En outre, le Pinel offre la possibilité de louer à un ascendant ou à un descendant, dès lors que le locataire n'appartient pas au foyer fiscal du détenteur.

Bien que maintes fois décrié (cf. rapports IGF/CGEDD de 2019 [2] et 2021 [1]), le dispositif Pinel reste encore et toujours le principal pourvoyeur de logements intermédiaires (197 mille logements en cours). Pourtant, malgré son poids dans la construction annuelle de logements intermédiaires depuis 20 ans, le PLF 2022 a décidé de proroger ce dispositif seulement jusqu'à 2024 (année à l'issue de laquelle il doit prendre fin) avec, de surcroît, une révision annuelle du barème de réduction d'impôts (cf. tableau ci-dessous). Le même PLF lui associe le dispositif « Pinel+ » (décrit ci-dessous) qui permet de maintenir les avantages d'origine du dispositif Pinel mais sous des conditions drastiquement plus exigeantes.

Les avantages du dispositif seront désormais réduits d'année en année avant de prendre fin 2024

Durée locative	Réduction d'impôts en 2022	Réduction d'impôts en 2023	Réduction d'impôts en 2024
6 ans	12 %	10,5 %	9 %
9 ans	18 %	15 %	12 %
12 ans	21 %	17,5 %	14 %

Sources : PrimeView, PLF 2022

À noter qu'un tel dispositif peut être utilisé par une SCPI, usuellement appelé SCPI « fiscale » ou « Pinel », dont les revenus distribués sont taxés à l'IR par le porteur de parts.

Le Pinel+ (ou « Super Pinel »), voué à rester anecdotique par manque de rentabilité

À partir de 2023, le dispositif Pinel+ coexistera avec le Pinel classique (dont la réduction d'impôt diminuera alors unilatéralement). Dévoilé par Emmanuelle Wargon, l'objectif du Pinel+ est d'augmenter les qualités d'usage et les qualités environnementales des logements issus du dispositif Pinel. Le Pinel+ permettra de bénéficier des taux pleins du Pinel (12 % sur 6 ans, 18 % sur 9 ans et 21 % sur 12 ans) mais il sera beaucoup plus

contraignant qu'auparavant. Le zonage sera limité aux seuls quartiers prioritaires de la politique de la ville (QPV), une meilleure qualité environnementale devra être obtenue (étiquette B pour les acquisitions en 2022 et 2023, étiquette A pour les constructions en 2024 puis seuils de la RE2020 à partir de 2025) et une surface minimale (fonction du nombre de pièces) devra être assurée (avec obligatoirement un « accès extérieur » en plus).

Mais attention, des critères plus exigeants signifient logiquement qu'il sera plus difficile pour les logements Pinel+ d'atteindre les rendements minimums exigés par les investisseurs... Notez par ailleurs que le niveau d'exigence tout comme le faible volume de logements produits risquent de générer une tension inflationniste supplémentaire sur l'immobilier des zones concernées. Les perspectives paraissent ainsi très limitées pour ce dispositif, qui ne peut pas être considéré comme une alternative crédible au Pinel classique actuel.

Le Logement Locatif Intermédiaire (LLI) « institutionnel », sur lequel les pouvoirs publics veulent s'appuyer

Le dernier grand tournant pris par le logement intermédiaire remonte au quinquennat de François Hollande, Cécile Duflot étant alors à la tête du Ministère du Logement. À la suite d'un rapport du think tank Terra Nova (2013), la volonté politique a été de faire du logement intermédiaire un produit d'investissement à destination des investisseurs institutionnels : cela s'est concrétisé par la création du dispositif « Logement Locatif Intermédiaire (LLI) ». Par là même, il s'agissait de ramener les acteurs institutionnels vers l'immobilier locatif, alors que ceux-ci s'en étaient largement désengagés depuis les années 1990.

Pour le moment, seuls deux acteurs parapublics ont véritablement cherché à se développer dans cette direction : Ampère Gestion (filiale de la CDC) et In'li (filiale du groupe Action Logement), illustrant les difficultés rencontrées par les institutionnels privés du secteur à proposer des produits suffisamment attractifs dans ce domaine à périmètre constant.

Qu'est-ce qu'un acteur « institutionnel » ?

Ces derniers sont définis à l'article 279-0 bis A [4].

2° Le destinataire de la livraison ou, en cas de démembrement de la propriété, l'usufruitier, est l'une des personnes suivantes :

a) Organismes d'habitations à loyer modéré mentionnés à l'article L. 411-2 du code de la construction et de l'habitation, sociétés d'économie mixte mentionnées à l'article L. 481-1 du même code ou sociétés anonymes de coordination entre les organismes d'habitations à loyer modéré mentionnées à l'article L. 423-1-1 dudit code ;

b) Organismes soumis au contrôle, au sens du III de l'article L. 430-1 du code de commerce, de la société mentionnée à l'article L. 313-20 du code de la construction et de l'habitation ; [5]

c) Personnes morales dont le capital est détenu, directement ou indirectement, en totalité par des personnes passibles de l'impôt sur les sociétés ;

d) Établissements public administratifs ;

e) Caisses de retraite et de prévoyance ;

De fait, toutes les sociétés passibles de l'impôt sur les sociétés, comme des organismes de placement collectif (OPCI) pourront bénéficier du LLI (cf. partie Les véhicules d'investissement en logement intermédiaire disponibles pour le particulier pour la description des véhicules d'investissement).

Attention, les investisseurs institutionnels ne doivent pas être confondus avec les institutions financières publiques, comme la Caisse des Dépôts par exemple.

Avantages fiscaux et contraintes du LLI

Le LLI est un produit d'investissement à destination des seuls acteurs institutionnels. Depuis 2014, il dispose d'un régime fiscal avantageux qui lui est propre (Article 279-0 bis A du Code général des impôts) : initialement, un taux de TVA réduit à 10 % et une exonération de taxe foncière sur la propriété bâtie (TFPB) durant 20 ans. Mais le Projet de Loi de Finance (PLF) 2022 a modifié quelque peu les avantages fiscaux associés au LLI : désormais, l'exonération de TFPB est remplacée par un crédit d'impôt sur les sociétés (IS) pour une durée équivalente.

Les projets menés sous le régime du LLI sont contraints par un certain nombre de conditions, similaires aux logements Pinel : ils doivent tout d'abord se situer obligatoirement en zones A (dont A bis) ou B1 uniquement. Ensuite, dans les cas d'une construction en bloc, le projet immobilier doit comporter au minimum 25 % de logements sociaux afin d'assurer une mixité sociale (à partir de 2022, cette quote-part disparaît dans les communes disposant déjà de plus de 25 % de logements sociaux, auparavant ce seuil était fixé à plus de 35 % de logements sociaux). Enfin, les ressources des locataires et les loyers sont plafonnés aux conditions identiques à celles du dispositif Pinel.

Un dispositif complémentaire pour préserver le stock de logements intermédiaires : « Loc'Avantages »

En 2022, le dispositif préexistant « Louer Abordable » est transformé en « Loc'Avantages ». Désormais, tous les logements sont éligibles (absence de zonage) à la location intermédiaire ou sociale. La réduction d'impôt sur le revenu est fonction de l'effort consenti sur le loyer. Elle ne varie pas, quelle que soit l'adresse du logement et l'imposition du bailleur (cf. tableau ci-dessous).

Pour bénéficier du dispositif Loc'Avantages, un conventionnement avec l'Anah est obligatoire. En plus des habituelles conditions de ressources et de loyers, s'ajoutent les contraintes suivantes : la durée minimale de location est de 6 ans et le logement doit être loué non-meublé au titre d'une résidence principale. Il est par ailleurs interdit de louer à un membre de sa famille ainsi que de louer une « passoire thermique », c'est-à-dire un logement classé en étiquette F ou G.

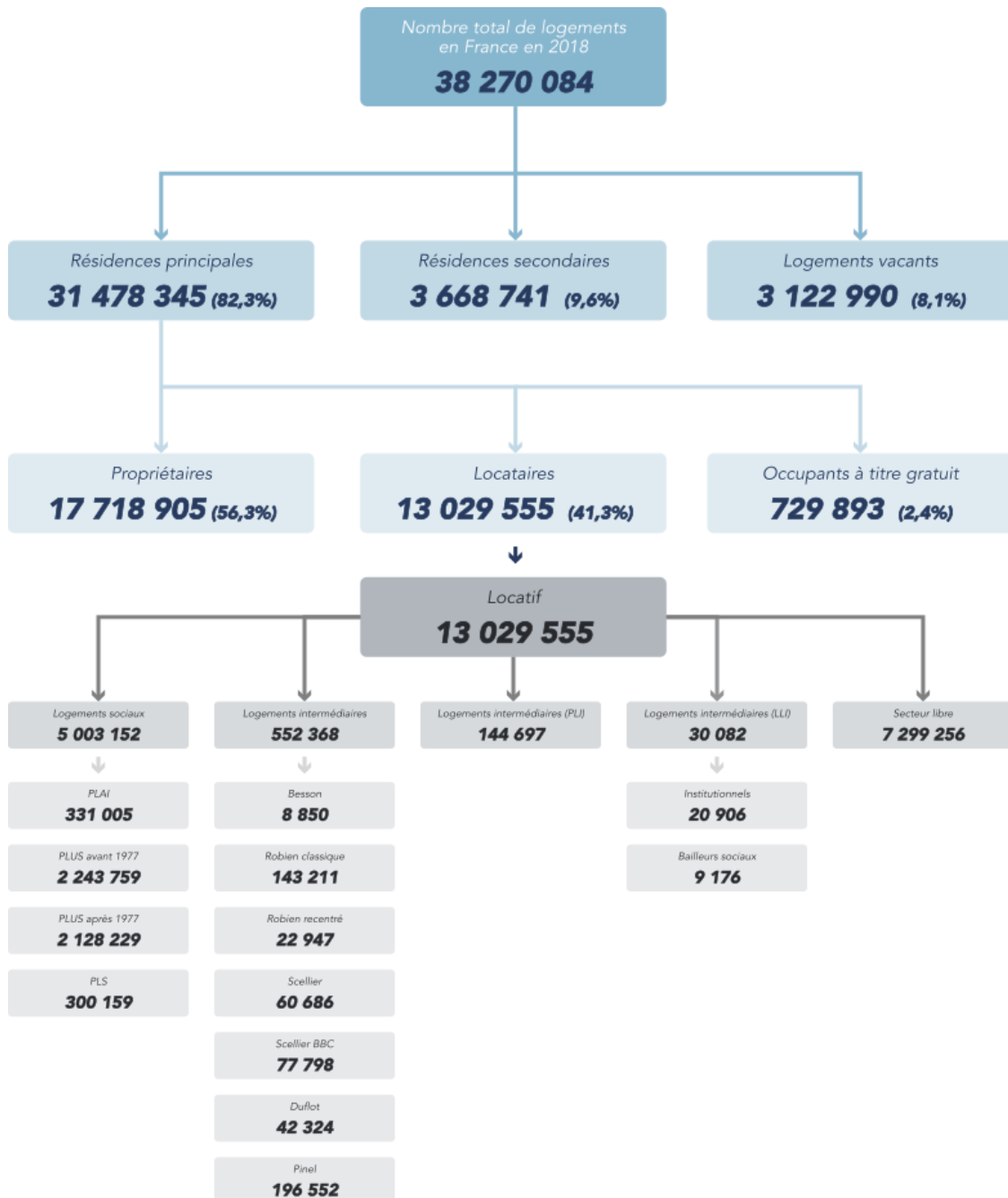
Ce dispositif vise ainsi à préserver le stock de logements intermédiaires, qui s'érode naturellement lorsque les dispositifs fiscaux soutenant la création des logements s'éteignent. Il conviendrait probablement d'approfondir les critères d'éligibilité, notamment en y intégrant des critères géographiques afin d'orienter spécifiquement le fléchage fiscal vers les zones tendues.

Barème des réductions d'impôt du dispositif Loc'Avantages

Niveau de loyer (au choix)	Taux de décote par rapport au marché (observé sur la commune du logement)	Taux de réduction d'impôt (sans intermédiation locative)	Taux de réduction d'impôt (si intermédiation locative)
Loc1	- 15 %	15 %	20 %
Loc2	-30 %	35 %	40 %
Loc3	-45 %	Le niveau Loc3 n'est pas disponible sans intermédiation locative	65 %

Source : Ministère de l'Économie

Composition du logement en France en 2018

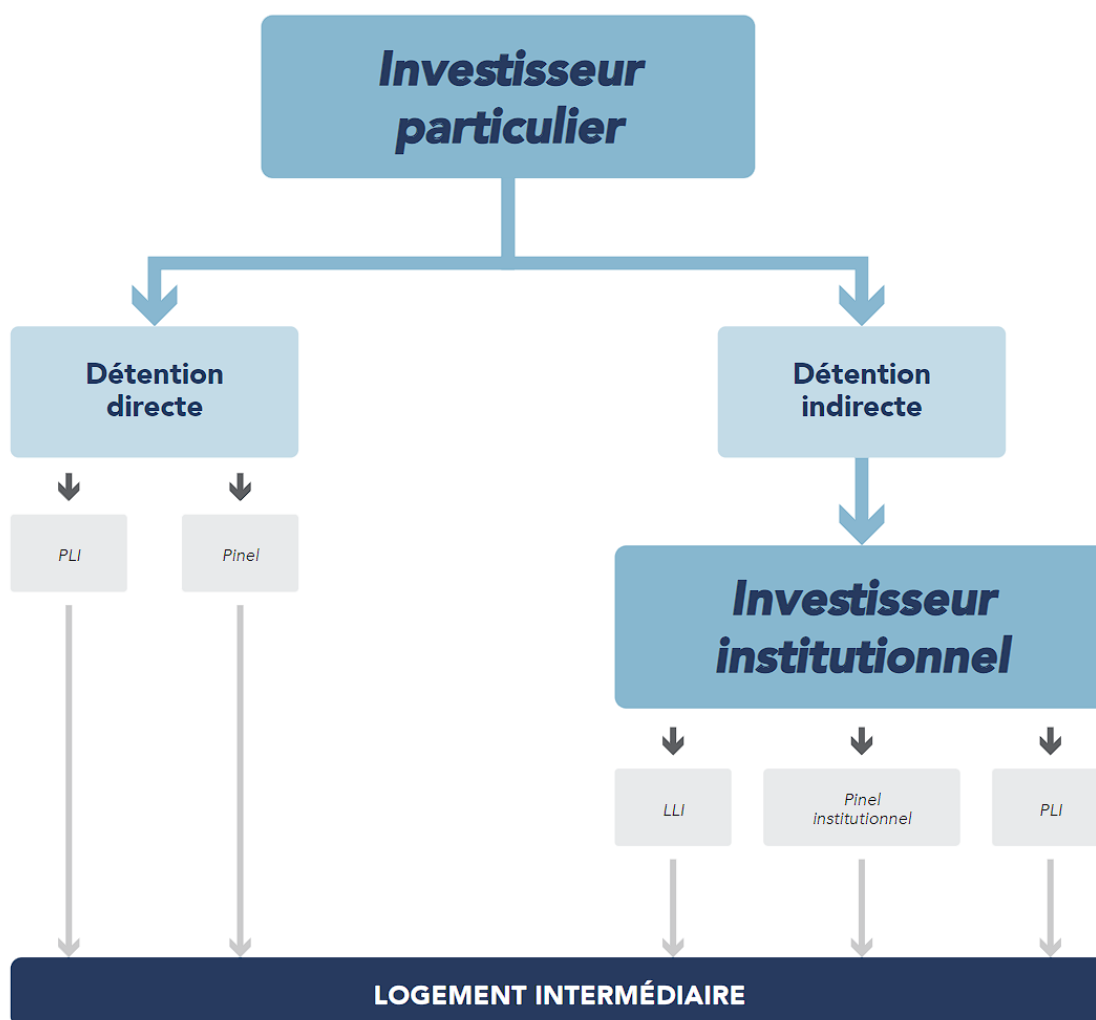


Source : PrimeView, INSEE

Les véhicules d'investissement en logement intermédiaire disponibles pour le particulier

Il existe deux moyens pour un investisseur particulier, clé de voute du logement intermédiaire en France, d'investir dans ce type de bien : via une détention en direct du bien, ou via une détention indirecte grâce à la possession de parts dans une société qui, elle, détient le bien. Cette société est généralement liée à un investisseur institutionnel privé comme présenté précédemment. Nous approfondissons dans cette étude le processus d'acquisition indirecte d'un logement intermédiaire par le particulier, via l'intermédiaire d'un institutionnel privé.

Les différents moyens d'investir dans le logement intermédiaire pour un particulier



Source : PrimeView

Lecture : L'investisseur particulier peut choisir de détenir et de gérer en propre un logement intermédiaire. Pour ce faire, il peut mobiliser indifféremment le dispositif Pinel

ou le PLI. Autrement, il peut opter pour de la détention indirecte en passant par l'intermédiaire d'un investisseur institutionnel. Dans ce cas, il existe une modalité supplémentaire d'investissement dans du logement intermédiaire : le LLI. Dans ces conditions, l'institutionnel s'occupe de l'investissement et de la gestion des biens.

La détention indirecte des biens

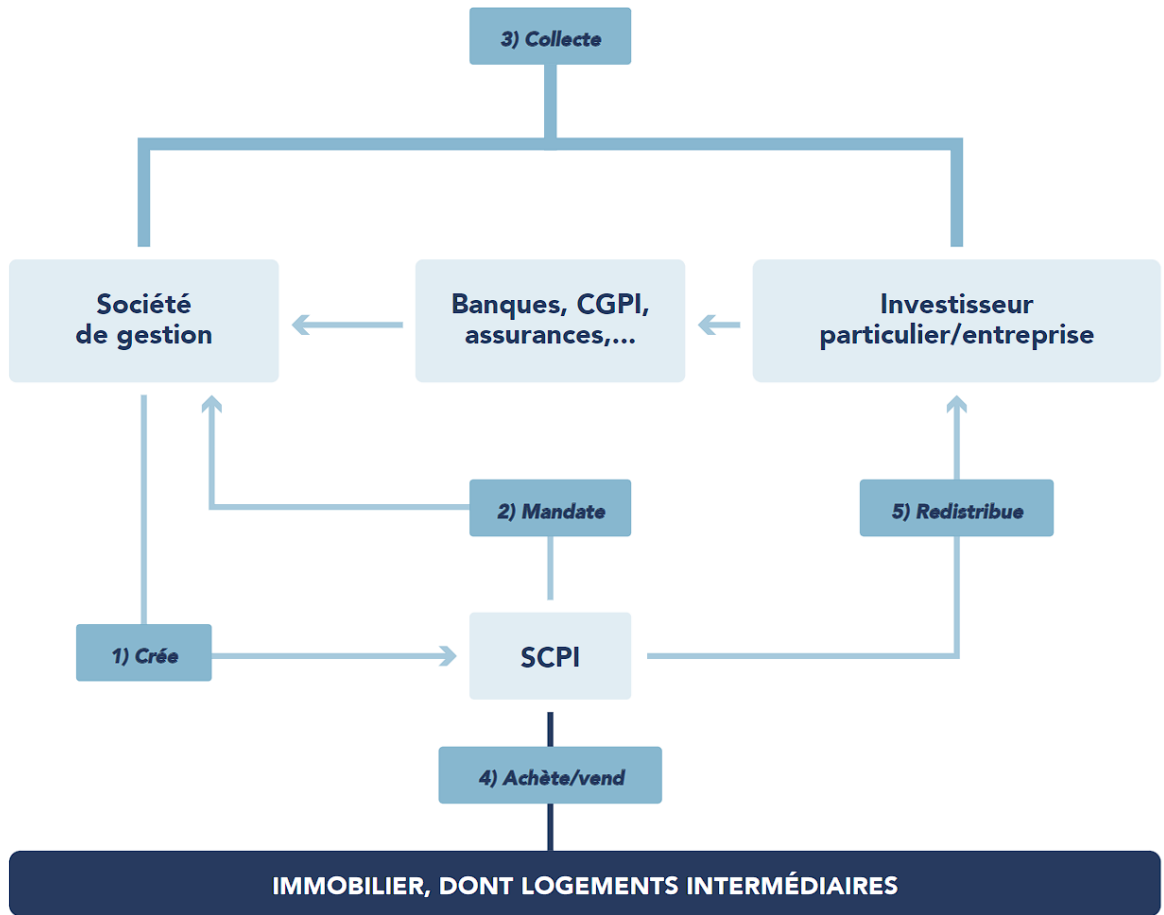
La subtilité de la détention indirecte réside essentiellement dans le type de société dans laquelle le particulier prend des parts, à savoir des sociétés qui sont imposées à l'impôt sur les sociétés, ou des sociétés qui sont imposées sur le revenu. Pour investir de cette manière, le particulier peut passer via des SCPI, qui sont uniquement imposées sur les revenus, ou des OPCI (Organisme de Placement Collectif Immobilier) qui peuvent être imposés des deux manières.

L'OPCI est un produit d'épargne pouvant comporter des actifs immobiliers (entre 60 % et 90 %). Il a été créé en 2008 afin d'offrir une meilleure liquidité que les SCPI (véhicule purement dédié à l'immobilier). Il existe une vingtaine d'OPCI grand public qui capitalisent 20,42 Mds € fin 2021. Ceux-ci sont répartis sur une quinzaine de sociétés de gestion (Amundi Immobilier, AXA Real Estate Investment Managers SGP, BNP Paribas REIM France, Swiss Life REIM France, AEW Ciloger, etc.).

L'OPCI associe deux régimes juridiques et fiscaux différents pour les actionnaires : les FPI (Fonds de Placement Immobilier) et les SPICAV (Sociétés de Placement à Prépondérance Immobilière à Capital Variable). Pour les FPI, les revenus sont taxés au titre des revenus fonciers et des plus-values immobilières tandis que, dans le cadre des SPICAV, les revenus sont taxés au titre des dividendes. Les deux formes juridiques permettent l'endettement pour l'achat immobilier (effet de levier), dans des proportions réglementées.

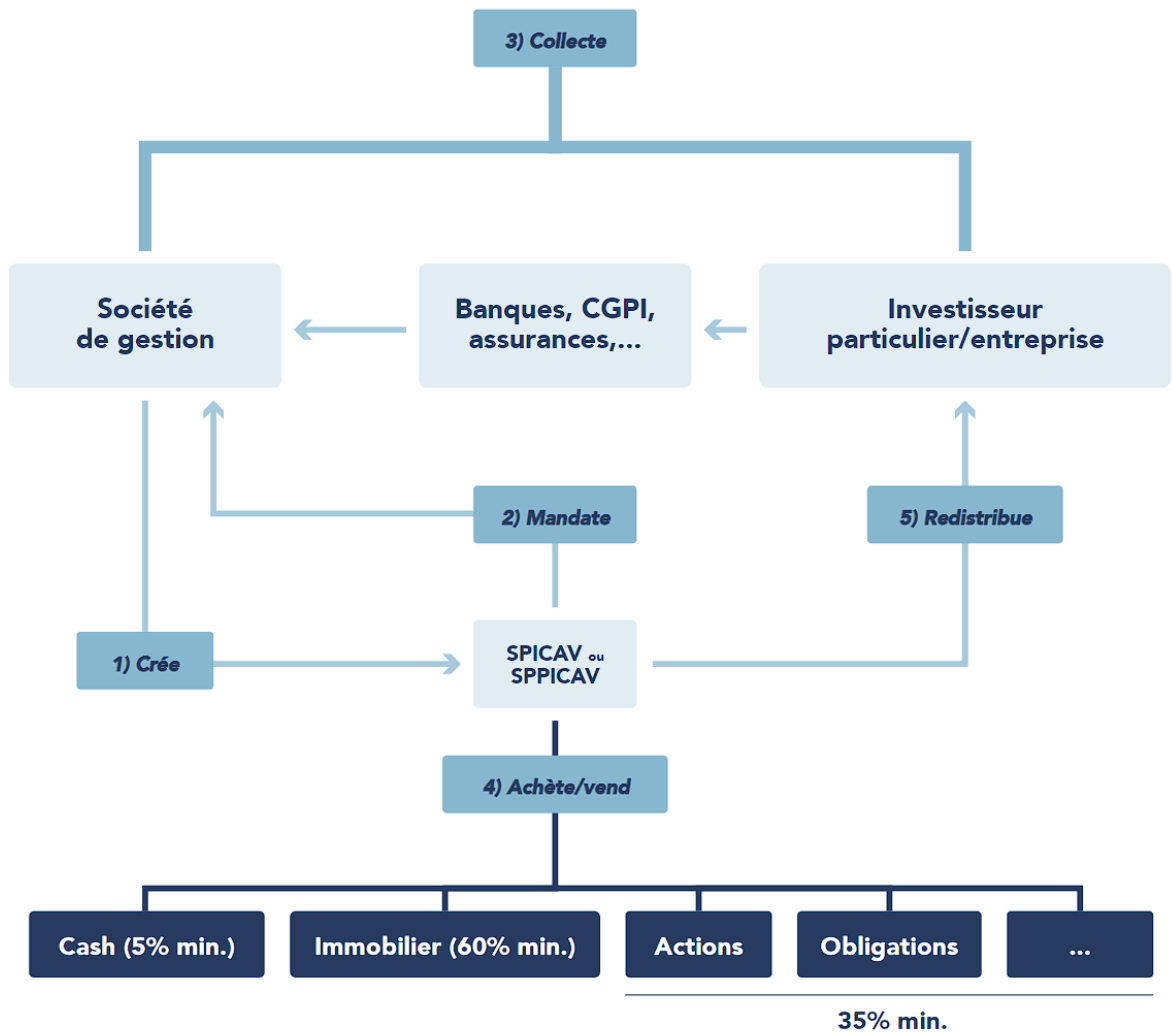
Quoi qu'il en soit, le fonctionnement d'une SCPI ou d'un OPCI de type SPICAV géré par un investisseur institutionnel privé, c'est-à-dire une société de gestion, est relativement similaire : l'investisseur particulier achète des parts de la SCPI ou de la SPICAV. Cette dernière mandate une société externe pour toute sa gestion (choix des investissements, procédures administratives, gestion des biens, etc.) et reverse aux particuliers des revenus fonciers pour la SCPI ou des dividendes pour l'OPCI.

Mécanisme de fonctionnement d'une SCPI



Source : PrimeView.

Mécanisme de fonctionnement d'une SPICAV



Source : PrimeView

La particularité des SPICAV : un investissement qui n'est pas 100 % immobilier, peu sujet à l'effet de levier

Le dispositif LLI étant disponible uniquement pour les sociétés étant imposées sur leurs bénéfices, seules les OPCI de type SPICAV peuvent en disposer. C'est pourquoi nous évaluerons en détail dans la seconde partie de cette étude l'attractivité pour l'investisseur final de ce type de produit ainsi que son coût présumé pour l'Etat, relativement à un investissement réalisé via le dispositif Pinel.

Toutefois, avant de passer à cette étape, il convient de noter au préalable la différence structurelle qui existe en termes de « produit » acheté par l'investisseur final : un investissement via un OPCI est fondamentalement différent d'un investissement immobilier pur (donc d'un investissement dans un logement Pinel en direct ou via une

SCPI Pinel), que ce soit en termes de sous-jacents pour le particulier, mais aussi de risque. En effet, un OPCI de type SPICAV est un produit hybride, constitué en moyenne de 60 % d'actifs immobiliers, mais aussi de 30 % d'actifs financiers (actions et obligations essentiellement) et 5 % de liquidités obligatoires. La moindre lisibilité de ce type de produits par rapport à un investissement immobilier en direct rendra de fait la commercialisation plus difficile de ce type de véhicule par rapport au Pinel.

Autre point important à souligner, une partie substantielle de la rentabilité des investissements dans le logement intermédiaire via du Pinel provient de la possibilité de les réaliser via un emprunt conséquent (la proportion de dette atteignait 88 % du montant investi [4]). L'effet de levier ainsi mobilisé permet de maximiser la rentabilité structurellement faible du fait du plafonnement des loyers rendant l'investissement Pinel concurrentiel avec les autres actifs traditionnels. Or, les difficultés d'acquérir une part d'OPCI via un emprunt rendront quasiment impossibles pour l'investisseur final la possibilité de faire jouer autant l'effet de levier pour maximiser sa rentabilité. Ce constat rend les objectifs de rentabilité brute pour un OPCI d'autant plus élevés : le rendement proposé par ce type de produits devra être structurellement plus important que celui d'un investissement Pinel hors effet de levier pour être aussi attractif pour un investisseur final. Si ce n'est pas le cas, il est probable que les investisseurs finaux se détourneront de ce type de produits, amenant à une réduction du nombre de logements intermédiaires construits.

Etude comparative des dispositifs Pinel et LLI : une attractivité relative clairement insuffisante pour les produits collectifs de substitution au Pinel envisagés

Mise en contexte

Comme évoqué plus haut, il émerge des deux derniers rapports de l'Institut Général des Finances (IGF) et du Conseil Général de l'Environnement et du Développement Durable (CGEDD) [1] [2] ainsi que du dernier rapport de l'Association Française des Sociétés de Placement Immobilier (ASPIM) [3] la volonté forte et marquée de faire disparaître le dispositif Pinel d'investissement pour un particulier dans l'immobilier neuf locatif à destination du logement intermédiaire pour le remplacer par le dispositif Logement Locatif Intermédiaire (LLI). L'investisseur final ne serait plus propriétaire d'un logement en direct mis en location, mais d'une part d'un véhicule financier distribuant des revenus financiers.

Ce dispositif, déjà existant, est à destination des investisseurs « institutionnels », défini à l'article 279-0 bis A et évoqués en partie *Le Logement Locatif Intermédiaire (LLI) « institutionnel »*, sur lequel les pouvoirs publics veulent s'appuyer.

Les avantages dont bénéficient les véhicules d'investissement ciblés sont : (1) une réduction de la TVA à l'achat du bien qui s'élève au taux réduit de 10 % ; (2) une exonération de la Taxe Foncière sur les Propriétés Bâties (TFPB) pendant 20 ans.

Le dernier rapport en date de l'IGF proposait de transformer légèrement ce dispositif pour remplacer l'exonération de TFPB, considérée comme un frein à l'acceptation pour la commune des projets de logements intermédiaires, par un crédit d'impôt du même montant que la TFPB [1]. Ainsi, la commune recevra bien les TFPB et l'Etat compensera via un crédit d'impôt cette dernière aux investisseurs. L'idée serait que les investisseurs particuliers pourraient ensuite souscrire à des parts d'Organismes de Placement Collectif Immobilier (OPCI) de type SPICAV (Société à Prépondérance Immobilière à Capital Variable), qui seraient les véhicules juridiques d'investissement dans du logement intermédiaire. Ces SPICAV mandateraient des sociétés de gestion pour la gestion des investissements des actionnaires.

Afin d'évaluer l'efficacité du passage des dispositifs actuels reposant sur un bailleur particulier à un dispositif reposant sur un bailleur institutionnel du type OPCI, nous avons complété le simulateur conçu en 2019 dans le cadre du rapport sur l'évaluation de l'efficacité des dispositifs de soutien à l'immobilier locatif neuf en France [4] afin d'être en mesure de comparer le dispositif Pinel et le dispositif LLI en termes comptables dans un premier temps, puis fiscal, et enfin en termes d'impact sur la production de logements intermédiaires en France.

Description du paramétrage des dispositifs et méthodologie

Dispositif Pinel

Les avantages dont bénéficient actuellement un investisseur via le dispositif Pinel en France métropolitaine sont les suivants :

- Une TVA réduite à 10 % pour l'acquisition du bien ;
- 2 ans d'exonération de TFPB ;
- Un crédit d'impôt pendant une durée d'engagement de 6, 9 ou 12 ans. Ce crédit d'impôt équivaut à 2 % par an de la valeur d'achat du bien pendant les 9 premières années, puis 1 % sur les 3 restantes, conditionné au respect de plafonds de loyers et de ressources du locataire.

Pour en savoir plus sur le sujet, il est possible de consulter notre rapport publié en 2019 [4].

Il est important de noter que le crédit d'impôt accordé pour les biens achetés à compter du 1^{er} janvier 2023, puis du 1^{er} janvier 2024, sera réduit à partir de 2023, comme indiqué dans le tableau suivant, diminuant ainsi la rentabilité brute dans ce type d'investissement.

Comparaison des crédits d'impôt de la loi Pinel, actuels et à venir en France métropolitaine

Durée de location	Pinel actuel			À partir du 1er janvier 2023			À partir du 1er janvier 2024		
	Crédit d'impôt en % du prix de revient	Montant maximal du CI	Taux de crédit d'impôt annuel	Crédit d'impôt en % du prix de revient	Montant maximal du CI	Taux de crédit d'impôt annuel	Crédit d'impôt en % du prix de revient	Montant maximal du CI	Taux de crédit d'impôt annuel
6 ans	12%	36 000 €	2,00%	10,5%	31 500 €	1,75%	9%	27 000 €	1,50%
9 ans	18%	54 000 €	2,00%	15%	45 000 €	1,50%	12%	36 000 €	1,00%
12 ans	21%	63 000 €	1,00%	17,5%	52 500 €	0,83%	14%	42 000 €	0,67%

Sources : PrimeView, LF 2021 : art. 168 et 169 / CGI : art. 199 novovicies

Dispositif LLI

Les avantages dont bénéficie actuellement un investisseur via le dispositif LLI en France métropolitaine sont les suivants :

- Une TVA réduite à 10 % pour l'acquisition du bien ;
- 20 ans d'exonération de TFPB, transformés en crédit d'impôts pour les logements achevés à partir du 1^{er} janvier 2023.

Objectifs visés par la comparaison des dispositifs

Le but de la comparaison réalisée grâce au simulateur complété pour l'occasion est double. Elle doit permettre de :

1. Calculer la rentabilité pour l'investisseur particulier d'un investissement via le dispositif Pinel générant un revenu locatif, et d'un investissement via l'achat de parts d'un OPCI de type SPICAV générant des dividendes. En effet, l'investisseur final étant toujours le particulier, il est impératif de calculer la rentabilité du projet pour ce dernier sous peine de mettre en place des dispositifs voués à l'échec car insuffisamment attractifs.
2. Calculer les gains et/ou les pertes pour l'État associés à ces dispositifs, afin d'optimiser l'efficacité de la dépense publique consentie dans le cadre des dispositifs de soutien à la construction des logements intermédiaires.

Dans le but de répondre à ces impératifs, plusieurs hypothèses ont été réalisées pour effectuer les calculs et les homogénéiser afin de les rendre comparables.

Méthodologie

Le premier élément à prendre en compte pour comparer ces dispositifs est la durée des avantages fiscaux associés : au maximum 12 ans dans le cadre du dispositif Pinel, au maximum 20 ans dans le cadre du dispositif LLI.

Pour une question de cohérence, nous avons pris le parti d'effectuer une comparaison sur 20 ans des revenus générés par un bien construit via du VEFA en 2021 et mis en location intermédiaire en 2022. Par ailleurs, nous nous concentrons uniquement sur la rentabilité d'un investissement dans un bien intermédiaire destiné à la location et les recettes fiscales générées par celui-ci, en fonction du dispositif choisi (Pinel ou LLI). Nous excluons donc les autres actifs financiers composant le portefeuille d'un OPCI de type SPICAV de nos calculs. Enfin, nous nous cantonnons à un investissement en France métropolitaine, et non en Outre-mer, où les paramètres du dispositif Pinel sont différents et encore plus incitatifs.

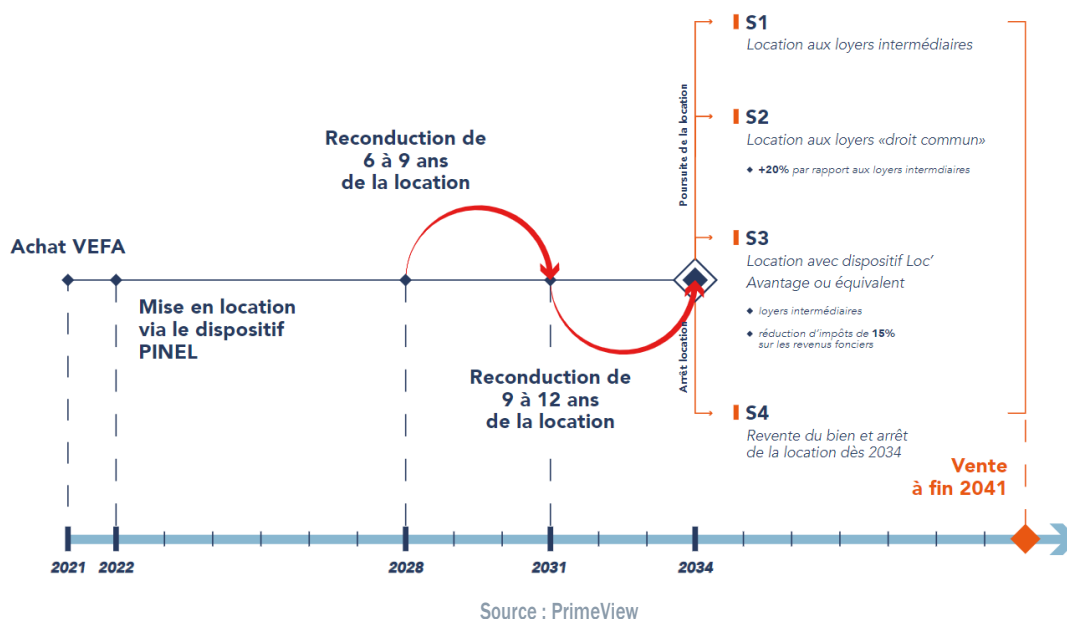
Scénarii et hypothèses de calculs pour le dispositif Pinel

Dans le cadre du dispositif Pinel, qui ne peut durer que 12 ans au maximum, nous avons défini 4 scénarii concernant les 8 années restantes pour étudier ce que génère comme gains un bien construit initialement grâce à ce dispositif. Ces scénarii sont les suivants à partir de 2034 :

1. Le propriétaire choisit de prolonger la location aux mêmes loyers qu'auparavant, c'est-à-dire de conserver des loyers intermédiaires encadrés par la loi Pinel (en rajoutant l'inflation des loyers estimés pour les biens intermédiaires).
2. Le propriétaire choisit de prolonger la location dans un régime de droit commun. Les loyers sont réhaussés au prix de marché, que nous estimons à 20 % supérieurs à ceux des loyers intermédiaires.
3. Le propriétaire choisit de prolonger la location en bénéficiant d'un dispositif de type Loc'Avantages en supposant qu'il soit reconduit (cf. partie *Un dispositif complémentaire pour préserver le stock de logements intermédiaires : « Loc'Avantages »* pour le détail du dispositif). Cela revient à conserver des loyers intermédiaires encadrés par la loi Pinel en échange d'une réduction d'impôt sur le revenu de 15 %.
4. Le propriétaire revend son bien à un acquéreur qui le prend comme résidence principale (plus aucun loyer n'est généré, mais l'Etat touchera l'impôt sur les plus-values générées par la revente).

À la fin de l'année 2041, soit 20 ans complets de location, nous considérons que le bien est vendu afin d'estimer la rentabilité complète du projet immobilier.

4 scénarii possibles après la fin des 12 ans de location Pinel



Il existe évidemment d'autres scénarii possibles, comme la revente du bien avant les 20 ans qui est ensuite remis en location. Mais ce scénario n'est que la combinaison d'éléments des scénarii précédents. Dans ce cadre, il nous a paru suffisant de nous cantonner aux calculs relatifs à ces quatre grands scénarii.

Pour estimer les flux de revenus, nous nous sommes appuyés sur les travaux déjà réalisés par nos soins pour estimer les coûts relatifs aux dispositifs fiscaux dans l'immobilier neuf locatif intermédiaire [4]. Nous avons utilisé notamment l'extrapolation de notre série de prix des logements intermédiaires issus des dispositifs fiscaux incitatifs. Le prix du logement TTC pour le bien retenu dans nos différents scénarii est de 191 265 euros. Ainsi, si nous ajoutons à ce prix TTC les droits de mutations et les émoluments du notaire, nous obtenons un prix de revient du bien de 194 508 euros, sur lequel nous avons calculé le crédit d'impôt pour le particulier.

Il est à noter que nous avons intégré des frais d'exploitations immobilières (administration et gestion, assurance, etc.) qui sont déductibles des impôts sur les revenus locatifs. Pour estimer ces frais, nous sommes partis des frais d'exploitation immobilière annuels calculés pour les SPICAV et considérés comme équivalent à 2,75 % par an de la valeur du bien (cf. partie suivante pour plus de détails). Dans une SPICAV, ces frais couvrent d'autres éléments qui ne concernent pas les particuliers (cf. Annexe sur le détail des frais et commissions des SPICAV). Nous avons retenu pour les particuliers un montant équivalent à 25 % des frais d'exploitation immobilière maximum des SPICAV.

Dans le scénario 4 de revente, nous avons utilisé pour le calcul de la plus-value immobilière une augmentation des prix de l'immobilier de 1 % annuelle (augmentation conservatrice au regard de l'évolution historique des prix, cf. partie *Hypothèses communes aux calculs des deux dispositifs*). Cela permet d'estimer le bien à 217 678 euros en 2034. De fait, la plus-value réellement réalisée par le particulier lors de la revente atteint 23 170 euros. Cependant, il convient de prendre en compte le fait qu'un

particulier puisse déduire de son prix d'achat un montant forfaitaire de 15 % pour dépenses de travaux, sans aucune justification.

En effet, selon le BOFIP :

« [100] Conformément au 4° du II de l'article 150 VB du CGI, Les dépenses de construction, de reconstruction, d'agrandissement, ou d'amélioration réalisées sur un immeuble viennent en majoration du prix d'acquisition :

- soit, sous certaines conditions, pour leur montant réel ;

- soit forfaitairement, pour un montant de 15 % du prix d'acquisition, à la condition que le contribuable cède l'immeuble plus de cinq ans après son acquisition.

[...]

[350] Il est rappelé que le forfait de 15% est une simple faculté pour les contribuables propriétaires de leur bien depuis plus de cinq ans. Dès lors que la condition afférente à la durée de détention est remplie, le cédant peut bénéficier du forfait de 15% sans avoir à établir la réalité des travaux, le montant des travaux effectivement réalisés ou son impossibilité à fournir des justificatifs. Enfin, il n'y a pas lieu de rechercher si les dépenses de travaux ont déjà été prises en compte pour l'assiette de l'impôt sur le revenu. »

Cet élément permet au particulier d'effacer en totalité sa plus-value (moins-value estimée à 2 911 euros après avoir retranché 26 082 euros au total de la plus-value réellement réalisée).

Nous avons également conservé une hausse des prix de l'immobilier de 1 % par an pour calculer la plus-value de la revente du bien à la fin de l'année 2041. Le prix du bien atteint 233 380 euros, soit une plus-value de 38 872 euros par rapport au prix de revient, et une plus-value déclarée de 12 791 euros auprès des impôts grâce au mécanisme du forfait travaux de 15 % mentionné précédemment.

Notez ici que nous avons fait le choix d'utiliser une hausse raisonnable des prix de l'immobilier pour réaliser nos évaluations. S'il est possible d'évaluer l'impact de scénarii extrêmes en termes de prix (à la hausse ou à la baisse), cela ne rentre pas dans nos objectifs d'évaluation de l'attractivité relative des produits d'investissement dans l'immobilier locatif intermédiaire.

Scénarii et hypothèses de calculs pour le dispositif LLI

Le dispositif LLI peut courir sur 20 ans. Il repose sur l'achat de biens mis en location à loyer intermédiaire par un OPCI de type SPICAV (ouverte aux particuliers et entreprises) ou un OPPCI (Organisme Professionnel de Placement Collectif Immobilier) de type SPPICAV (Société de Place à Prépondérance Immobilière à Capital Variable).

Les calculs pour ce dispositif sont plus complexes car il implique bien plus d'acteurs que dans le cadre du dispositif Pinel. En effet, là où le particulier peut investir « seul » dans un logement Pinel, il doit forcément faire appel à plusieurs intermédiaires dans le cadre d'un investissement dans une SPICAV, avec, au minimum, l'intermédiaire de sa

Banque/son Assureur (pour sa tenue de compte propre ou d'assurance-vie), la société de gestion en charge de la gestion de la SPICAV et la SPICAV elle-même. Outre ces intermédiaires, il faut prendre en compte dans les calculs trois acteurs obligatoires : le dépositaire de la SPICAV, les experts externes en évaluation immobilière et le commissaire aux comptes de la SPICAV. Notons en prime que les particuliers passent très généralement par des Conseillers en Gestion de Patrimoine (CGP) pour ce type d'investissement, ces derniers étant rémunérés par la société de gestion en charge de l'OPCI.

Nous avons réalisé nos évaluations uniquement pour un OPCI de type SPICAV dans cette étude, pour deux raisons :

1. Seul l'OPCI implique uniquement l'investisseur particulier et permet la meilleure comparaison avec le dispositif Pinel.
2. À somme égale, les investissements d'un OPCI génèrent forcément plus de revenus pour l'Etat qu'un OPPCI. En effet, l'imposition du particulier via l'impôt sur le revenu (IR) et la CSG/CRDS cumulés, soit via la *flat tax* (30 %) soit via une assurance vie (CSG/CRDS de 17,2 % + un IR minimum de 7,5 %, soit 24,7 % minimum), sont équivalents ou supérieurs aux 25 % d'impôts sur les bénéfices pour les entreprises, mais surtout sont directement appliqués aux revenus redistribués par la SPICAV sans être dégrévés de la structure de charges d'une entreprise. En prime, lorsqu'un particulier investit, il doit aussi faire face à des frais plus élevés qu'une entreprise dus à l'ensemble des intermédiaires (Assureur, Banque, Conseiller en Gestion de Patrimoine, etc.) qui sont eux aussi imposés in fine.

Nous avons retenu le scénario d'une redistribution intégrale par la SPICAV des revenus générés annuellement et de la plus-value réalisée lors de la vente du bien à la fin de l'année 2041. De fait, elle est exonérée d'impôt sur les bénéfices. Ce scénario nous apparaît légitime car, même si la SPICAV est exonérée d'impôt à partir de 85 % des revenus nets des actifs immobiliers redistribués chaque année (et 50 % des plus-values de cessions d'actifs immobiliers), l'analyse des rapports annuels des SPICAV existantes nous montre que la pratique pousse ces dernières à redistribuer quasiment 100 % des revenus. La solution d'une SPICAV qui ne redistribuerait pas 85 % de ses revenus ou plus n'a jamais été rencontrée dans les prospectus étudiés, et n'a jamais été évoquée lors de nos rencontres avec des professionnels du milieu.

Pour ce scénario, il est important de noter que nous avons considéré que l'investissement des particuliers dans la SPICAV était intégralement réalisé en 2021, aucun rachat de parts n'étant effectué avant la fin des 20 ans correspondant aux avantages dont bénéficie l'OPCI pour le dispositif LLI. Cette hypothèse, bien que probablement éloignée de la réalité, permet de comparer sur 20 ans les rendements espérés pour un particulier.

Pour rappel, nous avons réalisé les calculs de rentabilité pour un seul bien loué en loyer intermédiaire par la SPICAV : en effet, même si l'OPCI ne souhaitait faire que de l'immobilier locatif intermédiaire, il est tenu à un ratio de liquidités obligatoire de 5 % pour faire face aux rachats de parts de ses actionnaires, ce qui génèrera un « malus » à prendre en compte pour l'investisseur particulier.

Par ailleurs, une SPICAV ne possède par construction jamais 100 % de ses actifs sous forme d'immobilier en direct, le concept même de la SPICAV étant de créer une poche d'actifs financiers autres que l'immobilier pour justement apporter de la liquidité et offrir aux particuliers la possibilité d'entrer et sortir aisément. Il faudrait donc prendre

également en compte le rendement généré par les 30 % investis sur des actifs financiers liquides (cette diversification de 30 % du portefeuille de la SPICAV correspond à une norme au niveau des SPICAV existantes) en sus de 5 % de liquidités obligatoires. Cependant, cela dégraderait la qualité de la comparaison avec un investissement en Pinel. Nous nous sommes donc limités au calcul de la rentabilité d'un investissement par une SPICAV dans un logement intermédiaire. Nous déduirons ex post les exigences pour cette poche d'investissement afin de rendre suffisamment attractif le produit OPCI dans son ensemble pour l'investisseur particulier.

Dans ce scénario pour la SPICAV, nous avons considéré deux chemins d'investissement possibles pour les particuliers : via un compte propre, ou via une assurance vie (les SPICAV étant éligibles à ces véhicules d'investissement). Nous considérons qu'il n'existe pas de scénario alternatif au niveau de la société de gestion mandatée pour la gestion de la SPICAV.

Concernant les frais de gestion associés aux tenues de comptes par les assureurs/banques des particuliers, nous avons utilisé des frais constants dans le temps et équivalent à ceux d'un panel réalisé par nos soins et disponible en annexe. Ainsi, pour le scénario d'investissement d'un particulier via un compte propre, seuls des frais de courtage sont appliqués (0,12 % du montant du mouvement, ce panel ne prenant en compte que les frais les plus faibles disponibles, c'est-à-dire ceux associés à des montants d'investissement élevés). Pour l'Assurance Vie, les frais de gestion annuels s'élèvent à 0,6 % du total investi pour une Assurance Vie en Unités de Compte (UC).

Les frais et commissions associés à la SPICAV sont issus d'une médiane des frais pratiqués par une majorité des OPCI actuellement. Ces frais sont indiqués dans les prospectus des OPCI comme des frais maximums, ce qui rend difficile l'évaluation de ces derniers. Nos rencontres avec des professionnels du secteur nous ont toutefois permis de les valider. Ces frais et commissions sont récapitulés dans le tableau ci-dessous (panel en annexe).

Commissions et frais médians pour une SPICAV

Type de commission ou frais	Taux	Détail
Commission de souscription non acquise à la SPICAV	4,00%	max, TTC
Commission de souscription acquise à la SPICAV	3,50%	max, TTC
Frais de fonctionnement et de gestion total (% de l'actif brut)	1,80%	max, TTC
Frais de fonctionnement et de gestion pour la société de gestion (% de l'actif brut)	1,20%	max, TTC
Frais d'exploitation immobilière (% de l'actif brut)	2,75%	max, TTC
Commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers (TTC)	1,20%	max, TTC

Source : PrimeView

Il est important de préciser qu'aucune commission de surperformance n'est appliquée. Qui plus est, il existe plusieurs autres catégories de frais et commissions pour les OPCI, à savoir les :

- Frais liés aux opérations sur actifs immobiliers hors commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers. Cela comprend notamment les émoluments des notaires, les droits de mutation et les intérêts de l'emprunt.
- Commissions de mouvement liées aux opérations sur actifs financiers.

L'intégralité de ces frais et commissions n'a pas été calculée dans nos simulations. En effet, ayant calculé la rentabilité pour un bien immobilier neuf mis en location intermédiaire, la partie concernant les *frais et commissions sur les mouvements liés aux actifs financiers* ne nous intéressait donc pas. En outre, les *frais liés aux opérations sur actifs immobiliers hors commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers* étant particulièrement difficiles à estimer, nous avons dans un premier temps estimé la rentabilité de l'investissement en calculant séparément les droits de mutation, les frais de notaire et les intérêts de l'emprunt qui sont intégrés dans ces frais. Les résultats de nos simulations ayant montré que l'investissement affichait un rendement négatif sans même prendre en compte ce paramètre sur l'ensemble de la durée de détention du bien, nous avons jugé inutile de réaliser d'autres estimations le concernant (cf. partie *Les projets via des SPICAV ne sont pas rentables à périmètre constant pour l'investisseur final*).

Par ailleurs, une SPICAV est tenue de recourir obligatoirement au service d'un dépositaire pour ses actifs, ainsi qu'à des experts immobiliers indépendants pour évaluer la valeur des biens immobiliers et des commissaires aux comptes. Les coûts relatifs à ces différents acteurs sont intégrés aux frais de gestion. Afin d'estimer au plus près les recettes pour l'Etat, nous avons considéré que l'ensemble de ces frais

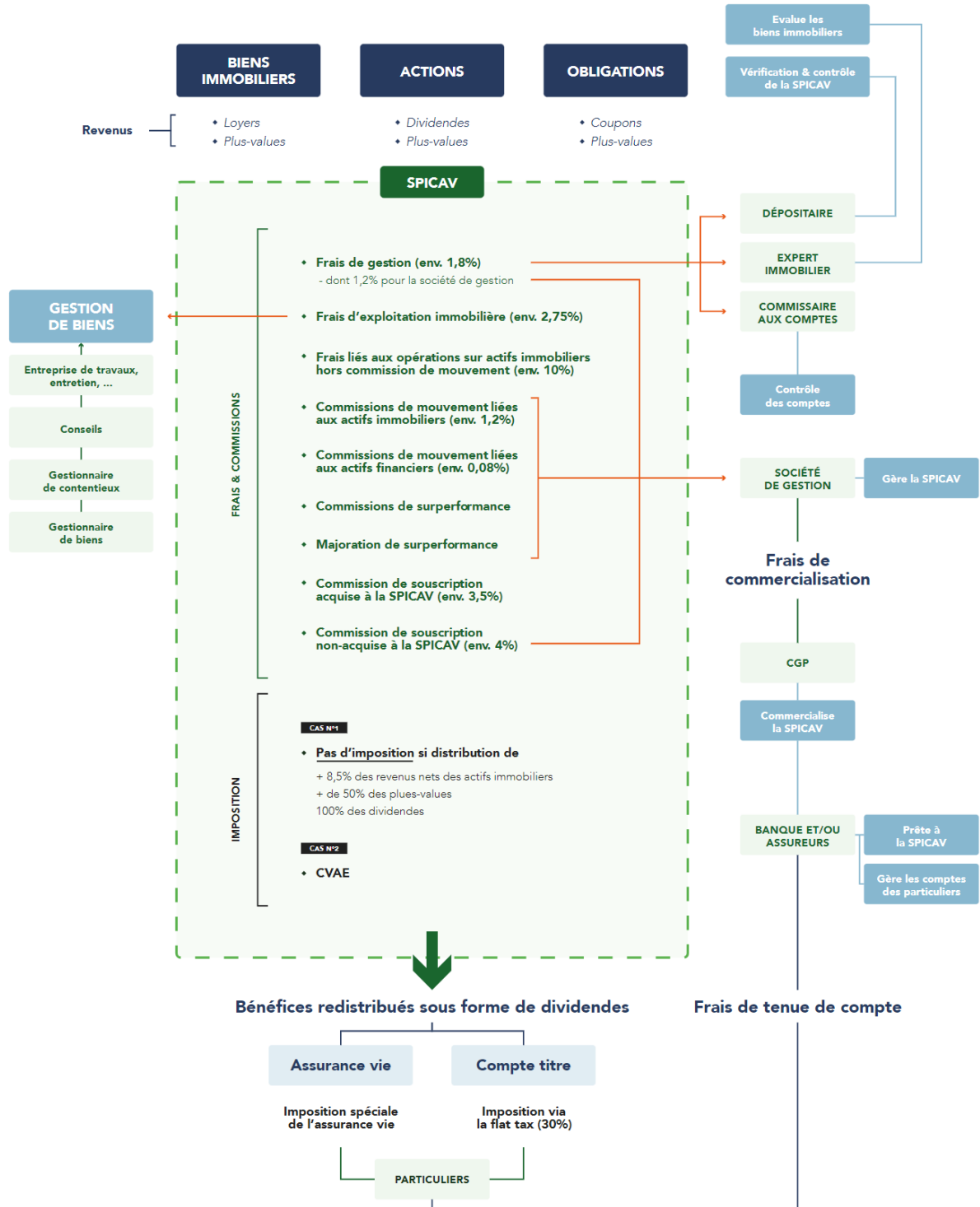
représentait la somme des chiffres d'affaires des différentes entreprises mentionnées ci-dessus. De fait, nous avons pu calculer une imposition sur ces gains (IS à 25 %, ainsi qu'une Cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) avec un taux de 0,75 %, qui est la borne haute), sans distinguer de proportion liée à ces trois acteurs. Pour estimer ces frais, nous avons retranché aux frais de fonctionnement et de gestion total (1,8 % soit une valeur conservative) la part destinée à la société de gestion (1,2 %).

Enfin, s'il est inclus dans les *frais d'exploitation immobilière* (estimés à 2,75 % de l'actif brut détenu) la gestion du parc locatif (commercialisation, entretien, maintenance, nettoyage, etc.), il n'est pas possible d'estimer la part réellement encaissée par les sociétés en charge de ces éléments (ces frais intègrent par exemple la TFPB, des redevances, etc. cf. annexe pour une description détaillée). Nous avons émis l'hypothèse arbitraire que 50 % des *frais d'exploitation immobilière* représentaient le chiffre d'affaires de sociétés rémunérées par ces frais pour calculer ensuite les recettes fiscales encaissées par l'Etat. Ces frais sont retirés aux loyers intermédiaires perçus par la SPICAV pour évaluer le rendement d'un actif immobilier détenu par cette dernière.

Afin d'estimer les charges appliquées aux entreprises, nous avons utilisé la médiane du taux de marge brute des entreprises du secteur immobilier en France pour chacune des entreprises citées. Cette dernière est estimée par l'INSEE à 22,1 % en 2019, contre 19,2 % pour la médiane de toutes les entreprises françaises, entreprises employeuses des secteurs principalement marchands non agricoles et non financiers, hors micro-entrepreneurs et micro-entreprises au sens fiscal. De fait, nous avons considéré que les revenus imposables de toutes les sociétés étaient équivalents à 22,9 % du chiffre d'affaires (soit 77,1 % de charges).

Enfin, nous avons appliqué une décote conservatrice de 5 % au prix du bien TTC (taux confirmé par des investisseurs privés professionnels) par rapport à nos scénarii d'investissement en Pinel pour l'achat initial du bien, les investisseurs institutionnels bénéficiant souvent de marges de négociations supérieures, notamment lors de l'achat en bloc de plusieurs logements. Le prix du logement TTC retenu est ainsi de 181 702 euros à l'achat. Une fois le bien acheté, les experts immobiliers réévalueront le bien à son prix au niveau « normal » du marché. Nous avons donc utilisé un scénario de hausse des prix de 1 % annuel pour le prix du bien, basé sur le prix TTC du bien acquis en direct par un particulier (191 265 euros).

Présentation des flux financiers d'une SPICAV et de l'ensemble des acteurs intervenant dans une SPICAV



Source : PrimeView

Hypothèses communes aux calculs des deux dispositifs

Pour l'ensemble de nos calculs, nous avons dû retenir des hypothèses communes. Ces dernières, si elles sont discutables, comme l'évolution du prix des logements dans les 20 prochaines années, ne sont pas primordiales. En effet, étant les mêmes pour l'ensemble des scénarii retenus, leur impact sera souvent équivalent sur les deux dispositifs étudiés.

La première hypothèse est que les prix de l'immobilier neuf en France augmenteront de 1 % par an sur les 20 prochaines années. Il va sans dire que cette hypothèse est très conservatrice au regard de l'évolution des prix de l'immobilier en France depuis de nombreuses années (4,1 % d'augmentation annuelle en moyenne depuis le premier trimestre 2001, 3,0 % depuis le T1 2015 selon les chiffres de l'INSEE). Néanmoins, avec la remontée des taux d'intérêt observable depuis le début de l'année 2022, elle paraît crédible. L'impact est donc que la valeur liquidative de la SPICAV, sur laquelle est calculée les frais de gestion, augmentera relativement peu, ce qui sera à l'avantage du particulier qui se voit imputé de ces frais de gestion. Nous reviendrons sur ce point dans nos conclusions.

La deuxième hypothèse est que les loyers intermédiaires augmenteront de 0,68 % par an. Ces loyers étant les mêmes dans les deux dispositifs, cette augmentation n'a aucun effet particulier sur la comparaison des résultats et sert essentiellement à prendre en compte la réalité du marché. Ce chiffre correspond à la moyenne de l'augmentation des loyers intermédiaires depuis 2013, toute zone confondue (cf. annexe). En revanche, pour l'hypothèse de Droit commun dans le cadre de l'achat d'un bien neuf mis en location par un particulier, nous avons utilisé l'inflation moyenne depuis 2013 de l'indice de référence des loyers en France de l'INSEE, soit 0,8 % d'augmentation annuel (cf. annexe de comparaison avec l'indice des loyers Pinel). De plus, nous avons appliqué une majoration de 20 % par rapport aux loyers intermédiaires pour la première année de calcul (à savoir 2022, date de mise en location, soit un loyer intermédiaire annuel de 6 999 euros (583 € mensuels) contre 8 399 euros en droit commun (700 € mensuels)). Cette majoration est relativement basse, puisque dans le dispositif Loc'Avantages par exemple, le premier niveau de réduction de loyer possible pour être considéré comme un logement intermédiaire est 15 % inférieur au prix du marché (dit autrement le loyer en droit commun est 17,6 % plus élevé que le loyer intermédiaire), et le deuxième niveau de réduction de loyer possible est de 30 % (dit autrement le loyer en droit commun est 42,9 % plus élevé que le loyer intermédiaire). Notre 20 % de majoration se situe donc entre ces deux paliers.

La troisième hypothèse concerne les taux d'intérêt pour les emprunts effectués pour l'achat du bien. Ces derniers sont considérés comme équivalents pour la SPICAV ou pour le particulier et ont été fixés à 1,86 %, qui correspond à la moyenne des taux effectifs moyens des prêts immobiliers à taux fixe accordés aux particuliers (emprunts de plus de 20 ans) en 2021 selon la Banque de France lorsque nous avons regardé ces chiffres (avril 2022). Si les taux d'intérêt ont depuis lors augmenté, ces derniers étant les mêmes dans les deux investissements étudiés, l'impact de leur hausse est considéré comme similaire quel que soit le dispositif étudié.

La quatrième hypothèse concerne la Taxe Foncière sur les Propriétés Bâties (TFPB) : nous avons considéré son montant comme équivalent à un mois de loyer en droit commun. Il est toutefois à noter qu'il est probable que cette dernière augmente dans les années à venir du fait de la suppression de la taxe d'habitation, pour compenser la perte

de revenus engendrée. Cela pourrait ainsi naturellement faire augmenter la charge pour l'Etat du dispositif LLI, l'avantage offert à ce dernier étant un crédit d'impôt fonction de la TFPB.

Résultats

Etude de la rentabilité des projets du point de vue des investisseurs particuliers

La rentabilité locative d'un logement Pinel est supérieure à celle d'un logement en droit commun pour un particulier en dépit du plafonnement des loyers

Quel que soit notre scénario envisagé, la rentabilité locative annualisée d'un logement acheté via le dispositif Pinel est faible, comme le montre le tableau ci-dessous, qui résume sur 20 ans les gains et le rendement annualisé pour le particulier. Cependant, la rentabilité reste supérieure à celle d'un logement acheté et loué en droit commun pendant 20 ans.

Rendements pour un investissement Pinel sur 20 ans selon nos 4 scénarii pour un logement acheté en 2021

	Scénario 1	Scénario 2	Scénario 3	Scénario 4	Droit commun
Loyers	157 412	173 081	157 412	87 198	191 220
Crédit d'impôt perçu	31 231	31 231	31 231	31 231	0
Total des revenus locatifs (I)	188 643	204 312	188 643	118 429	191 220
Intérêt de l'emprunt	36 130	36 130	36 130	30 955	36 130
Frais d'exploitation immobilière	29 243	29 243	29 243	16 844	29 243
Honoraire du notaire	1 834	1 834	1 834	1 834	1 834
Total des frais et remboursements (II)	67 207	67 207	67 207	49 632	67 207
TVA achat VEFA Pinel	17 388	17 388	17 388	17 388	34 776
Droit de mutation pour l'achat en neuf en 2021	1 408	1 408	1 408	1 408	1 408
TFPB	13 709	13 709	13 709	7 373	15 114
Impôt sur le revenu	11 479	15 629	2 149	0	30 265
CSG/CRDS	12 094	14 474	12 094	5 513	17 352
Total des taxes (III)	56 078	62 608	46 748	31 682	98 915
Bénéfices (= I - II - III)	65 358	74 497	74 688	37 115	25 098
Rendement locatif global du bien	33,6%	38,3%	38,4%	19,1%	12,9%
Rendement locatif annualisé du bien sur 20 ans	1,46%	1,63%	1,64%	0,88%	0,61%
Plus-value réelle à la revente	38 872	38 872	38 872	23 170	38 872
Capital récupéré	191 265	191 265	191 265	122 634	191 265
IR sur la plus-value	97	97	97	0	97
CSG/CRDS sur la plus-value	1 619	1 619	1 619	0	1 619
Total des gains liés à la vente	228 421	228 421	228 421	145 805	228 421
Rendement total (locatif + vente)	151,0%	155,7%	155,8%	94,0%	130,3%
Rendement annualisé sur 20 ans total	4,71%	4,81%	4,81%	3,37%	4,26%

Source : PrimeView

(*) : Le crédit d'impôt perçu correspond au reste de crédit d'impôt qui est reversé chaque année au particulier après réduction de l'impôt sur le revenu. Il est évident que normalement, le particulier perçoit aussi d'autres revenus (essentiellement des salaires) sur lesquels il est aussi imposé et qui, de fait, ferait que l'individu ne touche pas l'intégralité de ce crédit d'impôt. Ici, le total de crédit d'impôt pour un bien dont le prix de revient (Prix HT + TVA + Droit de mutation + émoluments du notaire) est de 194 508 euros est de 40 847 euros, soit 21 %.

Lecture du tableau : Dans le cadre du scénario 1 où le particulier loue à des loyers intermédiaires pendant 20 ans et revend ensuite son bien, le total des revenus locatifs est de 157 412 euros. A ces revenus viennent s'ajouter le « trop plein » de crédit d'impôt, ce qui amène à des revenus de 188 643 euros. Les frais liés à la location et au remboursement de son emprunt sur 20 ans coûtent 67 207 euros au particulier, et l'ensemble des taxes associées à l'achat et à la location du bien 56 078 euros. De fait, les bénéfices réalisés pour la seule location du bien s'élèvent à 65 358 euros sur 20 ans, soit un rendement annualisé sur cette période de 1,46 %.

A ces revenus, la revente du bien va rapporter au total 228 421 euros après impôts. Ainsi, additionnée au revenu locatif, l'opération permet d'obtenir un rendement annualisé sur 20 ans de 4,71 %.

Pour rappel, les scénarii se distinguent à partir de 2034, selon les hypothèses suivantes :

1. Le propriétaire choisit de prolonger la location aux mêmes loyers qu'auparavant, c'est-à-dire de conserver des loyers intermédiaires encadrés par la loi Pinel (en rajoutant l'inflation des loyers estimés pour les biens intermédiaires).
2. Le propriétaire choisit de prolonger la location dans un régime de droit commun. Les loyers sont réhaussés au prix de marché, que nous estimons à 20 % supérieur à ceux des loyers intermédiaires.
3. Le propriétaire choisit de prolonger la location en bénéficiant d'un dispositif de type Loc'Avantages en supposant qu'il soit reconduit. Cela revient à conserver des loyers intermédiaires encadrés par la loi Pinel en échange d'une réduction d'impôt sur le revenu de 15 %.
4. Le propriétaire revend son bien à un acquéreur qui le prend comme résidence principale après avoir bénéficié du crédit d'impôt durant toute la période autorisée (plus aucun loyer n'est généré, mais l'Etat touchera l'impôt sur les plus-values générées par la revente).

La rentabilité de la location en droit commun est de seulement 0,61 % annualisé sur 20 ans contre 1,46 % pour le scénario le plus défavorable d'un logement Pinel. De ce fait, on peut affirmer que le dispositif Pinel est bien incitatif pour les particuliers par rapport au droit commun, rendant efficace le fléchage fiscal voulu par les autorités vers les zones factuellement carencées en logements abordables.

Néanmoins, nous constatons que les gains liés à la revente du bien acheté majoritairement à crédit effacent une grande partie des différences de rendements annualisés sur 20 ans entre nos scénarii Pinel et le droit commun : 4,71 % de rendement pour le scénario 1 contre 4,26 % pour le droit commun. L'essentiel du rendement est en effet généré par l'effet de levier utilisé pour réaliser l'investissement, ce qu'il faudra garder en mémoire pour juger de l'attractivité réelle pour le particulier de ce type d'investissement.

Pour information, le scénario d'une revente d'un logement après seulement 6 ans d'utilisation du dispositif Pinel si les prix de l'immobilier ont augmenté de 1 % par an offre un rendement total annualisé sur 20 ans (location + vente) de 1,6 %, soit l'équivalent du rendement locatif annualisé de nos scénarii 2 et 3. Cela traduit bien la faible rentabilité des projets purement locatifs.

Une des raisons de la faible rentabilité des scénarii des biens en location par rapport à celui de la revente est relativement simple : l'imposition favorise la revente et les gains sur plus-values, plutôt que la génération d'un revenu locatif.

Comparaison de l'imposition pour des plus-values immobilières et des revenus locatifs

Imposition des plus-values immobilières	Imposition des revenus locatifs
Impôt sur le revenu : 19 % avec un abattement de 6 % pour chaque année de détention au-delà de la cinquième et jusqu'à la vingt-et-unième ; 4 % au terme de la vingt-deuxième année de détention.	Impôt sur le revenu : au taux marginal d'imposition estimé à 30 % pour les ménages détenteurs de logements en Pinel (cf. notre étude de 2019, Annexe B [4])
CSG/CRDS : 17,2 % avec un abattement de 1,65 % pour chaque année de détention au-delà de la cinquième et jusqu'à la vingt-et-unième ; 1,6 % pour la vingt-deuxième année de détention ; 9 % pour chaque année au-delà de la vingt-deuxième.	CSG/CRDS : 17,2 %

Source : PrimeView

De fait, si nous comparons l'imposition d'une plus-value immobilière de 10 000 euros réalisée au bout d'un an de détention d'un bien contre un revenu locatif du même montant, nous constatons une imposition de 3 620 euros contre 4 720 euros. Et encore, si la plus-value est réalisée sur une vente effectuée au bout de 5 années de détention, le particulier peut utiliser le forfait sur les dépenses de travaux de 15 % sans aucune justification, comme expliqué précédemment. Dans ces conditions, il conviendrait de rééquilibrer les fiscalités naturelles entre revenus fonciers et plus-value dans le secteur immobilier, afin d'inciter au maintien des logements en location sur le territoire.

La rentabilité d'un investissement Pinel est faible comparée à celle d'autres actifs financiers

Le rendement brut annuel des loyers d'un investissement Pinel, calculé comme la somme des loyers de l'année sur le prix de revient du bien, oscille entre 3,4 % et 3,6 % selon les scénarii d'évolution des prix de l'immobilier. De fait, ce rendement est faible en comparaison d'autres actifs financiers, comme le montre le tableau suivant.

Comparaison des performances sur 20 ans et des rendements annualisés de différentes classes d'actifs financiers

	ICE BofA US High Yield	ICE BofA US Treasury	ICE BofA US Corporate	ICE BofA Euro Corporate (A-BBB)	ICE BofA Euro Government (All Maturity)	ICE BofA Euro High Yield	S&P 500 (total return)	CAC 40 (total return)	DAX (TR)	Nikkei 225 (TR)
Performance totale	231,0%	79,2%	126,4%	79,7%	82,7%	217,4%	515,3%	188,2%	184,9%	107,8%
Rendement brut annualisé	6,2%	3,0%	4,2%	3,0%	3,1%	5,9%	9,5%	5,4%	5,4%	3,7%

Sources : PrimeView, FactSet, ICE Bank of America

Sur 20 ans, le CAC 40, indice de référence des 40 plus grosses capitalisations boursières françaises a généré un rendement brut annualisé de 5,4 % (dividendes réinvestis), dans un contexte où l'impôt sur les plus-values boursières est désormais inférieur à celui sur les revenus fonciers (respectivement 30 % via la *flat tax* contre un taux marginal à 30 % pour les investisseurs Pinel, plus 17,2 % de CSG/CRDS). Ainsi, sans même entrer dans les calculs d'imposition, il est évident qu'un investissement dans de l'immobilier Pinel sera moins rentable par exemple qu'un investissement dans les actions françaises sur longue période.

La rentabilité des investissements en Pinel à partir de 2023 et 2024 va chuter

En sus, nous avons calculé les rendements des logements Pinel qui seront achetés après le 1^{er} janvier 2023 et après le 1^{er} janvier 2024. Pour ce faire, nous avons gardé l'ensemble de nos hypothèses précédentes et modifié uniquement les taux de crédit d'impôt conformément aux nouvelles mesures prises pour 2023 et 2024. Nous ne comparons donc que les valeurs de crédit d'impôt perçu et les rendements annualisés sur 20 ans, le reste étant similaire.

Il est important de rappeler que le prix de revient du bien utilisé ici est 194 508 euros (calculé en utilisant le Prix HT + TVA + Droits de mutation).

Comparaison du crédit d'impôt Pinel pour un logement acheté avant 2023, après le 1^{er} janvier 2023 et après le 1^{er} janvier 2024

Durée de location	Avant 2023		À partir du 1er janvier 2023			À partir du 1er janvier 2024			
	Crédit d'impôt total	Montant maximal du CI	Crédit d'impôt annuel	Crédit d'impôt total	Montant maximal du CI	Crédit d'impôt annuel	Crédit d'impôt total	Montant maximal du CI	Crédit d'impôt annuel
6 ans	23 341 €	36 000 €	3 890 €	20 423 €	31 500 €	3 404 €	17 506 €	27 000 €	2 918 €
9 ans	35 011 €	54 000 €	3 890 €	29 176 €	45 000 €	2 918 €	23 341 €	36 000 €	1 945 €
12 ans	40 847 €	63 000 €	1 945 €	34 039 €	52 500 €	1 614 €	27 231 €	42 000 €	1 303 €

Source : PrimeView

Note : ce tableau reprend les éléments du tableau de la partie Le Pinel classique, programmé pour disparaître et les applique au prix de revient de 194 508 euros.

Comparaison des sommes perçues au titre du crédit d'impôt Pinel et des rendements locatifs annualisés pour un logement acheté avant 2023, après le 1^{er} janvier 2023 et après le 1^{er} janvier 2024

		Scénario 1	Scénario 2	Scénario 3
Logement acheté en 2022 (location sans revente)	Crédit d'impôt perçu	31 231 euros		
	Rendement annualisé	1,46%	1,63%	1,64%
Logement acheté en 2023 (location sans revente)	Crédit d'impôt perçu	24 427 euros		
	Rendement annualisé	1,32%	1,50%	1,51%
Logement acheté en 2024 (location sans revente)	Crédit d'impôt perçu	17 635 euros		
	Rendement annualisé	1,19%	1,37%	1,38%

Source : PrimeView

() : Le crédit d'impôt perçu correspond au reste de crédit d'impôt qui est reversé chaque année au particulier après réduction de l'impôt sur le revenu. Il est évident que normalement, le particulier perçoit aussi d'autres revenus (essentiellement des salaires) sur lesquels il est aussi imposé et qui, de fait, ferait que l'individu ne touche pas l'intégralité de ce crédit d'impôt. Ici, le total de crédit d'impôt pour un bien dont le prix de revient (Prix HT + TVA + Droit de mutation + émoluments du notaire) est de 194 508 euros est de 40 847 euros, soit 21 % pour un logement acheté en 2022.*

Nous constatons que les nouveaux taux appliqués au prix de revient du bien pour le dispositif Pinel à partir de 2023 puis 2024 pour calculer le crédit d'impôt font diminuer

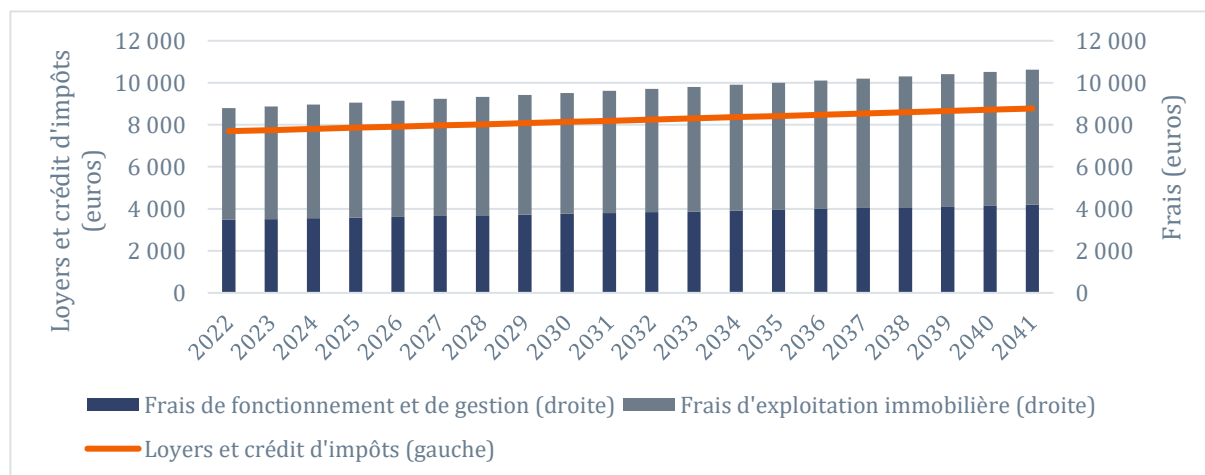
le rendement locatif annualisé (ici sur 20 ans) dans tous les scénarii de 0,25 % à 0,3 % annualisé entre les taux actuels et les taux de 2024.

Si ces rendements locatifs restent supérieurs à ceux de la location en droit commun (pour rappel 0,61 % annualisé sur 20 ans), ils réduisent encore l'intérêt d'une conservation du bien intermédiaire sur longue durée.

Les projets via des SPICAV ne sont pas rentables à périmètre constant pour l'investisseur final

Le premier élément frappant qui ressort de nos résultats est la rentabilité négative des projets dans l'immobilier locatif neuf pour les SPICAV (hors rendement des actifs financiers en portefeuille), et donc pour les particuliers qui passeraient par ce type de véhicules d'investissement. En effet, nous constatons que la somme des frais de fonctionnement, de gestion et d'exploitation immobilière est toujours supérieure à la somme des loyers intermédiaires moyens pratiqués et du crédit d'impôts remboursant la TFPB, malgré une inflation de 0,68 % annuelle appliquée sur les loyers (cf. graphique ci-dessous).

Loyers intermédiaires et frais de gestion et d'exploitation



Source : PrimeView

Ces éléments sont calculés sans compter les autres frais et commission associés aux actifs immobiliers de la SPICAV, à savoir les *frais liés aux opérations sur actifs immobiliers hors commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers* et les *commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers*, mais aussi sans les frais d'entrée ou de sortie. Autant d'éléments qui, si nous étions en mesure de les estimer avec précision, diminueraient la performance de l'investissement.

En ajoutant à cela l'ensemble des frais que nous avons pu calculer, nous atteignons des rendements locatifs annualisés pour l'investissement dans un logement intermédiaire pour la SPICAV sur 20 ans de -1,4 %, comme indiqué dans le tableau ci-dessous.

Etude de la performance financière d'un investissement via le dispositif LLI pour une SPICAV

Loyers	157 412
Crédit d'impôt perçu	15 114
Commission de souscription	11 584
Total des revenus (I)	184 110
Commission de souscription non acquise à la SPICAV	6 178
Frais de fonctionnement et de gestion	78 286
Frais liés aux opérations sur actifs immobiliers hors commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers	10 432
Frais d'exploitation immobilière	116 974
Total des frais (II)	211 870
TVA achat VEFA Pinel	16 518
Impôt sur les bénéfices (*)	0
CVAE	272
Total des taxes (III)	16 791
Bénéfices (= I - II - III)	-44 551
Rendement locatif global du bien	-24,1%
Rendement locatif annualisé du bien sur 20 ans	-1,4%
Plus-value réelle	48 756
Capital récupéré	181 702
Commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers	2 801
Impôt sur le bénéfice à la revente	0
Total	233 259
Rendement total (locatif + vente)	102,2%
Rendement annualisé sur 20 ans total	3,58%

Source : PrimeView.

(*) : Pour rappel, une SPICAV ne paie pas d'impôt sur les sociétés à partir du moment où elle redistribue plus de 85 % de ses revenus et 50 % de ses plus-values. Ce qui est le scénario que nous avons adopté.

Afin d'obtenir ne serait-ce qu'un rendement locatif annualisé de 0 % sur 20 ans, nous avons dû faire passer les frais de fonctionnement et de gestion de 1,8 % de l'actif brut en moyenne à 0,75 % de l'actif brut. Même en plaçant des frais de fonctionnement et de gestion à 0 %, nous n'obtiendrions qu'un rendement locatif annualisé de 0,7 % pour la SPICAV, soit un rendement annualisé sur ces dividendes issus des revenus locatifs de la SPICAV de -0,3 % après impôt et frais de tenus de compte d'assurance vie pour un particulier. Pour rappel, le rendement net annualisé est de 1,46 % pour notre scénario 1 ou de 1,63 % pour notre scénario 2 pour un investissement équivalent d'un particulier dans un logement Pinel, hors effet de levier (cf. partie suivante pour le détail sur ces rendements locatifs).

Comparaison des rendements annualisés sur 20 ans pour la SPICAV en fonction des frais des fonctionnement et de gestion

Frais de fonctionnement et de gestion	1,8 % (médiane des SPICAV de notre panel)	0,75 %	0 %
Rentabilité locative annualisée de l'investissement pour la SPICAV	-1,4 %	0 %	0,7 %
Rentabilité annualisée de l'investissement pour le particulier via une assurance vie	-2,9 %(*)	-0,9 %	-0,3 %

Source : PrimeView

(*) La SPICAV ayant une structure de charges supérieure à ses revenus, elle est déficitaire. Il revient donc aux particuliers de réinvestir dedans afin d'empêcher la faillite de la SPICAV. De fait, le rendement du particulier est calculé en supposant que ce dernier prend à sa charge les déficits de la SPICAV.

Il paraît difficile d'imaginer qu'une société de gestion se lance dans un projet qui génère pour ses clients finaux une rentabilité négative sur 20 ans avant revente, même avec des frais de gestion à 0 % (ce qu'aucune société de gestion ne serait prête à accepter compte tenu de ses contraintes de compte de résultat). À l'image de la rentabilité d'un projet immobilier de type Pinel, la rentabilité pour la SPICAV est générée uniquement lors de la revente du bien : 3,58 % annualisé en cas de revente en 2041. Dans ces conditions, la SPICAV aura tout intérêt à investir plutôt dans de la location en droit commun, où les loyers lui permettront de générer des revenus positifs après prélèvement de l'ensemble des frais plus que dans des logements intermédiaires.

Ces résultats semblent être en adéquation avec la réalité déjà observable :

- Le dispositif LLI existe depuis plusieurs années déjà et pourtant, il ne suscite quasiment aucun intérêt ;

- L'étude des investissements de différentes SPICAV existantes montre que le résidentiel ne représente qu'une faible partie de leur investissement.

Nous pouvons ici revenir sur les éléments présentés en partie *La rentabilité d'un investissement Pinel est faible comparée à celle d'autres actifs financiers* : l'immobilier locatif résidentiel ne dispose que de faibles rendements comparativement à d'autres actifs financiers qui sont plus liquides, et pour certains, peu risqués.

La rentabilité d'un investissement locatif via des SPICAV se dégrade avec l'augmentation des prix de l'immobilier

Nous avons utilisé une augmentation des prix de l'immobilier de 1 % par an dans nos calculs. Cependant, en faisant varier cette augmentation, nous constatons deux éléments : (1) l'augmentation des prix dégrade le rendement locatif du particulier qui investit dans une SPICAV et (2) augmente le rendement du scénario de vente du bien, et donc pousse à retirer les biens intermédiaires du marché encore plus rapidement.

Diminution de la rentabilité locative pour un investissement de type SPICAV

Si les prix de l'immobilier augmentent, le rendement locatif diminue dans le cas d'un investissement par un particulier via une SPICAV. Cela est dû au fonctionnement même des SPICAV : les frais et commissions de ces sociétés sont calculés en fonction de la valeur de l'actif. Ainsi, dans le cas où les prix de l'immobilier augmentent, la valeur de l'actif (qui est obligatoirement recalculée régulièrement par des experts) est réhaussée et donc fait augmenter les frais.

Or, dans le cadre d'un investissement dans le dispositif LLI, les loyers sont plafonnés avec une inflation de 0,68 % par an en moyenne... Ainsi, le seul cas où le rendement locatif ne se dégraderait pas dans le temps serait celui d'une inflation équivalente à la fois des prix de l'immobilier et des loyers. En cas d'inflation des loyers inférieure au prix de l'immobilier, les rendements locatifs se dégradent donc nécessairement d'année en année.

Par exemple, si l'Etat conserve une inflation des loyers intermédiaires de 0,68 % annuelle mais que les prix de l'immobilier augmentent de 3 % annuellement, le rendement locatif de la SPICAV s'effondre à -3,4 % annualisé. Bien évidemment, le rendement général lié à la revente du bien après 20 ans, lui augmenterait (4,4 % annualisé pour la SPICAV dans ce cas, mais uniquement grâce à la plus-value).

En revanche, l'inverse est aussi vrai : si les prix de l'immobilier s'effondrent pour des loyers stables, le rendement locatif lié au loyer de la SPICAV augmente drastiquement. En cas de chute de 10 % par an des prix de l'immobilier sur 20 ans et une inflation des loyers intermédiaires de 0,68 %, le rendement lié aux loyers de la SPICAV passe à 1,5 % annualisé sur 20 ans et le rendement final du particulier via un investissement en compte propre passe à 0,7 % annualisé. Cependant, dans ce scénario grotesque, le rendement final après revente du bien s'effondrerait et le particulier ne retrouverait jamais sa mise de départ...

Si l'inflation des loyers intermédiaires ne suit pas suffisamment l'inflation des prix immobiliers, la rentabilité du scénario de revente augmente.

Le scénario 4 pour un investisseur particulier qui ferait du Pinel pendant 12 ans puis revendrait son bien voit le rendement annualisé sur 12 ans de l'investissement passer de 5,7 % dans le cas d'une augmentation des prix de 1 % à 6,2 % annualisés si les prix de l'immobilier augmentent de 2 % par an.

Si un des objectifs des pouvoirs publics est de limiter l'inflation des prix de l'immobilier, faire reposer la rentabilité du projet uniquement sur la revente et l'augmentation du prix de transaction apparaît clairement contre-productif.

Un particulier doit attendre plus d'un an pour compenser ses coûts d'entrée dans la SPICAV

Les frais d'entrée médians observés pour acheter des parts d'OPCI s'élèvent à 4,0 % de commission non acquise à la SPICAV et 3,5 % de commission acquise à la SPICAV. Même si ces éléments représentent un maximum, il est important d'évaluer leur impact s'ils sont réellement appliqués.

En faisant l'hypothèse qu'un particulier investisse exactement le montant nécessaire à l'achat d'un bien intermédiaire par une SPICAV, plus les coûts d'entrée dans la SPICAV, cela nous permet de considérer que la SPICAV reverse 100 % des revenus locatifs de ce bien au particulier en question. Le bien acheté a une valeur de 181 702 euros dans notre simulateur (c'est-à-dire une décote de 5 % grâce à la « force de frappe » de la SPICAV par rapport au prix que paierait un particulier s'il achetait le logement seul). Le montant apporté par la SPICAV peut être considéré comme 80 % de cette valeur, et 20 % de levier grâce à un emprunt complémentaire. Le particulier investirait donc ces 80 %, soit 145 362 euros, ce qui représenterait pour lui des coûts d'entrée de 11 584 euros TTC (si nous excluons le ratio de liquidité obligatoire de 5 %).

De fait, un particulier devrait attendre environ 1,3 ans ne serait-ce que pour compenser ces coûts d'entrée par les revenus générés par les loyers. Cela est bien sûr un calcul purement théorique, car il faudrait pour qu'il soit valable que la SPICAV soit en mesure de reverser directement et sans aucun frais associé ces revenus locatifs... ce qui n'est pas envisageable comme nous l'avons déjà vu précédemment. Mais aussi que le particulier ne soit pas imposé sur les revenus distribués et qu'il n'y ait aucun frais de la part de sa banque ou de son assureur pour son investissement, ce qui est, là encore, clairement irréaliste.

Si jamais nous venions à ajouter les 5 % de ratio de liquidité obligatoire, il faudrait alors un peu plus de deux ans pour compenser les coûts d'entrée.

Etude de la rentabilité des projets du point de vue de l'Etat

Les logements issus des dispositifs d'incitation fiscale à la création de logements neufs intermédiaires sont rentables pour l'Etat

Nous réexposons ici très brièvement les conclusions de l'étude d'évaluation de l'efficacité des dispositifs fiscaux incitatifs soutenant l'investissement immobilier neuf locatif en France, de 2019 qui avait montré que l'Etat génère toujours des revenus positifs grâce aux dispositifs d'incitation fiscale à la création de logements neufs intermédiaires [4]. Nous invitons le lecteur qui voudrait en savoir plus à s'y référer.

« Dans le détail et en retenant l'hypothèse la moins favorable aux finances publiques, notre simulateur fait ressortir que :

- la somme des manques à gagner atteindra 23,2 milliards d'euros, soit 32 000 euros par logement,
- contre 41,4 milliards d'euros engrangés par l'État sur la même période, soit 57 100 euros par logement.

Lorsque nous nous intéressons plus précisément aux 188 000 logements construits via le dispositif Pinel au cours des 4 dernières années, notre simulateur fait ressortir les chiffres suivants :

- 4,4 milliards d'euros de recettes nettes engrangées par l'État, soit environ 23 500 euros par logement construit et loué,
- 11,2 milliards de recettes brutes pour l'État, soit 59 600 euros par logement,
- 6,8 milliards d'euros de manque à gagner pour l'État, soit 36 200 euros par logement

Au final, un euro « investi » par l'État dans un logement bénéficiant du dispositif Pinel rapporterait 1,65 euros de revenus.

En faisant l'hypothèse conservatrice d'un nombre de logements construits bénéficiant du dispositif sur la période 2019-2025 correspondant à la moyenne des logements construits sur la période 1999-2018, l'État pourrait projeter un montant de recettes nettes proches d'1,2 milliards d'euros par an. »

Un logement Pinel construit en 2021 et mis en location en 2022 génère des revenus pour l'Etat sur 20 ans, quel que soit le scénario envisagé

Nous confirmons à nouveau les conclusions initiales : à l'aune du nouveau paramétrage de notre simulateur, nous constatons que, quel que soit le scénario envisagé pour un logement Pinel, l'Etat génère des revenus.

Pour un logement de 173 878 euros HT acheté par un particulier en 2021 et mis en location 20 ans à partir de 2022, voici les différents revenus encaissés par l'Etat.

Revenus de l'Etat pour un investissement Pinel selon nos scénarii de location sur 20 ans

	Scénarii			
	1	2	3	Droit commun
TVA	17 388			34 776
Droits de mutation à l'achat	1 408	1 408	1 408	1 408
Droits de mutation à la revente(*)	13 769	13 769	13 769	13 769
TFPB	13 709	13 709	13 709	15 114(**)
Impôt sur le revenu - Crédit d'impôt	-19 655	-15 504	-28 985	30 362
CSG/CRDS	13 713	16 093	13 713	18 971
Total	40 333	46 863	31 003	114 401

Source : PrimeView

(*) : Lors de la revente du bien, des droits de mutation sont payés par l'acheteur. Le logement n'étant plus considéré comme un logement neuf, ce sont les droits de mutation normaux qui sont appliqués, à savoir près de 5,9 % du prix de vente environ contre 0,81 % pour l'achat d'un logement neuf en VEFA.

(**) : Le dispositif Pinel exonère pendant les deux premières années la TFPB, d'où une valeur plus importante pour le droit commun.

Nous ajoutons pour information un scénario de « Droit commun », où le particulier achèterait et louerait un bien sur 20 ans, mais sans recourir au dispositif Pinel et en appliquant des loyers 20 % plus élevés que ceux des logements intermédiaires et une inflation des loyers de 0,8 %. Nous constatons bien qu'il existe pour l'Etat un manque à gagner conséquent par rapport au droit commun avec le dispositif Pinel. Toutefois, comme nous l'évoquions dans notre précédente étude, l'incitation fiscale permet la création de nombreux logements intermédiaires qui ne verraient pas le jour sans (cf. la partie 2 de notre étude de 2019 sur *l'Analyse de l'impact d'une baisse de l'ampleur de l'incitation fiscale d'un dispositif sur le nombre de logements construits*). Au-delà, cela ne permettrait pas de mettre à disposition des logements à loyer maîtrisé dans les zones considérées. La comparaison en termes de recettes fiscales entre logements intermédiaires et de droit commun apparaît en ces sens peu recevable, étant donné la différence de destination des logements considérés.

NB : la différence entre le manque à gagner entre le droit commun et n'importe quel scénario et le manque à gagner de 36 200 euros évoqués dans notre étude de 2019 s'explique par la différence des hypothèses de départ pour les calculs. Ici, les calculs sont réalisés sur 20 ans et non 12 comme dans notre ancienne étude, et le scénario de droit commun prend des loyers 20 % supérieurs à ceux du dispositif Pinel, avec une inflation annuelle de ces derniers plus élevée, quand dans notre étude précédente il prenait exactement les mêmes loyers. En effet, le but recherché des calculs de l'étude précédente était de déterminer le manque à gagner pour l'Etat dans un scénario de différence

minimum entre droit commun et dispositif fiscal Pinel. Qui plus est, nous n'avons pas retiré à l'époque des frais d'exploitation immobilière, pourtant existant, qui réduisent l'impôt sur le revenu. Les conclusions sont toutefois identiques : l'Etat génère quoi qu'il en soit des revenus grâce à la construction de logements et permet la création de logements à loyers intermédiaires dans les zones qu'il cible.

Comparaison des revenus nets pour l'Etat des logements construits dans le cadre du dispositif Pinel et de ceux construits dans le cadre du dispositif LLI

Afin de pouvoir comparer les revenus pour l'Etat issus de l'achat d'un bien par un particulier dans le cadre du dispositif Pinel (évalués entre 40 000 et 47 000 euros ; cf. tableau partie précédente), nous avons étudié l'ensemble des revenus fiscaux liés à l'achat d'un bien par une SPICAV et sa mise en location dans le cadre du dispositif LLI.

Les sources de revenus dans ce cas sont nombreuses. En effet, elles proviennent de l'imposition de :

- la SPICAV ;
- du dépositaire de la SPICAV ;
- des experts immobiliers mandatés par la SPICAV ;
- des commissaires aux comptes de la SPICAV ;
- de la société de gestion mandatée par la SPICAV ;
- des conseillers en gestion de patrimoine (jamais un particulier n'investit directement sur ce genre de produits sans être guidé) ;
- des sociétés assurant la gestion locative des biens, les travaux, etc. ;
- de la banque ou de l'assureur par lequel passe le particulier pour sa gestion de compte/d'assurance-vie ;
- du particulier.

(1) Précisions sur la méthodologie de calculs

Afin de faciliter l'estimation des revenus fiscaux, nous avons regroupé le dépositaire de la SPICAV, les experts immobiliers et les commissaires aux comptes en une seule « société » fictive qui serait imposée, pour deux raisons :

- Tout d'abord, les revenus de ces trois entreprises sont estimés en utilisant les *Frais de fonctionnement et de gestion* (en médiane 1,8 % max TTC par an de l'actif total brut de la SPICAV), retranchés de la partie de ces frais à destination de la société de gestion (en médiane 1,2 % max TTC par an de l'actif total de la SPICAV). Il nous est donc impossible de séparer les revenus de ces trois sociétés (regroupées dans la colonne *Prestataires obligatoires de la SPICAV* du tableau suivant).
- Ensuite, nous ne pouvons estimer précisément les charges associées à chacune de ces entreprises, qui, si elles sont très certainement différentes au regard des types d'activité qui leur sont propres, sont inconnues.

Comme évoqué précédemment, nous avons approché les charges des entreprises en utilisant le taux de marge brut des entreprises du secteur immobilier fourni par l'INSEE (cf. partie *Scénarii et hypothèses de calculs pour le dispositif LLI*). De plus, nous prenons en compte l'imposition de la ou des sociétés réalisant la gestion locative, des travaux,

etc. en considérant que 50 % des *Frais d'exploitation immobilière* sont destinés à ces entreprises (regroupées dans la colonne Autres prestataires du tableau suivant).

Les revenus fiscaux de la société de gestion ont été calculés en prenant en compte l'impôt sur les bénéfices. Notons que pour cette société nous avons utilisé les mêmes charges que pour les autres sociétés faute de mieux, bien qu'il soit explicitement mentionné dans les chiffres de l'INSEE qu'ils ne prennent pas en compte les sociétés financières.

Pour chaque société, nous calculons une CVAE basée sur un chiffre d'affaires de 50 millions d'euros, ce qui permet d'utiliser le taux maximum d'imposition lié à la CVAE sur le CA généré uniquement par les revenus associés à un bien immobilier et d'estimer ainsi les revenus maximums espérés par l'Etat.

(2) Résultat : pas de différence notable en termes de recettes fiscales pour l'Etat entre Pinel et LLI pour un logement intermédiaire construit

Les revenus de l'Etat pour un bien construit via LLI s'élèvent à 42 187 euros dans le cas d'un investissement par le particulier utilisant comme support une assurance vie, soit près de 2 000 euros de plus que les impôts collectés par l'Etat dans le cadre d'un logement acheté via le dispositif Pinel et mis en location 20 ans avec des loyers intermédiaires (scénario 1), 4 700 euros de moins que dans le cadre d'une location en Pinel sur 12 ans puis retour sur des loyers de droit commun, ce qui est plus crédible (scénario 2) ou 11 200 euros de plus que dans le cadre d'un logement acheté via le dispositif Pinel et mis en location 20 ans avec des loyers intermédiaires et bénéficiant à partir de 2034 du dispositif Loc'Avantages (scénario 3).

Attention toutefois, ce calcul est valable pour un logement construit uniquement. En estimant que le volume total de logements construits sera plus faible via la moindre attractivité de l'investissement via un OPCI pour l'investisseur final, il est fort probable que les recettes fiscales totales générées par la construction de logements intermédiaires soient substantiellement dégradées pour l'Etat, comparativement au maintien du dispositif Pinel.

Revenus encaissés par l'Etat

	SPICAV	Société de gestion	Prestataires obligatoires de la SPICAV	Autres prestataires	Assureur	Particulier
TVA achat VEFA Pinel	16 518					
Droit de mutation pour l'achat en neuf en 2021	1 338					
Impôt sur les bénéfices	0	3 342	1 494	3 348	1 198	
CVAE	0	457	205	353	164	
Impôt sur le revenu (flat tax)						0
Total individuel	17 856	3 799	1 698	3 702	1 362	0
Droit de mutation à la revente	13 769					
Total	42 187					

Source : PrimeView

Note : pour rappel, la SPICAV redistribuant 100 % des revenus générés, elle n'est pas imposée sur les bénéfices. De plus, la TFPB collectée est rendue sous forme de crédit d'impôt, elle n'est donc pas indiquée. Enfin, les rendements étant négatifs (les loyers sont inférieurs aux frais et commissions pour la SPICAV), cf. partie Les projets via des SPICAV ne sont pas rentables à périmètre constant pour l'investisseur final, le particulier ne gagne pas d'argent et donc n'a pas d'imposition.

L'Etat devrait sponsoriser près de 80 % du prix d'un bien via du crédit d'impôt pour que le projet devienne aussi rentable que du Pinel pour un particulier

Nous nous sommes interrogés sur le niveau de crédit d'impôt nécessaire en pourcentage du prix du bien (mécanisme équivalent au mécanisme Pinel) que l'Etat devrait proposer aux SPICAV pour rendre le rendement final pour le particulier équivalent à celui d'un logement Pinel.

En supposant que les frais et commissions de la SPICAV soient ceux issus de nos hypothèses (cf. partie *Scénarii et hypothèses de calculs pour le dispositif LLI*), pour que le rendement locatif du particulier soit équivalent à celui de notre scénario 1 en Pinel (soit 1,46 % annualisé sur 20 ans), il faudrait que le crédit d'impôt soit de 3,8 % du prix TTC du bien par an sur 20 ans (soit un total de 138 094 euros – 76 % du prix TTC du bien), dans le cadre d'un investissement via un compte propre, et de 4,2 % dans le cadre d'une assurance vie (soit un total de 152 630 euros – 84 % du prix TTC du bien). Cela représenterait l'équivalent du prix du bien sur 20 ans pour le cas d'un investissement via compte propre et même plus que l'apport du particulier pour un investissement via de l'assurance vie. Dans ce cas, l'Etat a tout intérêt à investir directement dans le parc

de logements intermédiaires. Lorsqu'on sait que le dispositif Pinel « coûte » au maximum 21 % du prix du bien à l'État (uniquement via un manque à gagner), on ne peut que s'interroger quant à l'intérêt de vouloir développer le LLI pour soutenir la construction de logements intermédiaires.

Les frais d'exploitations des particuliers : une variable très importante

Il ressort de notre analyse des différents scénarii d'investissement du particulier dans de l'immobilier en direct un point relativement important. Il n'existe que deux variables internes d'ajustement sur lesquelles le particulier peut jouer pour augmenter la rentabilité de son investissement : le loyer et les frais d'exploitation immobilière.

Dans le cadre d'un investissement Pinel, les particuliers ont un plafond de loyer à respecter. Dans de l'investissement en droit commun, les particuliers ont plus de liberté mais restent tout de même assujettis à des contraintes. De fait, les frais d'exploitation immobilière, qui incluent toutes les dépenses relatives aux travaux, sont la seule véritable variable interne d'ajustement.

Comparaison de l'impact des frais d'exploitation immobilière sur la rentabilité annualisée pour l'investissement d'un particulier via le dispositif Pinel ou en droit commun

Frais d'exploitation du particulier		Scénarii					
En % du prix du bien	En % des frais de la SPICAV		1	2	3	4	Droit commun
0,14%	5%	Frais	5 849	5 849	5 849	3 369	5 849
		Rentabilité annualisée	1,69%	1,86%	1,87%	1,40%	0,88%
0,69%	25%	Frais	29 243	29 243	29 243	16 844	29243
		Rentabilité annualisée	1,46%	1,63%	1,64%	1,26%	0,61%
1,38%	50%	Frais	58 487	58 487	58 487	33 687	58487
		Rentabilité annualisée	1,15%	1,33%	1,34%	1,07%	0,24%

Source : PrimeView

Il est important de garder en tête ce paramètre. En cas de baisse de l'incitation fiscale en soutien à l'immobilier locatif neuf intermédiaire, nous pouvons envisager deux

réactions : soit les investisseurs se détournent du produit (aboutissant à un resserrement du marché et naturellement à une hausse des prix), soit ils reconstituent leur rentabilité au détriment des travaux nécessaires à réaliser pour maintenir la qualité du logement. Cette mesure pourrait en ce sens devenir clairement contre-productive, en particulier dans un contexte d'accélération de la transition énergétique.

Synthèse et commentaires

Un manque de logements abordables préjudiciable spécifiquement dans les zones tendues, pas sur tout le territoire

La statistique publique ayant dénombré 31,5 millions de résidences principales en 2018 et 29,7 millions de ménages pour cette même année, cela pousse à penser que le problème du logement en France est davantage celui d'une mauvaise répartition (géographie, typologie des logements, etc.) que de nombre à proprement parler, les chiffres allant à l'encontre de l'idée reçue largement répandue qu'il manquerait des logements en France. En réalité, il semblerait que la France ne manque de logements qu'à certains endroits bien spécifiques, les zones dites tendues, et pas ailleurs. C'est ce constat qui légitime la nécessité pour les pouvoirs publics de développer des logements intermédiaires dans ces zones tendues, afin de mettre à disposition des logements à loyer abordable pour des populations à revenus plafonnés.

Une place hybride pour l'intermédiaire, entre le logement social et le marché libre

Le logement locatif intermédiaire, estimé approximativement à 700 mille logements aujourd'hui, s'insère entre le marché libre (7,3 millions de logements, soit 56,3 % du parc locatif) et le secteur social (5 millions de logements, soit 38,4 % du locatif) : les loyers sont réglementés et inférieurs à ceux pratiqués sur le marché locatif libre (de 15 % à 20 % en moyenne) mais supérieurs à ceux du logement social. Les logements intermédiaires s'adressent surtout aux classes moyennes et aux jeunes ménages qui sortent du champ du logement social en raison de leurs revenus et qui souhaitent résider dans les zones géographiques où le marché immobilier est tendu, c'est-à-dire dans des zones – ou à proximité de zones – où le niveau d'activité est élevé (taux de chômage faible, densité entrepreneuriale élevée, solde démographique positif, faible taux de vacances, etc.). L'objectif est donc de permettre à des populations qui sont en emploi de venir loger à distance raisonnable de leur travail, et ainsi permettre de limiter le phénomène d'éloignement du lieu de résidence principale et du lieu de travail débuté depuis le milieu des années 1970.

La volonté politique de mettre à disposition des logements intermédiaires dans des zones tendues a poussé les autorités publiques à mettre en œuvre des dispositifs incitatifs d'investissement depuis de nombreuses années. Les trois principaux sont le Prêt Locatif Intermédiaire ou PLI, la « défiscalisation » (aujourd'hui correspondant au Pinel) et le Logement Locatif Intermédiaire ou LLI.

Il faut noter que jusqu'à présent, la défiscalisation (avec 552 mille logements, dont 197 mille pour le Pinel) s'est montrée clairement plus efficace que les financements aidés (145 mille logements pour le PLI et le LLI) pour développer l'offre intermédiaire.

Les dispositifs en soutien des bailleurs particuliers, comme le Pinel, pilier de la construction de logements intermédiaires en France

En 2020, on estimait le nombre de logements intermédiaires à disposition grâce aux mécanismes de défiscalisation à 552 000. Mais ces chiffres ne reflètent toutefois pas le stock de logements intermédiaires créés depuis 20 ans grâce aux dispositifs fiscaux incitatifs pour les bailleurs particuliers : nous estimons le nombre de logements intermédiaires créés à 930 mille entre 2000 et 2018 ; cf. « Étude d'évaluation des dispositifs fiscaux incitatifs soutenant l'investissement dans l'immobilier locatif neuf ». Cette érosion naturelle du stock de logements intermédiaires vient du fait que ces derniers conservent un statut d'intermédiaire uniquement pendant des durées prédéfinies (par exemple, 6, 9 ou 12 ans pour un logement bénéficiant du dispositif Pinel). De manière évidente, il conviendrait de travailler au complément de l'arsenal des dispositifs actuels pour lutter contre cette érosion naturelle du stock de logements intermédiaires, en renforçant par exemple le dispositif Loc'Avantages ou travaillant sur un dispositif complémentaire dédié au marché secondaire du marché locatif intermédiaire.

Bien que maintes fois décrié (cf. rapports IGF/CGEDD de 2019 [1] et 2021 [2]), le dispositif Pinel reste encore et toujours le principal pourvoyeur de logements intermédiaires (197 mille logements en cours). Pourtant, malgré son poids dans la construction annuelle de logements intermédiaires depuis 20 ans, le PLF 2022 a décidé de proroger ce dispositif seulement jusqu'à 2024 (année à l'issue de laquelle il doit prendre fin) avec, de surcroît, une révision annuelle du barème de réduction d'impôts. Le même PLF lui associe le dispositif « Pinel+ » qui permet de maintenir les avantages d'origine du dispositif Pinel mais sous des conditions drastiquement plus exigeantes.

Le Logement Locatif Intermédiaire (LLI) « institutionnel », sur lequel les pouvoirs publics veulent s'appuyer

Le LLI est un produit d'investissement à destination des seuls acteurs institutionnels. Depuis 2014, il dispose d'un régime fiscal avantageux qui lui est propre (Article 279-0 bis A du Code général des impôts) : initialement, un taux de TVA réduit à 10 % et une exonération de taxe foncière sur la propriété bâtie (TFPB) durant 20 ans. Mais le Projet de Loi de Finance (PLF) 2022 a modifié quelque peu les avantages fiscaux associés au LLI : désormais, l'exonération de TFPB est remplacée par un crédit d'impôt sur les sociétés (IS) pour une durée équivalente.

Le dispositif LLI étant disponible uniquement pour les sociétés étant imposées sur leurs bénéfices, seules les OPCI de type Société de Placement à prépondérance Immobilier à Capital Variable (SPICAV) peuvent en disposer. C'est pourquoi nous avons évalué en détail dans cette étude l'attractivité pour l'investisseur final de ce type de produit ainsi que son coût présumé pour l'Etat, relativement à un investissement réalisé via le dispositif Pinel.

Toutefois, avant même d'analyser les différences chiffrées entre ces deux dispositifs, il convient de noter au préalable la différence structurelle qui existe en termes de « produit » acheté par l'investisseur final : un investissement via un OPCI est fondamentalement différent d'un investissement immobilier pur (donc d'un investissement dans un logement Pinel en direct ou via une SCPI Pinel), que ce soit en termes de sous-jacents pour le particulier, mais aussi de risque. En effet, un OPCI de type SPICAV est un produit hybride, constitué en moyenne de 60 à 65 % d'actifs immobiliers, mais aussi de 30 % d'actifs financiers (actions et obligations essentiellement) et 5 % de liquidités obligatoires. La moindre lisibilité de ce type de produits par rapport à un investissement immobilier en direct rendra de fait la commercialisation plus difficile de ce type de véhicule par rapport au Pinel.

Autre point important à souligner, une partie substantielle (environ les deux tiers) de la rentabilité finale des investissements dans le logement intermédiaire via du Pinel provient de la possibilité de les réaliser via un emprunt conséquent (la proportion de dette atteignait 88% du montant investi ; cf. étude précédente). L'effet de levier ainsi mobilisé permet de maximiser la rentabilité structurellement faible du fait du plafonnement des loyers rendant l'investissement Pinel concurrentiel avec les autres actifs traditionnels. Or, les difficultés d'acquérir une part d'OPCI via un emprunt rendront quasiment impossibles pour l'investisseur final la possibilité de faire jouer autant l'effet de levier pour maximiser sa rentabilité. Ce constat rend les objectifs de rentabilité brute pour un OPCI d'autant plus élevé : le rendement proposé par ce type de produits devra être structurellement plus élevé que celui d'un investissement Pinel hors effet de levier, pour être aussi attractif pour un investisseur final. Si ce n'est pas le cas, il est probable que les investisseurs finaux se détourneront de ce type de produits, amenant à une réduction du nombre de logements intermédiaires construits.

Etude comparative des dispositifs Pinel et LLI : une attractivité relative clairement insuffisante pour les produits collectifs de substitution au Pinel

Afin d'évaluer l'efficacité du passage des dispositifs actuels reposant sur un bailleur particulier à un dispositif reposant sur un bailleur institutionnel du type OPCI, nous avons complété le simulateur conçu en 2019 dans le cadre du rapport sur « l'évaluation de l'efficacité des dispositifs de soutien à l'immobilier locatif neuf en France » afin d'être en mesure de comparer le dispositif Pinel et le dispositif LLI en termes comptables dans un premier temps, puis fiscal.

La rentabilité locative d'un logement Pinel est supérieure à celle d'un logement en droit commun pour un particulier en dépit du plafonnement des loyers.

Quel que soit notre scénario envisagé, la rentabilité locative annualisée d'un logement acheté via le dispositif Pinel est faible mais reste supérieure à celle d'un logement acheté et loué en droit commun pendant 20 ans.

En effet, la rentabilité de la location en droit commun atteint seulement 0,61 % annualisé sur 20 ans contre 1,46 % pour le scénario le plus défavorable d'un logement Pinel. De ce fait, on peut affirmer que le dispositif Pinel est bien incitatif pour les particuliers par rapport au droit commun, rendant efficace le fléchage fiscal voulu par les autorités vers les zones tendues.

Néanmoins, nous constatons que les gains liés à la revente du bien acheté en grande partie à crédit effacent une grande partie des différences de rendements annualisés sur 20 ans entre nos scénarii Pinel, et le droit commun : entre 4,7 % et 4,8 % de rendement pour le Pinel contre 4,3 % pour le droit commun. L'essentiel du rendement est en effet généré par l'effet de levier utilisé pour réaliser l'investissement, ce qu'il faudra garder en mémoire pour juger de l'attractivité réelle pour le particulier de ce type d'investissement.

La rentabilité d'un investissement Pinel est faible comparée à celle d'autres actifs financiers

Avec une rentabilité annuelle totale entre 4,7 % et 4,8 %, l'attractivité du Pinel vis-à-vis des autres actifs reste limitée et va se dégrader avec les mesures de restriction déjà votées dans le cadre du PLF 2022. A titre de comparaison, les actions ont affiché un rendement total de 5,4 % par an au cours des 20 dernières années. Cela pourrait entraîner une baisse substantielle dans la production de logements intermédiaires dès les deux prochaines années.

Les projets via des SPICAV ne sont pas rentables à périmètre constant pour l'investisseur final

Le premier élément frappant qui ressort de nos résultats est la rentabilité négative des projets dans l'immobilier locatif neuf pour les SPICAV (hors rendement des actifs financiers en portefeuille), et donc pour les particuliers qui passeraient par ce type de véhicules d'investissement. En effet, nous constatons que la somme des frais de fonctionnement et de gestion et d'exploitation immobilière est toujours supérieure à la somme des loyers intermédiaires moyens pratiqués et du crédit d'impôts remboursant la TFPB, malgré une inflation de 0,68 % annuelle appliquée sur les loyers.

En ajoutant à cela l'ensemble des frais que nous avons pu calculer, nous atteignons des rendements annualisés pour l'investissement dans un logement intermédiaire pour la SPICAV sur 20 ans de -1,4 %.

Autant dire qu'il paraît difficile d'imaginer qu'une société de gestion se lance dans un projet qui génère pour ses clients finaux une rentabilité sur 20 ans avant revente négative, même avec des frais de gestion à 0 % (ce qu'aucune société de gestion ne serait prête à accepter compte tenu de ses contraintes de compte de résultat). À l'image de la rentabilité d'un projet immobilier de type Pinel, la rentabilité pour la SPICAV est générée uniquement lors de la revente du bien : 3,58 % annualisé en cas de revente en 2041. Dans ces conditions, la SPICAV aura tout intérêt à investir plutôt dans de la location en droit commun, où les loyers lui permettront de générer des revenus positifs après prélèvement de l'ensemble des frais plus que dans des logements intermédiaires.

Ces résultats semblent être en adéquation avec la réalité déjà observable :

- Le dispositif LLI existe depuis plusieurs années déjà et pourtant, il ne suscite quasiment aucun intérêt ;
- L'étude des investissements de différentes SPICAV existantes montre que le résidentiel ne représente qu'une faible partie de leur investissement.

Cela illustre bien l'absence d'attractivité de ce type de produits par rapport à d'autres actifs financiers qui sont plus liquides, et pour certains, peu risqués.

Un particulier doit attendre plus d'un an pour compenser ses coûts d'entrée dans la SPICAV

Un particulier devrait attendre environ 1,3 ans ne serait-ce que pour compenser ces coûts d'entrée par les revenus locatifs générés par les loyers. Cela est bien sûr un calcul purement théorique, car il faudrait pour qu'il soit valable que la SPICAV soit en mesure de reverser directement et sans aucun frais associé ces revenus locatifs... ce qui n'est pas envisageable. Mais aussi que le particulier ne soit pas imposé sur les revenus distribués et qu'il n'y ait aucun frais de la part de sa banque ou de son assureur pour son investissement, ce qui est, là encore, clairement irréaliste.

Il n'existe pas de différence notable en termes de recettes fiscales pour l'Etat entre les dispositifs Pinel et LLI pour un logement intermédiaire construit

Nous avons évalué entre 40 000 et 47 000 euros de recettes pour l'Etat issus de l'achat d'un bien de 173 878 euros HT acheté par un particulier en 2021 et mis en location 20 ans à partir de 2022, dans le cadre du dispositif Pinel.

Dans le cadre d'un bien construit via le dispositif LLI selon les mêmes critères, les revenus de l'Etat s'élèvent à 42 187 euros dans le cas d'un investissement par le particulier utilisant comme support une assurance vie, soit près de 2 000 euros de plus que les impôts collectés par l'Etat dans le cadre d'un logement acheté via le dispositif Pinel et mis en location 20 ans avec des loyers intermédiaires, et 4 700 euros de moins que dans le cadre d'une location en Pinel sur 12 ans puis retour sur des loyers de droit commun, ce qui est plus crédible.

Attention toutefois, en faisant l'hypothèse d'une baisse forte du volume total de logements construits au regard de la moindre attractivité de l'investissement via un OPCI pour l'investisseur final, il est fort probable que les recettes fiscales totales générées par la construction de logements intermédiaires soient substantiellement dégradées pour l'Etat, comparativement au maintien du dispositif Pinel.

L'Etat devrait sponsoriser près de 80 % du prix d'un bien via du Crédit d'Impôt supplémentaire pour que le projet devienne aussi rentable que du Pinel pour un particulier

Nous nous sommes interrogés sur le niveau de crédit d'impôt nécessaire en pourcentage du prix du bien (mécanisme équivalent au mécanisme Pinel) que l'Etat devrait proposer aux OPCI pour rendre le rendement final pour le particulier équivalent à celui d'un logement Pinel.

Il faudrait que le crédit d'impôt soit de 3,8 % du prix TTC du bien par an sur 20 ans (soit un total de 138 094 euros – 76 % du prix TTC du bien), dans le cadre d'un investissement via un compte propre, et de 4,2 % dans le cadre d'une assurance vie (soit un total de 152 630 euros – 84 % du prix TTC du bien). Cela représenterait l'équivalent du prix du bien sur 20 ans pour le cas d'un investissement via compte propre et même plus que l'apport du particulier pour un investissement via de l'assurance vie. Dans ce cas, l'Etat a tout intérêt à investir directement dans le parc de logements intermédiaires. Lorsqu'on sait que le dispositif Pinel « coûte » au maximum 21 % du prix du bien à l'État (uniquement via un manque à gagner), on ne peut que s'interroger quant à l'intérêt de vouloir développer le LLI pour soutenir la construction de logements intermédiaires.

Les frais d'exploitations des particuliers : une variable très importante

Les loyers étant plafonnés, les frais d'exploitation immobilière, qui incluent toutes les dépenses relatives aux travaux, sont la seule véritable variable interne d'ajustement.

Il est important de garder en tête ce paramètre. En cas de baisse de l'incitation fiscale en soutien à l'immobilier locatif neuf intermédiaire, nous pouvons envisager deux réactions : soit les investisseurs se détournent du produit (aboutissant à un resserrement du marché et naturellement à une hausse des prix) soit ils reconstituent leur rentabilité au détriment des travaux nécessaires à réaliser pour maintenir la qualité du logement. Cette mesure pourrait en ce sens devenir clairement contre-productive, en particulier dans un contexte d'accélération de la transition énergétique.

L'échec actuel du LLI illustre déjà le manque d'attractivité des produits

La genèse des dispositifs fiscaux incitatifs pour la création de logements intermédiaires au profit des bailleurs particuliers est éclairante. À la suite de la chute de l'immobilier dans les années 1990, les investisseurs institutionnels s'étaient retirés du marché de l'immobilier locatif qui ne devenait plus suffisamment rentable pour ces derniers.

En effet, il faut comprendre qu'un investisseur institutionnel peut s'adapter très rapidement aux dynamiques de rentabilité des différents actifs financiers existants. De fait, une baisse de rendement d'un actif, comme ce fut le cas des actifs immobiliers dans ces années-là, peut générer une restructuration du portefeuille de produits d'investissement commercialisés, au profit d'autres actifs plus rentables (actions, obligations, etc.). Ce retrait des investisseurs institutionnels de l'époque a généré une diminution de la construction de logements en France, et notamment de logements intermédiaires, que le gouvernement de l'époque a tenté de combler en créant différents dispositifs fiscaux pour les particuliers. Et ce pari a été réussi.

Mais étant donné leur faculté à s'adapter rapidement aux dynamiques de rentabilité, l'absence des investisseurs institutionnels sur le créneau du logement locatif neuf intermédiaire à l'heure actuelle, alors même qu'un dispositif incitatif existe en leur faveur, nous informe sur l'attrait du dispositif LLI. Sans même effectuer les calculs de rentabilité, le simple fait que les investisseurs institutionnels ne soient pas présents sur ce segment illustre qu'il n'est pas intéressant pour eux en l'état actuel des choses (que le dispositif incitatif soit une exonération de TFPB ou un crédit d'impôt) : la rentabilité n'est pas assez élevée sur les actifs immobiliers résidentiels pour un investisseur institutionnel, qui ne peut pas utiliser d'effet de levier substantiel comme un particulier.

L'étude des anciens dispositifs montrent qu'un retrait des dispositifs fiscaux incitatifs pour les bailleurs particuliers risque d'entraîner la chute drastique de la construction de logements intermédiaires

Dans les sondages réalisés auprès des particuliers investisseurs-bailleurs, 80 % d'entre eux déclarent avoir investi dans l'immobilier locatif neuf uniquement grâce au dispositif fiscal existant. L'étude que nous avons réalisé sur les dispositifs passés valide ce constat :

- Lorsque le dispositif Scellier (2009 à 2012) est devenu moins incitatifs en termes de réduction d'impôt à partir de 2011, le nombre de logements construits à destination de l'intermédiaire a chuté drastiquement : « le nombre de logements locatifs neufs créés est passé de 48 800 en 2010 à seulement 26 100 en 2012 » [4].
- Même après une amélioration de l'incitation fiscale en passant du dispositif Scellier à Duflot (2013), la chute a perduré (24 500 logements intermédiaires construits en 2013). Il a fallu attendre 2014 et l'arrivée du dispositif Pinel, plus incitatif pour voir les investissements des particuliers reprendre (27 600 logements).

De fait, il ne fait selon nous aucun doute que le retrait du dispositif Pinel diminuera drastiquement le nombre de logements intermédiaires construits (estimé à 50 000 par an avant Covid). Les 20 % de particuliers qui feront de l'immobilier locatif neuf n'iront pas sur le dispositif Loc'Avantages (ou équivalent s'il existe) pour faire de l'intermédiaire, car celui-ci n'a que peu d'intérêt en comparaison de la location en droit commun (cf. les résultats de rentabilité en partie La rentabilité locative d'un logement Pinel est supérieure à celle d'un logement en droit commun pour un particulier en dépit du plafonnement des loyers : les revenus fonciers supérieurs en droit commun compensent la réduction fiscale du Loc'Avantages). Enfin, il est peu probable que les investisseurs institutionnels investissent, car ils n'iront ni proposer un produit non rentable aux particuliers, ni investir dans des actifs présentant de trop faibles rendements bruts pour assurer leur propre rentabilité.

Les coûts pour l'Etat du dispositif LLI augmenteront dans les années à venir avec l'augmentation de la TFPB

La suppression de la taxe d'habitation entraîne pour les communes une perte de revenus qui devra être compensée d'une manière ou d'une autre. Cette compensation prendra très certainement la forme d'une augmentation de la TFPB dans les années à venir. De fait, là où le dispositif Pinel n'exonère que pendant deux ans de payer la TFPB, et donc « coûte » à l'Etat la compensation de cet impayé auprès des communes, le dispositif LLI qui exonère pendant 20 ans de TFPB coutera massivement plus à l'Etat en cas d'augmentation de cette taxe.

Il suffirait que la TFPB soit équivalente à 1,3 mois de loyer dans notre simulation sur 20 ans pour que les gains pour l'Etat soient équivalents entre le dispositif LLI et le dispositif Pinel (scénario 1 dans l'étude), là où ils étaient inférieurs de 3 000 euros dans le dispositif Pinel avec une TFPB estimée à 1 mois de loyer. Et il suffirait que la TFPB soit équivalente à 2,5 mois de loyer pour que cette fois les gains pour l'Etat dans le scénario le plus défavorable de son point de vue étudié pour l'investissement Pinel soit équivalent à l'investissement LLI.

L'investissement d'un particulier dans un logement Pinel ne peut être, en réalité, comparable à un investissement dans un logement intermédiaire via une SPICAV (ou tout autre véhicule équivalent)

Lorsqu'un particulier achète un logement Pinel, il l'achète tout d'abord grâce à de la dette, l'immobilier étant le seul investissement en France qui peut se faire avec du levier. Ainsi, imaginer que le particulier reporte son investissement Pinel dans une SPICAV paraît illusoire, car ce dernier sera dans l'impossibilité d'utiliser le levier de la dette. Il aurait donc tout intérêt à aller chercher de plus hauts rendements sur d'autres actifs dans ce cas.

Ensuite, lorsqu'un particulier souhaite acheter de la pierre, il ne souhaite pas associer à ce produit d'autres actifs financiers. Conscient que son investissement est à long terme,

il recherche moins la liquidité, que la sécurité sous-jacente à l'immobilier, qui est, de fait, perdue à cause de la partie actions/obligations (bien plus risquée) contenue dans un OPCI. De fait, les SCPI, qui n'ont pas les contraintes des SPICAV de posséder près de 30 % d'actifs financiers non immobiliers, seront privilégiées par les particuliers (comme elles le sont déjà actuellement). Pour reprendre les mots d'un professionnel du secteur : « les SPICAV ont déjà perdu le match contre les SCPI pour l'investissement dans l'immobilier ».

Nous en profitons pour rappeler que les SCPI permettent, elles, de faire de l'investissement Pinel grâce à leur fiscalité, mais pas des investissements via le dispositif LLI pour les mêmes raisons (imposition sur les revenus et non sur les bénéfices). Il est intéressant de noter que, là aussi, les SCPI Pinel n'ont pas connu un franc succès commercial. Pour les mêmes raisons évoquées dans l'étude, la trop grande faiblesse du rendement locatif brut de l'investissement, en dépit de l'avantage fiscal, rend trop peu intéressant le produit à la fois pour le particulier et le professionnel de l'investissement au regard de l'accumulation de couches de frais pour rémunérer les intermédiaires.

Conclusion

L'apparente simplification associée à un basculement des bailleurs particuliers vers des bailleurs institutionnels privés pour reprendre le flambeau de la construction de logements intermédiaires semble susceptible d'avoir l'effet opposé et de bloquer la production de logements très rapidement.

En effet, le projet ne prend pas en compte les deux éléments essentiels de tout investisseurs dans l'immobilier :

- La rentabilité du produit proposé est négative. Nos calculs ont montré que l'accumulation de couches d'intermédiaires supplémentaires dans le cadre d'un organisme de placement rend le véhicule d'investissement clairement non rentable. Cet élément, les investisseurs institutionnels l'ont très bien compris, puisqu'aucun d'entre eux ne s'est lancé dans la création d'OPCI pour les particuliers utilisant le dispositif LLI.
- La sécurité relative à l'investissement immobilier est fortement impactée par le risque lié aux 30 % d'autres actifs financiers contenus obligatoirement dans les produits pouvant bénéficier du dispositif LLI à destination des particuliers.

Bibliographie

- [1] Institut général des finances, «Développement de l'offre de logement locatif intermédiaire par les investisseurs institutionnels», 2021.
- [2] Institut général des finances, CGEDD, «Evaluation du dispositif d'aide fiscale à l'investissement locatif Pinel», 2019.
- [3] A. F. d. S. d. P. Immobilier, «Les fonds logements, pourquoi et comment drainer l'épargne des Français vers le résidentiel intermédiaire ?», 2022.
- [4] PrimeView, «Étude d'évaluation de l'efficacité passée, actuelle et future des dispositifs fiscaux incitatifs soutenant l'investissement immobilier neuf locatif en France», 2019.

Annexe : Le classement des communes par type de « zonage »

À partir de 2003 (initialement dans le cadre du dispositif « Robien »), l'administration française a défini un zonage de type « A/B/C » (régulé par l'Article D. 304-1 du Code de la Construction et de l'Habitation) permettant de classer l'ensemble des communes en fonction de leur tension³ sur le marché immobilier. Son objectif est de territorialiser la politique du logement, c'est-à-dire de cibler les collectivités locales devant bénéficier des dispositifs publics de soutien à l'immobilier.

Le zonage ABC est mobilisé pour la mise en œuvre de nombreuses « aides à la pierre » : les dispositifs d'investissement locatif (particuliers/institutionnels, neuf/ancien), les prêts à taux bonifié (conventionnés), les aides à l'accession, le logement social, certaines taxes ou encore pour la mobilisation du foncier public.

Selon sa définition officielle, le zonage ABC s'appuie « sur des critères statistiques liés aux dynamiques territoriales (évolution démographique, etc.), à la tension des marchés locaux et aux niveaux de loyers et de prix ».

Depuis sa création, le zonage ABC a fait l'objet de 3 refontes (2006, 2009 et 2014) et de 2 révisions partielles récentes (2019 et 2022). Actuellement, son champ d'application est défini par l'Arrêté du 16 février 2022.

Le classement en **5 zones** permet de hiérarchiser les communes des plus aux moins tendues :

Zone A bis (76 communes) : comprend Paris et des communes Yvelines, des Hauts-de-Seine, de Seine-Saint-Denis, du Val-de-Marne et du Val-d'Oise ;

Zone A (653 communes) : agglomération de Paris (dont zone A bis), la Côte d'Azur, la partie française de l'agglomération genevoise, certaines agglomérations ou communes où les loyers et les prix des logements sont très élevés ;

Zone B1 (1 587 communes) : comprend certaines grandes agglomérations dont les loyers et le prix des logements sont élevés, une partie de la grande couronne parisienne non située en zone A bis ou A, quelques villes chères, les départements d'Outre-Mer ;

Zone B2 (3 782 communes) : villes-centre de certaines grandes agglomérations, grande couronne autour de Paris non située en zone A bis, A et B1, certaines communes où les loyers et les prix des logements sont assez élevés, communes de Corse non situées en zones A ou B1 ;

Zone C (28 857 communes) : le reste du territoire.

Globalement efficace, le zonage ABC n'en connaît pas moins certaines limites :

- Possible divergence d'intérêts entre les pouvoirs publics et les promoteurs constructeurs ;

³ La « tension » définit une situation où l'offre de logements disponibles n'est pas suffisante pour couvrir la demande (en termes de volumes et de prix).

- Par construction, le zonage ABC rend mieux compte des tensions sur le marché libre que sur le logement social ;
- Problèmes de cohabitation des zones entre elles. Les responsables locaux font souvent état d'« effets de frontières », c'est-à-dire qu'au sein des secteurs de changement de zone, les écarts peuvent se creuser. L'amélioration de la situation d'une collectivité peut donc avoir pour corollaire la détérioration des conditions au sein d'une voisine. Le zonage peut en effet changer substantiellement la donne d'une commune à l'autre, à la fois pour les locataires et les investisseurs...

Annexe : Benchmark des frais et commissions de plusieurs OPCV

		ALTI XIA	AMUNDI TRANSMISSI ON IMMO	AVIVA Investors experimmo isr	AXA SELECTIV' IMMO	AXA SELECTIV' IMMOSERVICE	BNP Diversipierre	EDR IMMO PREMIUM	FRANCEUROPE IMMO	GROUPAMA GAN PIERRE 1	IMMANENS	IMMO DIVERSIFICATION	LF OPSIS PATRIMOINE	OPCIMMO	PREIM ISR	PREIMIUM	SOFIDY PIERRE EUROPE	SWISSLIFE DYNAPIERRE	Moyenne
Commission de souscription non acquise à la SPICAV (max) (TTC)		3,5 %	5,0%	3,0%	20,0%	20,0%	3,0%	5,0%	2,0%	10,0%	10,0%	10,0%	4,0%	5,0%	1,5%	1,5%	1,9%	3,0%	6,38%
Commission de souscription acquise à la SPICAV (max) (TTC)		3,75%	4,9%	2,95%	3,5%	4,5%	6,0%	3,5%	3,0%	5,0%	4,8%	3,0%	3,5%	2,85%	3,5%	3,5%	3,5%	3,0%	3,81%
Frais de fonctionnement et de gestion (actif brut) (max) (TTC)	total	2,3 %	1,7%	2,28%	2,0%	2,4%			2,9%	1,8%	1,6%	3,0%	1,8%	1,6%	1,6%	3,38%	1,71%	1,5%	2,1%
	pour soc gé	1,9 %	1,2%	1,68%	1,0%	1,85%					1,2%		1,08%	1,2%	1,2%	1,92%	1,3%		1,41%
Frais de fonctionnement et de gestion (actif net) (max) (TTC)	total	2,6 %	1,95%	2,28%	2,5%	3,15%	1,5%	2,1%	2,2%	2,0%	2,1%	3,0%	2,5%	2,1%	2,1%	4,41%	2,25%	2,0%	2,4%
	pour soc gé	2,16%	1,4%	1,68%	1,3%	2,45%	1,2%	1,8%			1,7%		1,49%	1,6%	1,6%	2,53%	1,75%		1,74%
Frais d'exploitation immobilière (actif brut) (max) (TTC)		3,0 %	3,4%	3,43%	1,41%	2,4%	1,0%		2,0%	2,5%	3,4%	3,53%	2,16%	3,4%	1,7%	3,0%	3,4%	1,5%	2,58%
Frais d'exploitation immobilière (actif net) (max) (TTC)		3,8 %	3,8%	2,2%	0,81%	2,1%	0,6%	2,0%	1,48%	2,0%	2,2%	1,8%	1,8%	2,2%	2,2%	3,95%	2,2%	2,0%	2,18%
Commission de surperformance (TTC)		24,0%	0,0%	25,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	24,0%	0,0%	0,0%	4,29%
Majoration de surperformance (TTC)		5,0 %	0,0%	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	0,0%	0,0%	0,88%

Étude comparative des dispositifs fiscaux incitatifs soutenant
l'investissement dans l'immobilier intermédiaire locatif neuf

Frais liés aux opérations sur actifs immobiliers hors commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers (TTC)		10,0%	3,95%	10,0%	12,0%	12,0%	7,0%	12,0%	5,0%	12,0%	12,0%	4,78%	3,58%	3,95%	12,0%	12,0%	3,95%	11,0%	8,66%
Commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers (TTC)		1,2%	1,2%	0,0%	2,4%	2,4%	1,2%	1,2%	3,0%	2,4%	1,2%	1,2%	1,79%	1,2%	1,2%	2,4%	1,2%	1,2%	1,55%
Commissions de mouvement liées aux opérations sur actifs financiers		0,0%	forfait 0 à 450e	0 à 240e	2 à 150e	2 à 150e	0 à 150e	0 à 450e	0,1%	15e	0 à 450e	0,1%	0,4%	0 à 450e	6 à 50e	0,96%	0 à 450e	0,0%	
Direction d'investissement sur travaux sur actifs existants		1,2%																1,2%	1,2%

Annexe : Détails des frais et commissions d'une SPICAV

La description complète et détaillée des frais et commissions prélevés est issue du prospectus du fonds DIVERSPIERRE, à la page 17, disponible ici :

<https://www.primalliance.com/assets/upload/documentation/DIVERSPIERRE-Prospectus.pdf>
et consulté le 18 juillet 2022.

4. FRAIS – COMMISSIONS

L'AMF attire l'attention des souscripteurs sur le niveau des frais directs et indirects (maximum) auquel est exposée la SPICAV. La rentabilité de l'investissement envisagé suppose une performance élevée et continue des marchés financiers. Ces frais sont susceptibles de varier d'une année sur l'autre.

4.1 Frais de fonctionnement et de gestion

Les frais de fonctionnement et de gestion recouvrent l'ensemble des frais supportés de manière récurrente par l'OPCI afin d'en assurer le fonctionnement à l'exclusion des frais liés à l'exploitation immobilière et des frais et commissions liés aux opérations de transaction. L'OPCI règle ainsi la rémunération de la Société de gestion au titre de ses prestations liées à l'exécution des missions notamment de :

- Gestion de la SPICAV, à savoir notamment l'établissement de la stratégie d'investissement et du business plan général (plan d'activité général) de l'OPCI ainsi que l'allocation entre la poche immobilière, la poche financière et les liquidités, l'identification et l'évaluation des opportunités d'investissement, la détermination des modalités de financement des actifs immobiliers ainsi que, le cas échéant, des actifs financiers, la détermination des modalités de réalisation des actifs immobiliers, financiers et des liquidités de la SPICAV, les prestations liées aux obligations d'information de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et des Actionnaires, et notamment l'établissement du rapport annuel de gestion et des documents d'information périodique ;
- Gestion des actifs immobiliers (asset management immobilier), à savoir l'élaboration des stratégies d'acquisition, de construction, de financement, d'arbitrage et de commercialisation des actifs immobiliers, l'élaboration de la stratégie de gestion des actifs immobiliers et notamment l'établissement du plan de travaux à cinq ans prévu par l'article 422-164 du RG AMF et de sa mise à jour ;
- Suivi des montages attachés à l'acquisition ou à la cession d'actifs mentionnés aux 1° à 3° et 5° du I de l'article L.214-36 du Code monétaire et financier.

Elle est calculée à chaque Valeur Liquidative sur la base de l'Actif Net déterminé à la Valeur Liquidative précédente. Elle est payée trimestriellement.

Outre la rémunération de la Société de gestion, la SPICAV supporte également de façon récurrente, l'ensemble des frais et charges mentionnés ci-dessous :

- Les frais et charges liés à l'administration de la SPICAV et à sa vie sociale, notamment ceux du dépositaire, du commissaire aux comptes, les frais de fonctionnement des organes de gouvernance (comité de surveillance) notamment la rémunération de leurs membres, les éventuels frais de publication ;
- Les honoraires et frais liés à la valorisation des actifs, notamment ceux des évaluateurs immobiliers.

4.2 Frais d'exploitation immobilière

Ces frais recouvrent l'intégralité des frais et charges liés à la gestion du patrimoine immobilier, en particulier ceux liés aux travaux, fonction de la stratégie de la SPPICAV et des conditions de marché. La SPPICAV supporte essentiellement les frais mentionnés ci-dessous, dans la mesure où ils ne sont pas refacturés aux locataires et qu'ils ne sont pas immobilisables dans la comptabilité de l'OPCI :

- L'ensemble des charges des actifs immobiliers, notamment les loyers des baux à construction, de baux emphytéotiques ou autres, les impôts, taxes et redevances afférents aux actifs immobiliers non refacturés aux occupants, en ce compris notamment la taxe foncière, les taxes ou redevances sur les bureaux et locaux commerciaux, les fournitures d'éclairage, d'eau, de chauffage, de climatisation, de ventilation, et généralement toute consommation d'énergie et de fluides quels qu'ils soient, les primes d'assurances et commissions de courtage y afférentes, les frais du personnel affecté au gardiennage, à la sécurité, les honoraires d'administration de biens et de gestion du patrimoine immobilier (property management), l'ensemble des dépenses, frais et charges liés à la détention des parts et actions de sociétés immobilières ;
- L'ensemble des frais liés à la commercialisation locative, notamment les frais et commissions de location et de recherche de locataires et les frais et honoraires de gestion y afférents ;
- L'ensemble des dépenses d'aménagement, d'entretien, de nettoyage, de maintenance, de réparation, de remplacement et de mise en conformité à effectuer sur les immeubles et leurs équipements, en ce compris les honoraires techniques et juridiques y afférents (architectes, bureaux d'études, maîtrise d'ouvrage déléguée, notaires, avocats et évaluateurs, etc.) ainsi que les impôts, taxes et redevances y afférents ;
- Les honoraires de conseils divers, notamment liés à la gestion des contentieux ou autres entrants dans le cadre de l'activité de l'OPCI, dès lors que ces honoraires ne se rapportent pas à des contentieux découlant d'un manquement contractuel ou d'une méconnaissance des obligations légales ou réglementaires de la société de gestion.

4.3 Frais et commissions liés aux transactions immobilières et financières

4.3.1 **Frais liés aux opérations sur actifs immobiliers hors commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers**

Les frais suivants liés aux opérations de transactions immobilières viennent en supplément des commissions de mouvement :

- L'ensemble des frais afférents aux acquisitions et ventes d'actifs immobiliers, notamment les frais d'acquisition et de cession de tous biens et droits immobiliers ou titres de sociétés immobilières, les émoluments de notaires, les honoraires de conseils et les commissions d'agents ;
- Les frais d'actes, les impôts et taxes afférents aux actes, les frais d'audit, d'études techniques et d'évaluation des actifs, les frais d'audit techniques, juridiques et fiscaux, que lesdites opérations d'acquisition et de cession soient effectivement conclues ou qu'elles soient interrompues ou abandonnées pour quelque cause que ce soit ;
- L'ensemble des frais afférents à la construction des actifs immobiliers, notamment la rémunération des entreprises, des promoteurs, maîtres d'ouvrage délégués, maîtres d'œuvre, les honoraires techniques et juridiques (architectes, bureaux d'études, notaires, avocats et évaluateurs, etc.), ainsi que les impôts, taxes et redevances y afférents ;
- L'ensemble des frais afférents au financement des acquisitions ou des constructions des actifs immobiliers, que lesdites opérations d'acquisition ou de construction soient effectivement conclues ou qu'elles soient interrompues ou abandonnées pour quelque cause que ce soit, les commissions, intérêts, frais de couverture de taux et coûts des sûretés afférents aux financements et à leur remboursement.

4.3.2 **Commissions de mouvement liées aux opérations d'investissement et d'arbitrage sur actifs immobiliers**

Les commissions de mouvement d'investissement et d'arbitrage couvrent l'ensemble des diligences réalisées par la Société de gestion.

Ces frais feront l'objet d'un rapport soumis au conseil d'administration et visé par les Commissaires aux comptes.

L'assiette et le taux de cette commission sont détaillés dans le tableau figurant ci-après.

4.3.3 Commissions de mouvement liées à l'investissement en valeurs mobilières

Les frais de transaction sur valeurs mobilières incluent les frais d'intermédiation (courtage, impôt de bourse, etc) et la commission de mouvement, le cas échéant, qui peut être perçue sur chaque opération, notamment par le dépositaire.

Ces frais feront l'objet d'un rapport soumis au conseil d'administration et visé par les Commissaires aux comptes.

L'assiette et le taux de cette commission sont détaillés dans le tableau figurant ci-après.

Dans la mesure où de façon exceptionnelle un sous-conservateur, pour une opération particulière, serait amené à prélever des frais de transaction non prévus dans les modalités ci-dessus, la description de l'opération et de ces frais facturés sera renseignée dans le rapport de gestion de la SPPICAV.

4.4 Frais indirects

Les frais indirects comprennent les frais supportés par la SPPICAV relatifs aux investissements immobiliers et financiers réalisés indirectement.

Ils sont inclus dans les taux mentionnés aux rubriques précédentes car plus de 20% de l'actif peut être investi en sous-jacent immobilier indirect.

Pour toute information complémentaire, le souscripteur pourra également se reporter au rapport annuel de la SPPICAV.

L'attention de l'investisseur est appelée sur le fait que hormis les frais de fonctionnement et de gestion, la proportion maximale des autres frais par rapport à la valeur de l'actif net de la SPPICAV est susceptible de varier d'une année sur l'autre.

Annexe : Benchmark frais de gestion des assurances vies en unité de compte et des comptes titres

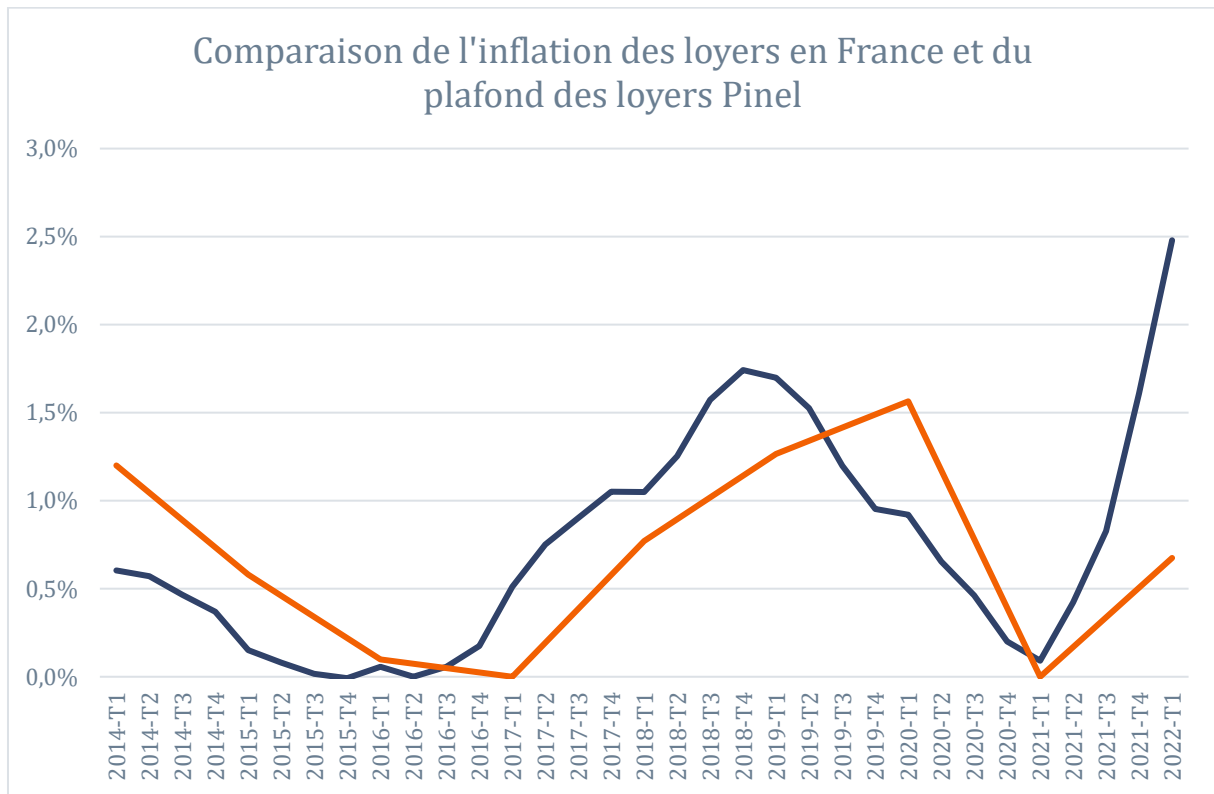
	Boursorama Banque	Aviva Evolution Vie	Linxea	Fortuneo Vie	Astoria Finance	Darjeeling	Evolution Vie	Placement-direct Vie	Moyenne	Médiane
Frais d'assurance vie en UC (annuel)	0,75%	0,6%	0,5%	0,6%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,63%	0,6%

	Boursorama Banque	Hellom Bank	ING	BforBank	Fortuneo	StartFinance Euronext	Bourse Direct	Bink	Interactive Brokers	Moyenne	Médiane
Frais de mouvement sur compte titres	0,12%	0,20%	0,50%	0,13%	0,20%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%	0,17%	0,12%

Les Frais de mouvement sur compte titres sont en % du mouvement effectué – les frais pour les meilleures formules ont été utilisés, ce qui est à l'avantage des particuliers.

Annexe : Evolution des plafonds des loyers Pinel depuis 2013

Années	Zones - prix au m ²					Zones - indice d'inflation					Moyenne France	Evolution annuelle de la moyenne France
	A bis	A	B1	B2	C	A bis	A	B1	B2	C		
2022	17,55 €	13,04 €	10,51 €	9,13 €		106,2	106,3	106,4	106,3		106,3	0,7%
2021	17,43 €	12,95 €	10,44 €	9,07 €		105,5	105,5	105,7	105,6		105,6	0,0%
2020	17,43 €	12,95 €	10,44 €	9,07 €		105,5	105,5	105,7	105,6		105,6	1,6%
2019	17,17 €	12,75 €	10,28 €	8,93 €		103,9	103,9	104,0	104,0		104,0	1,3%
2018	16,96 €	12,59 €	10,15 €	8,82 €		102,7	102,6	102,7	102,7		102,7	0,8%
2017	16,83 €	12,50 €	10,07 €	8,75 €		101,9	101,9	101,9	101,9		101,9	0,0%
2016	16,83 €	12,50 €	10,07 €	8,75 €		101,9	101,9	101,9	101,9		101,9	0,1%
2015	16,82 €	12,49 €	10,06 €	8,74 €		101,8	101,8	101,8	101,7		101,8	0,6%
2014	16,72 €	12,42 €	10,00 €	8,69 €		101,2	101,2	101,2	101,2		101,2	1,2%
2013	16,52 €	12,27 €	9,88 €	8,59 €		100	100	100	100		100	Moyenne = 0,68%



Sources : PrimeView, INSEE

Nous pouvons noter que l'inflation des plafonds de loyer est légèrement en retard par rapport à l'inflation des loyers en France, et reste très protectrice récemment.

L'inflation moyenne de l'indice de référence des loyers en France depuis 2013 est de 0,8 %, soit légèrement plus que celle des plafonds de loyers (0,68 %).

Annexe : Remarque complémentaire sur les données des permis de construire

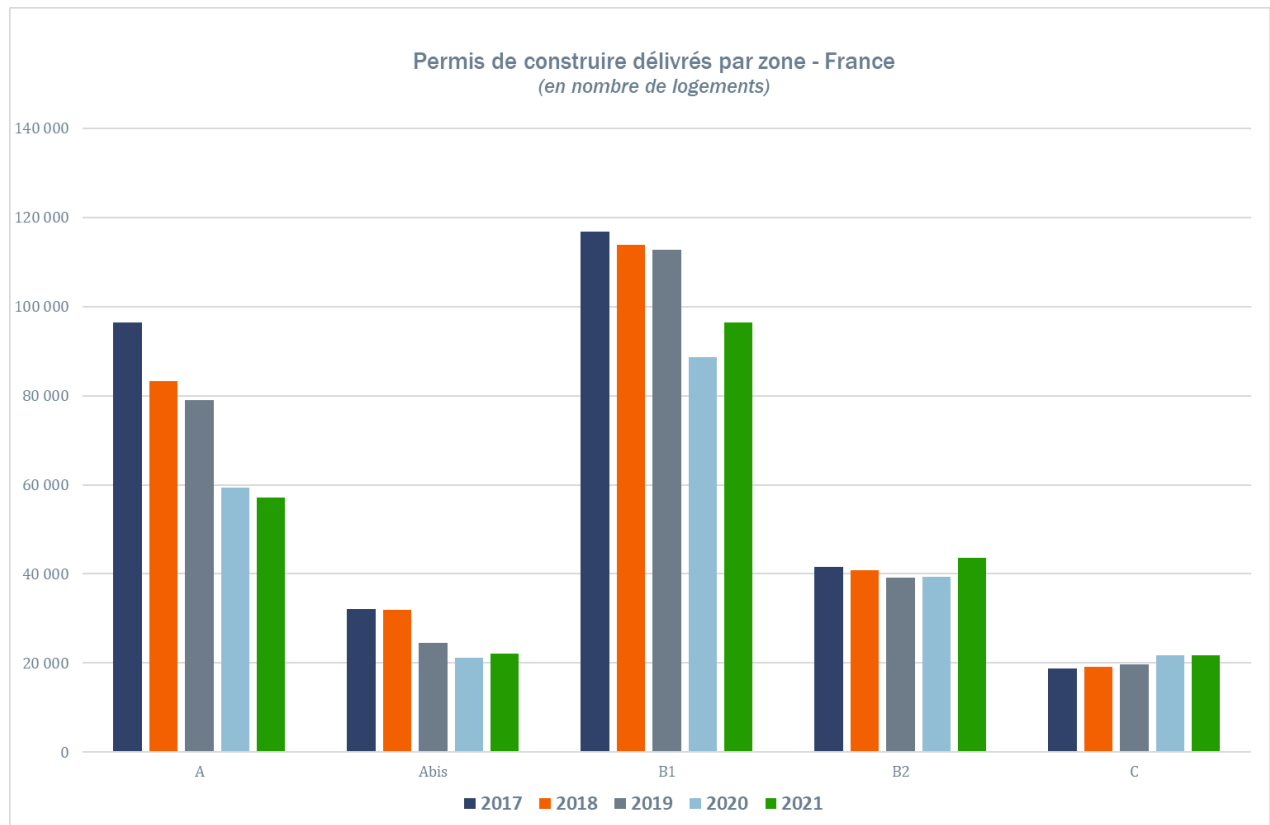
En 2019, dans notre étude sur le sujet, nous avons alerté sur le danger de retirer les dispositifs fiscaux incitatifs dans le domaine du logement intermédiaire à destination des investisseurs particuliers, ou même de diminuer l'ampleur de l'incitation fiscale.

Pour ce faire nous avons étudié les variations dans les différentes zones A, B1, B2 et C du nombre de demandes de construction de logements collectifs entre 2017 et 2018. En effet, 2018 était l'année de retrait de l'éligibilité de la zone B2 au dispositif Pinel. Comme nous le mentionnions à l'époque (p.17 de notre rapport de 2019) :

« L'année 2018 peut être considérée comme une année témoin, la zone B2 ne faisant plus partie des zones éligibles au dispositif Pinel. En analysant les permis de construire déposés entre les années 2017 et 2018 pour la construction de logements collectifs, nous avons pu évaluer si l'impact de ce changement de réglementation a engendré des changements significatifs.

Les variations constatées entre 2017 et 2018 sont éloquents. Si l'ensemble des permis de construire de logements collectifs a reculé -8,6 % toutes zones confondues, la chute atteint -13,5 % pour la zone B2 contre -7,3 % hors zone B2. En termes de logements créés, le repli est bien plus impressionnant : la chute atteint -42 % en zone B2 contre seulement -15,5 % hors zone B2 (et -15,3 % en zone A et B1). Il est d'ailleurs intéressant de noter que toutes les régions sont touchées par ce repli conséquent, même si c'est la région Bretagne qui semble avoir le plus souffert avec une chute de -68,6 % des logements collectifs ayant fait l'objet de permis de construire en zone B2 contre une baisse totale de « seulement » -25,5 % entre les deux années. Ces chiffres sont d'ailleurs en ligne avec les données que nous a transmises la Fédération de la Promotion Immobilière (FPI) de Bretagne : une enquête réalisée auprès de ses adhérents fait ainsi ressortir une chute de près de 85 % des logements construits envisagés en zone B2 entre les années précédant 2018 et la période allant de janvier 2018 à mars 2019. »

Cependant, force est de constater qu'une étude du nombre de permis de construire autorisés pour les logements collectifs par zone A/B/C sur des données plus récentes ne permet nullement de retrouver ces résultats.



Sources : PrimeView, Ministère de la Transition écologique, Sitadel

Nous constatons que les résultats évoqués en zone B2 à l'époque ne se retrouvent nullement dans ces chiffres.