



Chaire « Transitions démographiques, Transitions économiques »¹

Liquéfaction du patrimoine

Quelle faisabilité financière pour la liquéfaction du patrimoine immobilier ?

Rapport Mars 2017

Rapport de l'étude sur la liquéfaction et le transfert intergénérationnel du patrimoine immobilier des seniors, menée par Associés en Finance et présentée lors de la conférence du 22 Mars 2017.

Auteurs : *Arnaud Jacquillard* (Associés en Finance)
Pierre Charmion (Associés en Finance)

¹ La Chaire TDTE, dépendante de la Fondation du Risque, est dirigée par le Professeur Jean-Hervé Lorenzi.
Tél : 33 (1) 44 50 56 25

**Quelle faisabilité financière pour la liquéfaction du patrimoine
immobilier des seniors ?**

Avril 2017



223, rue Saint Honoré – 75001 Paris – France

Tél : 33 (1) 44 50 56 25

SOMMAIRE

Contexte de l'étude	3
Introduction	4
I. Arbitrage accession-location et proposition d'un dispositif	5
a. Les seniors ont-ils intérêt à rester propriétaires ?	5
b. Mise en place d'un dispositif de location-transmission	6
II. Construction d'un modèle d'évaluation du dispositif proposé	8
a. Comment évaluer l'intérêt d'un tel dispositif ?	8
b. Principales hypothèses d'évaluation.....	8
c. Conditions de la cession et opportunité	11
III. Résultats de l'évaluation du dispositif	13
a. Evaluation pour un ménage de seniors en fin d'activité	13
b. Eventualité de la mise en place d'une garantie de l'Etat	14
Conclusion.....	16

Contexte de l'étude

La réalisation de cette étude s'insère dans le cadre des réflexions de la Chaire "Transitions Démographiques, Transitions Economiques" sur les moyens de liquéfier le patrimoine immobilier des seniors et de faciliter son transfert vers les jeunes générations. Ces travaux ont donné lieu à la tenue d'une conférence le 22 mars 2017, en association avec la Caisse des Dépôts, l'Institut de l'Épargne Immobilière & Foncière (IEIF) et Associés en Finance.

Nos remerciements les plus chaleureux vont à la Chaire "Transitions Démographiques, Transitions Economiques", qui a su nous faire part de son expertise, de son œil critique et de son soutien tout au long de cette collaboration, et sans qui cette étude n'aurait pu voir le jour.

Introduction

Fin 2015, l'INSEE estime le patrimoine immobilier des ménages français à 6 619 Mds€. 63% des ménages français possèdent un patrimoine immobilier et 59% leur résidence principale, qui représente environ la moitié des actifs des ménages. Si l'accession à la propriété reste l'un des objectifs prioritaires des français, de fortes inégalités générationnelles se sont dessinées : à partir de 60 ans, 3 ménages sur 4 sont propriétaires d'au moins un bien immobilier, alors qu'ils ne sont que 17% chez les moins de 30 ans et seulement 50% chez les 30-39 ans, pourtant présents sur le marché du travail depuis plusieurs années. Les seniors français détiennent ainsi près de 60% du patrimoine immobilier et sont souvent libérés de leur emprunt : seuls 2,5% des plus de 65 ans français remboursent encore leur emprunt immobilier, contre 12% en Europe.

Les dernières décennies ont accentué le phénomène de paupérisation des jeunes, particulièrement touchés par le chômage et désormais surreprésentés parmi les locataires, ce qui a eu pour conséquence d'accentuer les inégalités de revenus entre générations. Par effet boule de neige, ces disparités de revenus se sont répercutées sur les patrimoines : les seniors, qui ont pu bénéficier de la hausse des retraites et de l'allongement de la durée de vie, ont constaté une revalorisation de leur patrimoine immobilier au cours de la forte hausse des prix des années 2000, pendant que les jeunes, davantage exposés au ralentissement économique et à ses conséquences sur l'emploi, ne parvenaient plus à accéder à la propriété. A cela s'ajoutent plusieurs évolutions sociétales, parmi lesquelles l'allongement des études, une installation en couple plus tardive ou un âge de l'héritage qui n'en finit plus de reculer.

Alors que les seniors, principaux détenteurs de patrimoine immobilier, devraient être les grands gagnants de ces mutations socio-économiques, on constate que leurs revenus, relativement faibles, ne leur permettent pas toujours de faire face aux besoins de financement importants (amélioration et adaptation de leur lieu de vie, recours à l'aide à domicile, etc.) auxquels ils sont confrontés. Théoriquement, leur patrimoine devrait jouer son rôle de réserve de consommation différée afin de leur permettre de subvenir à leurs vieux jours. En pratique, sa concentration sur le seul bien immobilier empêche la plupart d'entre eux de profiter du fruit de leurs économies passées, quand bien même la valeur de leur patrimoine devrait s'avérer largement suffisante par rapport à leur espérance de vie.

Cette étude a vocation à situer au centre du débat économique la recherche d'un mécanisme permettant de redonner de la liquidité au patrimoine des seniors. Dans un contexte de croissance atone, exploiter cette épargne immobilisée dans la pierre participerait à redonner du dynamisme économique et à instiller auprès des jeunes générations actives l'idée que leur épargne ne doit pas inéluctablement se porter vers l'acquisition d'un bien immobilier. La résolution de cette problématique permettrait de restaurer le pouvoir d'achat de nos aînés, tout en résorbant une partie des difficultés de financement des plus jeunes. Par ses effets indirects sur la mobilité, le chômage et l'investissement, la liquéfaction du patrimoine immobilier pourrait constituer un des vecteurs de retour à la croissance

I. Arbitrage accession-location et proposition d'un dispositif

a. Les seniors ont-ils intérêt à rester propriétaires ?

La question de l'arbitrage entre la location et l'accession à la propriété a fait l'objet de nombreux débats académiques. Parmi les arguments avancés, ceux relatifs à l'hypothèse du cycle de vie font partie des plus convaincants. La rationalité d'une décision est-elle identique à tout âge ? Le temps doit-il la remettre en cause ? Répondre à ces questions nécessite de s'interroger sur l'objectif qui incite les individus à accumuler un patrimoine, notamment immobilier. Si l'on s'inscrit dans le cadre théorique néoclassique, qui étudie le comportement des individus sous l'angle de l'utilité, épargner revient à transférer de la consommation présente dans le futur. Le logement, principal projet patrimonial des français, constitue ainsi une forme de réserve de consommation différée, à la fois destinée à pallier d'éventuels besoins imprévus et à anticiper la baisse des revenus consécutive à l'entrée en retraite.

Plusieurs facteurs vont alors influencer cette propension à renoncer à de la consommation immédiate, dont les principaux sont le degré de préférence pour le présent, le comportement face au risque et le profil de revenus : un individu avec une forte préférence pour le présent, une faible aversion au risque et un profil de revenus croissant aura tendance à rester locataire, estimant l'utilité procurée par sa consommation immédiate bien supérieure à ses modestes inquiétudes concernant son avenir. Les études empiriques menées confirment l'analyse néoclassique et permettent de mettre en valeur le rôle du cycle de vie sur la décision de détention : les jeunes célibataires ont tendance à rester locataires, étudiants et jeunes actifs valorisant la mobilité et la capacité à financer leurs projets personnels. L'installation en couple, et surtout l'arrivée des premiers enfants, allongent l'horizon temporel du ménage et renforcent la volonté d'accéder à la propriété. La question se déplace vers la capacité à constituer l'apport nécessaire, ce qui peut restreindre l'accès à la propriété contre la volonté (et l'optimum) de certains, à une période où la possibilité d'épargne a tendance à s'amenuiser. L'héritage tient alors un rôle primordial, facilitant l'accès à la propriété en accélérant la période de constitution de l'apport.

Comment la situation évolue-t-elle au moment du départ des enfants du foyer familial et à l'approche de la retraite ? Est-il toujours optimal de demeurer propriétaire ? Lorsque l'on raisonne pour des seniors, le raisonnement doit être légèrement ajusté : la préférence pour l'avenir s'apparente à une volonté de transmission, mais les besoins immédiats deviennent plus imprévisibles (restriction de la mobilité, risque d'entrée en dépendance, durée de vie incertaine, risque de décès du conjoint) et volatils. L'entrée en retraite correspond souvent à une période de déménagement des seniors, qui quittent leur domicile péri-urbain pour se relocaliser en centre-ville. Si certains privilégient alors le côté rassurant de la propriété, qu'en est-il de la rationalité de ce choix ? En restant propriétaires, ils revendiquent le souci de l'avenir de leurs héritiers et leur volonté de transmettre. Cependant, leur décision apparaît incohérente par rapport à l'objectif poursuivi : leurs enfants ont atteint un âge où la préférence pour le présent est importante et où le besoin de ressources disponibles, que ce soit pour

la réalisation de leur propre projet immobilier ou pour la création de leur entreprise, est prégnant. Reporter le moment de la transmission, sur un marché où la donation entre générations est possible, va à l'encontre de l'horizon temporel de leur famille, mais aussi de leurs besoins propres : alors qu'ils risquent de devoir faire face à des besoins imprévus, les seniors devraient profiter d'une opportunité de rendre liquide tout ou partie de leur patrimoine immobilier. Il en va de même pour le senior sans enfant ou sans volonté de transmission, qui devrait être incité, à mesure de la réduction de son espérance de vie, à profiter des économies qu'il a pu réaliser. Apparemment irrationnelle, la trop lente désaccumulation immobilière des seniors est en fait liée à un certain nombre de blocages spécifiques, notamment en termes d'organisation des échanges, de liquidité et de psychologie.

b. Mise en place d'un dispositif de location-transmission

Principaux détenteurs d'immobilier, les seniors n'en éprouvent pas moins d'importantes difficultés à disposer des ressources suffisantes pour faire face aux nouveaux besoins occasionnés par le vieillissement. Ceux-ci peuvent être de deux natures : les besoins subis, relatifs aux risques auxquels sont exposés les seniors, notamment du fait de la dégradation de leur état de santé (aménagement du logement, relocalisation en centre-ville, aide à domicile, communication, équipement de la personne, établissements spécialisés, centres de soins, etc.) et les besoins légitimes, qui concernent les projets positifs qu'ils sont en droit de réaliser (loisirs, tourisme, habitat, etc.). Alors que leur patrimoine était voué à financer leurs vieux jours, l'incapacité à faire fructifier cette réserve de valeur entraîne des situations ubuesques où les proches se substituent en dernier recours à l'insuffisance des mécanismes publics et privés pour prodiguer certaines prestations liées à la dépendance. Cette aide informelle, dont le montant annuel a été estimé à 8 Mds€ par la DREES et l'INSEE en 2008, représente un coût réel pour les aidants, notamment parce qu'ils peuvent être amenés à renoncer à certaines opportunités professionnelles ou être davantage exposés à certaines pathologies. Ainsi, dans une période de ralentissement économique et de chômage élevé, le dynamisme de la population active est entravé par la nécessité de venir en aide à leurs aînés, alors que ces derniers disposent d'un patrimoine inemployé théoriquement suffisant pour satisfaire leurs besoins personnels et assouvir leur besoin d'altruisme envers leurs héritiers.

Comment rendre partiellement liquide ce stock de richesse afin de mieux l'employer ? Le dispositif de location-transmission qui fait l'objet de cette étude vise à permettre aux particuliers de vendre leurs biens dans des proportions bien plus importantes qu'aujourd'hui. En contrepartie de l'achat de son bien par un investisseur institutionnel, le vendeur s'engagerait à rester locataire du bien vendu pour une période déterminée, renouvelable à son initiative dans des conditions prédéfinies. Le senior retrouve ainsi l'usage de son patrimoine, qu'il peut utiliser pour financer ses besoins propres. Il est assuré de pouvoir se maintenir à son domicile aussi longtemps qu'il le souhaite et peut transmettre la fraction qui lui paraît adéquate à ses héritiers au moment où leurs besoins sont les plus urgents.

Quels sont les investisseurs susceptibles de participer à ce dispositif ? La location-transmission propose aux investisseurs un cadre contractuel strict, une économie de démarches administratives et une très forte réduction du risque de vacance locative, gages de stabilité de leurs revenus. Alors qu'en France, la part des investisseurs institutionnels dans le parc locatif privé est passée de 14% à 4% sur les quinze dernières années, la mise en place du dispositif permettrait d'envisager leur retour dans le résidentiel, qui offre des perspectives de diversification de leur portefeuille significative : en effet, l'investissement dans le logement est un des seuls qui permette d'être exposé aux évolutions démographiques et sociétales, au contraire de l'immobilier commercial ou l'hôtellerie, dont les prix restent très corrélés aux cycles économiques. Pour répondre aux exigences de rendement des investisseurs institutionnels par une incitation financière, le dispositif serait complété par l'introduction d'une décote de cession, qui permettrait d'afficher un taux de rentabilité bonifié. Enfin, la mise en place d'une garantie de l'Etat sur le risque immobilier est également envisageable dans certaines zones : elle aurait pour conséquence de réduire le risque associé à la détention du logement, ce qui se répercuterait sur l'exigence de rentabilité des investisseurs et sur la décote de cession.

II. Construction d'un modèle d'évaluation du dispositif proposé

a. Comment évaluer l'intérêt d'un tel dispositif ?

Afin d'évaluer un tel dispositif en termes d'utilité intergénérationnelle, Associés en Finance a procédé à la valorisation actuarielle du patrimoine d'un ménage de seniors du point de vue de leurs héritiers. L'objectif de la modélisation est de comparer la valeur de l'héritage perçu dans des conditions dites classiques, c'est-à-dire sans donation intermédiaire, à la valeur de ce même héritage si le ménage de seniors optait pour le dispositif de location-transmission afin de rendre liquide tout ou partie de son patrimoine immobilier. Dans le second cas, le ménage de seniors transmet à ses héritiers une fraction de son épargne immobilière rendue liquide dès la mise en place du dispositif, sous la contrainte que le ménage soit en mesure de subvenir à l'ensemble de ses besoins, y compris liés à la dépendance, jusqu'à la fin de la vie de chacun de ses membres. Par la prise en compte d'une décote sur la cession de la résidence principale que le ménage continuera à occuper, l'arbitrage proposé au ménage consiste en l'obtention d'un moindre montant instantanément disponible à la donation contre un montant illiquide potentiellement plus important. Le modèle étant construit afin que le ménage soit en mesure de subvenir à l'ensemble de ses besoins quelle que soit la solution choisie, l'évaluation du dispositif porte sur l'intérêt des héritiers et la valeur que représentera l'héritage de leurs aînés.

Pour procéder à cette évaluation, Associés en Finance a modélisé l'évolution des recettes, des dépenses et de l'épargne d'un ménage de seniors jusqu'à la fin de leur vie.

b. Principales hypothèses d'évaluation

Les principales **hypothèses sociodémographiques** utilisées concernent :

- **L'espérance de vie** : elle a été fixée à 83 ans pour les hommes et 87 ans pour les femmes, ce qui correspond aux dernières données de l'INSEE concernant l'espérance de vie en France à 60 ans.
- **La dépendance** : elle constitue le principal risque susceptible de remettre en cause l'équilibre financier d'un ménage de seniors. Plusieurs profils ont été testés en intégrant ou non l'entrée en dépendance, en rendant celle-ci plus ou moins tardive, ainsi qu'en joignant ou différenciant la situation de chacun des seniors. Selon les dernières données de la DRESS, l'âge moyen d'entrée en dépendance est de 84 ans pour les femmes et 78 ans pour les hommes. L'âge d'entrée en dépendance et son évolution influence l'espérance de vie du senior : l'hypothèse d'une espérance de vie en dépendance de 6 ans a été retenue, quel que soit l'âge d'entrée en dépendance. L'évolution de celle-ci a été modélisée à l'aide des Groupes ISO Ressource issus de la grille AGGIR (Autonomie Gérontologie Groupes Iso Ressources) et des parcours dans la dépendance estimés conjointement par la DREES et

l'ENSAE sur la base des dernières données disponibles sur les bénéficiaires de l'APA (Allocation pour l'Autonomie). Les besoins liés à la dépendance ont été évalués grâce aux différentes études réalisées sur le coût de la dépendance à domicile, notamment par l'IGAS et la DGCRF, et en établissement, notamment par l'IGAS, la DRESS ou KPMG. Le reste à charge du ménage est calculé comme un multiplicateur du montant d'APA perçu, estimé grâce à la médiane des plans d'aide notifiés pour un niveau de dépendance donné, l'APA étant perçue entre le GIR 4 et le GIR 1.

- **La structure familiale** : la modélisation porte sur un ménage de seniors, au sein duquel chaque individu se voit affecter un âge qui fait l'objet d'une sensibilisation. Le ménage est supposé avoir un ou plusieurs héritiers, dont l'âge est également sensibilisé. Au décès, le patrimoine individuel revient aux héritiers et le patrimoine collectif est transféré au dernier vivant.

Lorsqu'il s'agit de modéliser le patrimoine et les revenus d'un ménage, la diversité des profils et les disparités territoriales ne permettent pas de construire un raisonnement sur la base d'hypothèses médianes. Afin de synthétiser la situation réelle, le territoire a été découpé en trois zones : Paris et la proche banlieue, les agglomérations de taille moyenne et les zones rurales.

A partir de ce découpage, les principales **hypothèses financières** utilisées concernent :

- **Le patrimoine du ménage** : il se répartit entre la résidence principale, le reste de l'immobilier et l'épargne considérée comme liquide. La valeur de la résidence principale a été estimée en fonction de la zone grâce aux données de l'INSEE et du baromètre des notaires établi par le Conseil Supérieur du Notariat. Le Tableau 1 ci-après présente les hypothèses d'évolution du prix de l'immobilier utilisées.
- **Les revenus du ménage** : les revenus du travail de chaque membre du ménage ont été estimés par zone, en fonction du revenu médian, de l'âge et du patrimoine individuel et collectif constitué. L'âge de la retraite est fixé à 65 ans, soit légèrement supérieur à l'âge légal de départ à la retraite actuel, et le taux de remplacement est fixé à 80%. Les revenus du capital concernent le patrimoine immobilier et le patrimoine liquide : les revenus du patrimoine immobilier ont été estimés par zone (cf. Tableau 1), sur la base du rendement locatif brut estimé grâce aux données de l'association CLAMEUR (Connaître les Loyers et Analyser les Marchés sur les Espaces Urbains et Ruraux). Le même rendement locatif a été utilisé pour la fixation du loyer payé par le ménage pour sa résidence principale après mise en place du dispositif de location-transmission. Par esprit de simplification et afin de s'affranchir de la prise en compte de vacance locative, le patrimoine immobilier du ménage est considéré comme constitué de la seule résidence principale. Le patrimoine liquide est investi à un taux d'intérêt égal au taux d'inflation, estimé constant et égal à 1,5% tout au long de la modélisation. En situation de dépendance, les montants d'APA sont calculés à partir de la médiane des plans d'aide notifiés pour le niveau de dépendance considéré.

- **La fiscalité** : l'impôt sur le revenu est calculé à partir du barème actuel et du nombre de parts du ménage, considéré comme sans enfant à charge. Le barème et le nombre de parts évoluent au fil de la modélisation : les tranches d'impôts sur le revenu sont révisées annuellement au taux d'inflation et le nombre de parts se réduit au décès du premier membre du ménage. Les frais liés à la dépendance donnent droit à une réduction d'impôt sur le revenu égale à 25% des dépenses, retenues dans la limite annuelle de 10 000 € par personne, soit une réduction d'impôt maximale de 2 500 € par personne. La taxe foncière et la taxe d'habitation sont estimées sur la base du loyer, fictif ou réel, associé à la résidence principale. En effet, les valeurs cadastrales constituent la base légale de calcul de ces impôts locaux, mais celles-ci n'ont pas été individuellement revues depuis 1970 et ne font l'objet que de l'actualisation nationale annuelle. Afin d'équilibrer leurs budgets, les communes ajustent le taux appliqué, qui présente ainsi une importante disparité sur le territoire national. Le loyer apparaît donc comme la référence pertinente afin de lier la taxe foncière et la taxe d'habitation de la valeur réelle de l'immobilier.

Tableau 1 : Découpage territoriale et hypothèses utilisées

Zones	Hypothèses		
	Progression annuelle de l'immobilier	Rendement locatif brut	TRI apparent
Zone 1 : Paris et la proche banlieue	1,5%	3,5%	5,0%
Zone 2 : Agglomérations de taille moyenne	0,0%	5,0%	5,0%
Zone 3 : Zones rurales	-1,5%	7,0%	5,5%

Source : Associés en Finance

- **Les dépenses du ménage** : les charges de copropriété ont été évaluées grâce aux enquêtes établies par Le Particulier. La part de ces charges non-récupérable par le propriétaire est estimée à 25%. Des travaux d'entretien et de restauration de la résidence principale sont également pris en compte pour un montant égal à 0,8% de la valeur du bien par an, ce qui correspond par exemple à 16 000 € tous les 10 ans pour un appartement estimé à 200 000 €. Comme vu précédemment, l'estimation des besoins liés à la dépendance se fonde sur différentes études qui constatent une augmentation des restes à charge avec le niveau de dépendance. Un coefficient multiplicateur croissant avec le niveau de dépendance (de 2x en GIR 4 jusqu'à 3x en GIR 1) a ainsi été appliqué aux montants des plans d'aide notifiés afin de modéliser la part non-financée par l'Etat. Les dépenses courantes du ménage sont estimées en fonction de ses revenus et de son âge : pour un ménage en fin d'activité (55/65 ans), dont les revenus n'ont pas encore été affectés par la retraite et qui n'a plus d'enfants à charge, les dépenses courantes permettent d'extérioriser une capacité d'épargne encore significative. Pour un ménage en retraite qui n'a pas été

confrontée à la dépendance (65/75 ans), les dépenses courantes sont estimées afin d'atteindre un équilibre financier entre les revenus et les charges qui ne nécessitent pas encore de faire appel à l'épargne pour subvenir aux besoins courants. A l'entrée en dépendance (75/80 ans), le ménage est progressivement confronté à la nécessité de puiser dans son épargne afin de faire face aux nouveaux besoins liés à la perte d'autonomie.

- **Les conditions d'héritage et de donation** : les droits de succession et de donation sont calculés selon le barème actuellement en vigueur, révisé de l'inflation au fil de la modélisation. L'abattement actuel de 100 000 € par héritier est également considéré dans le calcul.

c. Conditions de la cession et opportunité

Le succès du dispositif qui fait l'objet de cette étude résulte de la capacité à trouver des investisseurs susceptibles de se porter acquéreurs des biens immobiliers cédés par les ménages de seniors. Les inconvénients associés à l'immobilier résidentiel ancien ont entraîné la sortie massive des investisseurs institutionnels de ce marché, pointant du doigt les faibles rendements proposés et l'instabilité des relations entre propriétaires et locataires. La proposition d'un cadre contractuel strict est de nature à rassurer les acquéreurs, dans un contexte où la baisse des rendements obligataires contribue à revaloriser l'immobilier. De plus, le dispositif correspond à leur recherche de biens proposant des revenus réguliers assurés par des baux fermes et de longue durée, et ses avantages en termes de diversification de leur portefeuille ont été discutés plus haut. Cependant, l'argument financier demeure la meilleure façon d'inciter les investisseurs institutionnels à participer à la liquéfaction du patrimoine immobilier des seniors : en concédant une décote sur la cession de leur bien, les ménages de seniors contribueraient à améliorer l'espérance de rentabilité des investisseurs, facilitant ainsi leur participation au dispositif. La rentabilité exigée par un investisseur est fonction du risque associé à la détention de l'actif : en considérant des rentabilités exigées respectives de 6% en zone 1, 7% en zone 2 et 8% en zone 3, les décotes de cession par zone s'établissent respectivement à -17,5%, -25% et -25%. Ces taux de rentabilité exigés matérialisant le risque associé à la détention d'un bien immobilier dans la zone considérée, ceux-ci sont également utilisés comme taux d'actualisation au moment d'évaluer l'intérêt du dispositif.

Ainsi, la valeur de l'héritage sans donation intermédiaire correspond à l'actualisation des flux perçus par les héritiers au moment du décès des membres du ménage de seniors. En optant pour le dispositif de location-transmission, le ménage de seniors concède une décote sur la cession de son bien immobilier, en contrepartie de laquelle il est en mesure de donner instantanément une fraction de son épargne immobilière rendue liquide à ses héritiers. L'héritage est alors évalué par opportunité, en considérant que les héritiers utilisent la somme perçue pour l'acquisition d'un bien immobilier situé dans la zone du bien cédé par leurs aînés, alors qu'ils seraient demeurés locataires jusqu'à 35 ans avant d'acquérir leur résidence principale en contractant un emprunt sur 25 ans au taux de 3%. Ainsi,

grâce à cette somme perçue par anticipation, les héritiers font l'économie du paiement d'un loyer et obtiennent l'apport qui leur fait souvent défaut dans un contexte de recul de l'âge de l'héritage. Un projet de création d'entreprise peut également être utilisé comme référence d'opportunité : l'évaluation de l'héritage nécessite alors d'estimer le taux auquel les héritiers auraient pu obtenir cette même somme auprès d'un tiers, ce qui est moins transparent et plus dépendant du projet considéré.

Pour les seniors réfractaires à l'idée de redevenir locataires, le dispositif pourrait également être adapté afin qu'une partie des loyers puisse être précomptée dans la décote de cession. Ceci est rendu possible par la contractualisation précise des conditions de location, mais réintégrerait un aspect « pari sur la vie », dont l'absence permet de différencier le dispositif de l'ensemble des solutions viagères existantes, et nécessiterait un complément de prix en cas de non-renouvellement de l'engagement des locataires.

III. Résultats de l'évaluation du dispositif

a. Evaluation pour un ménage de seniors en fin d'activité

Dans un premier temps, le dispositif a été évalué pour un ménage de seniors quelques années avant leur entrée en retraite, constitué d'un homme de 60 ans et d'une femme de 55 ans, et dont les deux héritiers ont 25 ans de moyenne d'âge. L'intérêt du dispositif résultant de la possibilité de verser par anticipation une fraction de son patrimoine immobilier à ses héritiers, les ménages concernés doivent être propriétaires et disposer d'une situation financière suffisante pour subvenir à leurs besoins personnels sans appel à la solidarité.

Le Tableau 2 résume le patrimoine et les revenus de trois ménages types habitant les zones dont les caractéristiques ont été décrites plus haut, ainsi que le taux de rentabilité interne (TRI) obtenu par l'investisseur et la réévaluation de l'héritage occasionnée par le dispositif de location-transmission.

Tableau 2 : Découpage territoriale et hypothèses utilisées

	Zone 1	Zone 2	Zone 3
Revenus globaux	105 000 €	65 000 €	42 000 €
Patrimoine global	600 000 €	280 000 €	180 000 €
dont valeur de la résidence principale	540 000 €	252 000 €	108 000 €
<i>décote de cession</i>	-17,5%	-25,0%	-25,0%
Montant versé par l'investisseur	445 500 €	189 000 €	81 000 €
Montant donné aux héritiers	280 000 €	85 000 €	28 000 €
<i>taux de rendement locatif brut</i>	3,5%	5,0%	7,0%
Montant annuel perçu par l'investisseur	18 900 €	12 600 €	7 560 €
TRI obtenu par l'investisseur	6,0%	7,0%	8,0%
Réévaluation de l'héritage par le dispositif	126 347 €	20 165 €	7 224 €

Source : Associés en Finance

En zone 1, pour un patrimoine de 600 K€, le dispositif de location-transmission permet une réévaluation de l'héritage de l'ordre de 100 K€ à 150 K€. L'ampleur de celle-ci dépend de l'âge du ménage, de son taux d'épargne, des éventuels besoins liés à la dépendance, ainsi que du nombre et de l'âge moyen des héritiers. La forte valorisation de l'immobilier en zone 1 permet au ménage de dégager une somme significative, disponible pour la transmission aux héritiers, alors que les rendements locatifs restent limités. L'étalement de la transmission du patrimoine dans le temps occasionne une économie d'impôts, en héritant plus tôt d'une somme moins importante, qui pourrait être d'autant plus significative si le dispositif était complété par la mise en place d'une incitation fiscale.

En zone 2, pour un patrimoine de 280 K€, la réévaluation de l'héritage par la mise en place du dispositif de location-transmission est de l'ordre de 15 K€ à 30 K€. Relativement au patrimoine du ménage, cette réévaluation est moins importante qu'en zone 1. Ceci s'explique par une perception du risque et donc une exigence de rentabilité plus importante, qui rehausse la décote de cession et

restreint le montant versé par les investisseurs pour l'acquisition du bien. Le marché de l'immobilier étant moins tendu qu'en zone 1, l'arbitrage vers la location y est également moins favorable. Cependant, en optant pour le dispositif, le ménage réinjecte dans l'économie une part de son patrimoine non employée et permet à ses héritiers de se constituer l'épargne nécessaire à la réalisation de leurs projets, dans un contexte où la difficulté à se constituer un apport est un des principaux freins aux investissements.

En zone 3, pour un patrimoine de 180 K€, la valeur actualisée de l'héritage est peu sensible à la mise en place d'un tel dispositif. L'investissement dans les zones rurales est perçu comme particulièrement risqué : bien que le rendement locatif brut apparent y soit élevé, le risque de perte en capital dissuade les investisseurs. En optant pour le dispositif de location-transmission, le ménage de seniors doit ainsi accepter de payer un loyer élevé et de concéder une décote importante sur la cession de son bien, alors que la valorisation du marché immobilier ne lui permet pas de transmettre une somme significative à ses héritiers. Devant ce constat, le ménage trouve un intérêt équivalent à accepter la potentielle perte de valeur de son patrimoine pour se concentrer sur le financement de ses besoins fondamentaux, qui y sont proportionnellement plus importants que dans les deux premières zones. Ainsi, l'importance prise par le financement individuel de la dépendance limite la capacité à transmettre aux héritiers. Le dispositif de location-transmission peut trouver son intérêt en cas de nécessité de financement d'une somme significative, qui ne pourrait être obtenue autrement que par la mise en contribution du patrimoine du ménage.

b. Eventualité de la mise en place d'une garantie de l'Etat

Le dispositif de location-transmission semble particulièrement adapté aux zones tendues et transposable aux agglomérations de taille moyenne. En zone 1, l'espérance de rentabilité proposée apparaît cohérente avec les attentes des investisseurs institutionnels, compte tenu de l'absence de risque de vacance locative, du strict cadre contractuel et du risque limité de baisse des prix de l'immobilier. En zone 3, le dispositif peut trouver son utilité comme un recours en cas de besoin de financement, mais il ne peut participer à la transmission du patrimoine vers la jeune génération. Il reste à considérer le cas de la zone 2 : les résultats obtenus par la location-transmission tendent à penser que le dispositif pourrait s'y avérer efficace, mais un choc incitatif permettrait d'en accentuer l'effet, en neutralisant les freins psychologiques résiduels et en déverrouillant l'investissement.

Afin de restaurer la confiance des investisseurs sans incidence budgétaire à court-terme, cette incitation pourrait prendre la forme d'une garantie de l'Etat sur l'évolution des prix de l'immobilier. Le fonctionnement d'une telle garantie pourrait être le suivant : au décès des locataires, ou à la fin de leur engagement s'ils ne l'ont pas renouvelé, l'Etat compenserait l'éventuelle perte en capital de l'investisseur si le prix du bien s'avérait inférieur à son prix d'acquisition et qu'il décidait de le céder sur le marché. La mise en place d'une telle garantie agirait comme un signal de la confiance de l'Etat dans la valorisation du marché immobilier et rassurerait les investisseurs, qui seraient alors

disposés à reconsidérer l'immobilier résidentiel. L'horizon d'exercice de la garantie étant lointain, son entrée en vigueur ne nécessiterait aucun financement immédiat et son mécanisme pourrait s'auto-satisfaire en participant à la confiance dans les prix de l'immobilier.

D'un point de vue financier, le coût d'une telle garantie peut être évalué comme une option de vente au terme de l'espérance de vie des locataires, dont le prix d'exercice est le prix d'acquisition diminué des frais de transaction qu'occasionnerait le rebalancement de son portefeuille pour acquérir un bien similaire au prix de marché. Pour le ménage de seniors discuté plus haut, sous l'hypothèse d'une espérance d'évolution des prix de l'immobilier nulle en zone 2 et d'une volatilité des prix de 5%, la méthode de Monte-Carlo permet d'évaluer cette garantie à 9,0% de la valeur du bien ou 4,9% compte tenu d'une actualisation au taux sans risque. Compte tenu d'une durée moyenne de détention du bien de 30 ans, cette garantie représente une prime annuelle de 0,30% de la valeur du bien ou 0,16% en tenant compte de l'actualisation. Cette garantie pourrait ainsi être intégralement prise en charge par l'Etat ou facturée aux investisseurs contre une prime annuelle dont l'impact sur leur rentabilité serait marginal. En réduisant significativement le risque pris, elle limiterait l'exigence de rentabilité des investisseurs et occasionnerait une décote moins importante, ce qui contribuerait à l'attractivité du dispositif. Sous l'hypothèse que l'investissement dans un bien en zone 2 avec garantie de l'Etat présenterait un profil de risque similaire à l'investissement dans un bien en zone 1 privé de cette garantie, sa mise en place réduirait la décote exigée par les investisseurs en zone 2 de -25% à -15%. Le dispositif de location-transmission permettrait alors de dégager entre 20 K€ et 30 K€ supplémentaires sur la cession du bien immobilier, directement disponibles pour les héritiers.

Conclusion

Le patrimoine immobilier des ménages français constitue une source de valeur inemployée, dont la mise au service de l'économie pourrait constituer un des vecteurs de retour à la croissance. Si la forte hausse des prix de l'immobilier lors des années 2000 a été assez uniformément ressentie sur le territoire national, elle a contribué à l'accroissement des inégalités entre les seniors, principaux détenteurs d'immobilier, et la jeune génération, qui se retrouve écartée des zones les plus dynamiques par des prix du logement souvent prohibitifs.

Si les seniors revendiquent le souci de l'avenir de leurs héritiers, aucune désaccumulation immobilière n'a été observée au cours des dernières années, pourtant marquées par le chômage massif de la jeune génération. Ceci s'explique par les difficultés psychologiques éprouvées pour céder la propriété de leur résidence principale, mais aussi par l'absence d'investisseurs susceptibles de se porter acquéreurs des biens mis sur le marché. Découragés par les faibles rendements proposés et l'instabilité des relations entre propriétaires et locataires, les investisseurs institutionnels sont progressivement sortis de l'immobilier résidentiel, délaissant le marché aux particuliers.

Le dispositif de location-transmission qui fait l'objet de cette étude s'attaque au problème à la racine en proposant aux seniors de se désengager du marché immobilier en acceptant de céder leur résidence principale à un investisseur institutionnel. Cette transaction serait réalisée contre l'engagement de rester locataire du bien vendu pour une période déterminée, renouvelable à leur initiative dans des conditions prédéfinies. Le dispositif permet de lever la plupart des contraintes qui obstruent la circulation des biens : son cadre contractuel strict, l'exposition aux facteurs démographiques et sociétaux, l'introduction d'une décote de cession et l'éventuelle mise en place d'une garantie de l'Etat sont autant de critères de nature à convaincre les investisseurs institutionnels.

L'évaluation de ce dispositif sous l'angle de l'utilité intergénérationnelle conduit à conclure qu'il est particulièrement adapté aux zones tendues et transposable aux agglomérations de taille moyenne. En acceptant une décote sur la cession de leur bien immobilier afin d'anticiper la transmission de leur patrimoine, les seniors constatent une réévaluation de leur héritage en permettant à leurs héritiers de se constituer l'épargne nécessaire à la réalisation de leurs projets. Dans les zones intermédiaires, le dispositif pourrait être complété par la mise en place d'une garantie de l'Etat sur les prix de l'immobilier, qui stabiliserait le marché et ne nécessiterait aucun financement immédiat.

Le regain d'intérêt des investisseurs institutionnels pour l'immobilier résidentiel constitue une opportunité décisive pour la mise en place du dispositif. En leur proposant une rentabilité attractive, en réduisant leur risque, en restaurant la confiance et en consolidant les relations bailleurs/locataires, il permet de résoudre l'essentiel des contraintes à l'origine de leur désengagement des dernières décennies. Leur retour contribuerait à l'assainissement du marché, favoriserait le développement d'un parc de logements abordables et rendrait aux seniors, devenus les principaux détenteurs d'immobilier résidentiel, la capacité à utiliser leur patrimoine comme bon leur semble.