

# Fonds fonciers de pension

## Des placements fonciers pour financer les retraites ?

*Pourquoi ne pas placer les fonds de pension dans l'achat de terrains à bâtir ? Cela offrirait aux souscripteurs une garantie sur le très long terme, supérieure à celle des fonds boursiers envisagés qui risquent d'être anéantis à l'occasion d'une crise financière mondiale. On obtiendrait aussi un effet de relance sur l'activité économique intérieure plutôt que de nourrir une exportation de capitaux. Pour mettre en œuvre une telle orientation, la création d'une formule de " leasing foncier " semble de loin préférable à celle du bail à construction.*

Du fait de la contrainte démographique, la prochaine génération sera sans doute incapable d'assurer par ses seules cotisations sociales le versement des retraites, nous expliquent les spécialistes<sup>1</sup>. Avec la création de systèmes de retraites complémentaires par capitalisation, c'est bien toujours, en fin de compte, la population active qui supportera les retraités, mais au lieu de le faire à travers la solidarité d'une parafiscalité, ce sera pour rémunérer ou racheter le patrimoine détenu par les retraités.

Le débat politique qui s'est développé au cours des trois derniers mois, à l'occasion de la discussion de la proposition de loi du député UDF Jean-Pierre Thomas à la Chambre et au Sénat<sup>2</sup> n'a en définitive porté que sur ses aspects fiscaux. En dégageant de l'impôt progressif sur le revenu les sommes souscrites aux fonds de pension, ce sont surtout, en effet, les cadres les mieux payés que l'on incite à se constituer une retraite complémentaire, alors que la masse des ménages restera en dehors du système, n'ayant aucune incitation particulière à y participer, dans la mesure où elle le pourrait, puisqu'elle n'est pas ou peu imposable. Une autre objection émanait des gestionnaires des caisses de retraite qui redoutaient qu'en distraquant de l'assiette des cotisations sociales une partie des salaires les plus élevés, on ne réduise prématurément les ressources du système actuel de retraite fondé sur la solidarité.

Ces questions sont importantes, mais elles ne sont pas essentielles. Sauf à ne voir dans les fonds de pension qu'un produit financier de défiscalisation destiné à prendre le relais de " l'assurance-vie ", on peut imaginer qu'une nouvelle loi corrige la précédente sur ses aspects inégalitaires tout en conservant le système dont l'application pourrait alors être élargie aux salariés plus modestes qui seront les premiers à avoir besoin de retraites complémentaires. Ces questions ne seront donc pas discutées ici. Elles négligent deux points plus fondamentaux qui tiennent au principe même des fonds de pension. D'une part, la fiabilité du système pour les cotisants, et d'autre part son utilité économique réelle pour le pays, dans l'actuel contexte de sous-emploi. Or, le dispositif adopté par le Parlement ne semble répondre à aucun de ces deux critères : il ne donne pas aux cotisants de garanties assez solides de récupérer leur mise, et il aura, à la marge, un effet plutôt négatif sur l'emploi.

L'objet de cette réflexion est donc d'imaginer les moyens susceptibles d'assurer à la fois une meilleure sécurité sur la très longue durée pour les cotisants, et dans l'immédiat, une certaine dynamique économique plus favorable à l'emploi.

## Sécurité

Sécurité d'abord. En dépit des affirmations des uns et des autres, la version française des fonds de pension n'offre pas de garanties spécifiques à l'échelle du demi-siècle. Elle se contente de transposer les règles prudentielles mises en œuvre pour les fonds communs de placements à court et moyen terme. Les précautions à prendre ne sont pourtant pas les mêmes. Dans un fonds de placement de type SICAV, il est facile aux épargnants de surveiller les performances de leur titre, de les comparer avec celles des titres concurrents (les tableaux comparatifs de la presse spécialisée les y aident au besoin), et de revendre à tout moment s'ils ne sont pas satisfaits.

Une telle liquidité n'existe évidemment pas dans un fonds de pension. Une fois qu'un salarié y cotise, il n'est pas question qu'il s'en retire. Tout au plus peut-il cesser de cotiser, au prix de certaines pénalités sans doute. Normalement, il doit y rester à vie, puisque la contrepartie sera le service d'une rente viagère à l'âge de la retraite. Il est donc demandé au jeune cadre de vingt-cinq ans qui commencera à cotiser à un fonds en 1997 d'avoir confiance ou de croiser les doigts pour qu'en 2037 les engagements pris quarante ans plus tôt soient tenus et qu'il y ait bien de quoi lui servir une rente jusqu'à sa mort en 2062 (s'il vit quatre-vingt dix ans).

D'ici là, les gestionnaires du fonds auront toute liberté pour utiliser les énormes capitaux captifs mis à leur disposition (à quelques réserves près, comme par exemple ne pas investir plus de 5 % du fonds sur la même société<sup>3</sup>). Certes, il y aura des contrôles, une représentation des cotisants, des commissaires aux comptes, des bilans annuels. Mais chacun sait ce que valent ces derniers.

Les mésaventures récentes de certains grands établissements financiers sont là pour rappeler que les valeurs comptables portées dans un bilan peuvent n'avoir, en toute légalité, que des relations distendues avec les conditions économiques du moment... tant qu'ils n'ont pas à subir l'épreuve du réel. Or, dans un fonds de retraite, même la pire des gestions ne posera aucun problème sérieux au cours d'une longue période initiale. L'épreuve du réel ne surviendra que plusieurs dizaines d'années plus tard, lorsque les pensions à verser deviendront égales, puis supérieures aux nouvelles cotisations collectées.

Les tentations ne manqueront pas. A-t-on déjà oublié, par exemple, les sociétés de defaisance, présentées, il y a trois ou quatre ans encore, comme le fleuron de l'ingénierie financière et dont la seule fonction était de porter des actifs pour une valeur fictive en attendant qu'un jour, peut-être, le marché redevienne favorable ? Si les fonds de pension avaient déjà existé, n'aurait-on pas trouvé une formule voisine afin que chaque groupe utilise les siens pour porter quelque temps les créances de ses sociétés en difficulté jusqu'au redémarrage du marché de l'immobilier ? Mais on sait qu'il ne repartira pas. Qu'advient-il des fonds de pension placés en bourse à l'issue de la première crise majeure qui se présentera ? Certes, il n'y a pratiquement aucun risque pour demain matin. Mais c'est sur cinquante ans qu'il faut raisonner et il serait absurde de croire qu'il n'y en aura pas d'ici là. Les experts qui affirment que, l'un dans l'autre, la bourse monte toujours, que le cours des actions françaises a été (en francs constants) multiplié par quatre depuis 1982, oublient qu'il avait été divisé par quatre au cours des vingt années précédentes.

## **Utilité économique**

Utilité économique ensuite. Le système envisagé consiste à drainer vers les bourses et les marchés financiers l'épargne collectée sous forme de cotisations. Celles-ci auront peu ou prou le même statut que les cotisations sociales prélevées sur les salariés, à la différence près qu'elles seront volontaires et n'intéresseront vraisemblablement que les employés les mieux payés des entreprises privées les plus prospères (pour être capables de dégager ce surcoût salarial). Dans l'immédiat, le principal effet économique sera de doper les marchés boursiers nationaux, mais une grande partie des fonds sera sans doute dirigée sur les titres étrangers offrant une meilleure rentabilité.

à l'échelle de l'économie nationale, comment est-il possible d'expliquer que les Français ne consomment pas assez (donc qu'ils épargnent trop), tout en mettant en place des systèmes incitatifs à la constitution d'une nouvelle épargne à long terme ? Tous les économistes ne s'accordent-ils pas à expliquer que nos entreprises ont davantage besoin de commandes que de recapitalisations en cette période où les taux d'intérêt sont particulièrement bas ? Sans vouloir en exagérer l'influence qui restera marginale, il est clair que ce n'est pas en dirigeant vers les bourses étrangères le supplément d'épargne collecté par les fonds de pension qu'on contribuera à une relance de l'activité économique en France.

Un système d'affectation des fonds de pension à l'investissement foncier pourrait au contraire répondre simultanément à ces deux préoccupations. L'idée de dissocier la propriété du terrain et la propriété de la construction, en édifiant des bâtiments sur des terrains loués, n'est pas neuve. Dans les années 70, elle était même présentée comme la panacée. Elle pouvait cependant recouvrir trois objectifs assez différents.

## **Relance du bâtiment**

Le premier était d'ordre social. On se plaçait dans l'hypothèse où la propriété du terrain resterait dans la sphère publique tandis que celle de la construction serait privée. Il s'agissait alors de faire bénéficier la collectivité des plus-values foncières, avec l'argument que les augmentations ou les pertes de valeur d'un terrain ne dépendaient pas de son propriétaire, mais du développement de la ville dans son ensemble.

Ce mode de récupération des plus-values semble pourtant assez illusoire. Le fait que le terrain soit loué n'empêche pas le propriétaire de la construction située dans un quartier dont la valeur augmente, de bénéficier de plus-values, tandis que la collectivité propriétaire du terrain devra attendre la fin du bail pour réaliser la sienne, cinquante, voire quatre-vingt-dix-neuf ans plus tard. Il faudrait sinon indexer le loyer du terrain à la valeur foncière du quartier, système fort complexe à mettre en œuvre, alors qu'il existe une solution toute simple aboutissant au même résultat, qui consiste à augmenter les impôts annuels dans les quartiers dont les valeurs augmentent.

Un second objectif, d'ordre urbanistique, supposait lui aussi que les terrains restent publics. Il s'agissait de faciliter, pour les générations futures, la reconstruction de la ville sur elle-même, en donnant progressivement à la collectivité la maîtrise foncière de la ville. à la longue, il s'est lui aussi révélé un peu naïf. Dans les pays comme la Suède qui pratiquent depuis longtemps la location des terrains publics, et dont les baux fonciers arrivent maintenant à terme, les propriétaires des constructions et occupants des logements, qui sont aussi des électeurs, parviennent facilement à faire pression pour rester en place et à se faire reconnaître propriétaires du terrain pour un prix symbolique. Il n'y a que dans les pays où le propriétaire foncier est de statut privé (Angleterre, Japon) qu'il parvient à récupérer effectivement la libre disposition de son terrain en fin de bail, sous la menace d'une action en justice. Mais le résultat laisse là aussi à désirer

car, à l'approche du terme du bail, les propriétaires des constructions n'ont plus de raison de les entretenir et elles vieillissent prématurément.

Le troisième objectif, économique, était de favoriser l'investissement immobilier en ramenant son montant au seul financement de la construction. Le résultat attendu était une réduction de l'endettement des jeunes actifs en période d'accession à la propriété (donc une amélioration de leur solvabilité) et une facilitation de l'investissement locatif, avec dans les deux cas une relance de l'activité économique du bâtiment.

Ce dernier objectif garde toute sa validité. Mais sa mise en œuvre suppose une personne ayant une raison logique de réaliser un placement à si long terme, et qui accepte une rémunération modeste en échange d'une très grande sécurité. Ce n'est certainement pas le cas d'une collectivité publique, obligée d'emprunter y compris à court terme pour couvrir ses déficits. Une telle logique de placement correspond en revanche parfaitement aux besoins des fonds de pension, qui vont monter en puissance.

Il existe une parfaite adéquation entre le placement foncier et le financement de compléments de retraites :

- la recherche de la sécurité l'emporte sur la recherche du rendement,
- le coût de gestion est très faible,
- la transparence et le contrôle de cette gestion sont faciles à assurer,
- la durée du placement (une cinquantaine d'années) est cohérente avec une perspective de constitution de rentes viagères.

L'économie globale du système est d'une parfaite lisibilité. Une génération finance les terrains dont la génération suivante a besoin pour construire des logements. En contrepartie, elle recevra un supplément de retraite financé par les loyers de ces terrains.

### ***Leasing foncier***

à première vue, la formule du bail à construction semble convenir. L'expérience prouve cependant qu'elle ne parvient pas à s'implanter en France car elle ne satisfait pas les preneurs. Le Français n'accepte pas l'idée que sa propriété puisse être à durée limitée, fût-ce de quatre-vingt-dix-neuf ans. Dans tous les cas, le dénouement du bail pose problème. Si celui-ci prévoit que la construction revient gratuitement au propriétaire du terrain au terme du bail, on a vu que le bâti que celui-ci récupérera sera dévalorisé. Si le propriétaire foncier doit au contraire récupérer un terrain nu en fin de bail (comme c'est le cas au Japon où, traditionnellement les constructions étaient en bois démontables), l'incohérence du système est encore plus grande dans la mesure où il est impossible de prévoir exactement la durée de vie d'une construction pour y caler la durée du bail sur le terrain.

En pratique une négociation à l'issue aléatoire s'engage donc entre les deux parties à l'approche du terme du bail. Vouloir remédier à cette insécurité juridique en prévoyant l'achat optionnel du terrain en fin de bail, aux conditions du marché, par le propriétaire de la construction, n'est pas non plus gérable car un pari à si long terme, sur les évolutions des valeurs de marché d'une génération à l'autre, est inconcevable.

Il est donc beaucoup plus efficace d'inverser l'approche juridique habituelle et de prévoir le retour à terme de la propriété du terrain au propriétaire de la construction. Dans cette perspective, quitte à abandonner des objectifs sociaux et urbanistiques illusoire, la formule à adopter ne serait plus l'une ou l'autre variante du système du bail, mais celui du leasing foncier (sorte de location-vente du terrain) financé par les fonds de retraite. Le transfert de la propriété du terrain au propriétaire de la construction se ferait

automatiquement à l'issue du versement du dernier loyer, contrairement à ce que prévoit la législation française actuelle.

Pour que le système intéresse les acquéreurs de logements (ou de tout autre programme immobilier), il faut que la durée de ce leasing foncier soit nettement plus longue que la durée d'amortissement des emprunts contractés pour construire. Idéalement, elle devrait être aussi longue que l'espérance de vie minimale prévisible de la construction, raisonnablement entre cinquante et soixante-dix ans.

### ***Fonds foncier de pension***

Sous certaines conditions, le coût de sortie d'une opération immobilière bénéficiant d'un leasing foncier devrait se trouver réduit non pas seulement du montant de la charge foncière, mais aussi d'une partie des frais financiers. En effet, pendant les trois ou quatre années nécessaires au montage et à l'aboutissement de l'opération, le promoteur doit rémunérer les fonds propres ou empruntés qu'il a consacrés à l'achat du terrain, à des taux d'intérêt très élevés, contrepartie des risques qu'il prend.

Mais il n'est évidemment pas question qu'un fonds de pension vienne prendre des risques à sa place. Il serait en effet tentant, pour un promoteur, de faire acheter (cher) un terrain à un fonds foncier de pension (FFP), puis de disparaître si jamais la perspective économique de l'opération venait à se retourner. Il ne laisserait alors au FFP que la propriété d'un terrain, acheté trop cher, ne produisant pas de loyers, qui devrait être revendu à perte.

Le FFP doit donc disposer, dès l'achat du terrain, sinon d'un engagement du ou des acquéreurs finaux, au moins d'une garantie bancaire d'achèvement de la construction. Dès que cette garantie est obtenue, le promoteur est à la fois le vendeur du terrain au FFP puis son premier locataire. La commercialisation du programme s'accompagne ensuite automatiquement de la cession du leasing foncier. Si une copropriété est créée, elle devient titulaire du leasing. Et au cas où le programme n'est pas vendu aussi cher que prévu, c'est bien le promoteur (ou sa banque), qui supporte la totalité de la perte dans la mesure où le montant du loyer du terrain a, lui, déjà été fixé lors de la signature du leasing.

Le principal avantage économique du montage reste alors la possibilité de financer la partie foncière des coûts de sortie de l'opération par un financement beaucoup plus long et à taux plus bas que les financements habituels dont peut bénéficier un acquéreur de programme immobilier (4 % hors inflation au lieu de 6 %, voir tableau).

Comme on peut le constater, le système ne présente de réel avantage que lorsque la charge foncière est forte. C'est le cas des opérations immobilières en tissu existant. Cependant, dans les secteurs périurbains où les terrains sont les plus chers (banlieue parisienne, littoral méditerranéen) avec des lots individuels dont la valeur dépasse 300 000 F et atteint parfois 500 000 F, un financement par un fonds de pension se justifierait tout autant. Des accords entre fonds de pension et lotisseurs sont alors envisageables de telle sorte que l'ensemble des lots commercialisés soient acquis par un fonds de pension au fur et à mesure de leur construction, ou de la garantie bancaire d'achèvement de cette construction.

Il n'est pas non plus évident que des montages spécifiques doivent être recherchés pour financer le foncier des logements sociaux. Pourquoi ne pas imaginer que les FFP financent selon les mêmes règles et dans des conditions de rentabilité identiques au secteur dit " libre " des opérations du secteur dit " social " ? La collectivité publique n'aurait plus alors à intervenir directement ou indirectement pour subventionner l'acquisition de terrains destinés aux logements sociaux jusque dans les quartiers les

plus chers (dans le but, par exemple de favoriser le brassage social). Un fonds de pension réaliserait l'investissement à sa place au prix du marché, puis les crédits publics interviendraient en flux pour financer les surcoûts des loyers dus au foncier sans avoir à immobiliser inutilement ses moyens d'intervention.

Cette solution aurait accessoirement un autre avantage. Elle rappellerait que tel ou tel programme bien situé représente un coût foncier beaucoup plus élevé qu'un autre, et elle empêcherait qu'il soit bradé quelques années plus tard au profit de quelques bénéficiaires chanceux ou mieux soutenus, sous couvert d'accession " sociale " à la propriété.

Si un FFP finance l'acquisition, en tissu existant, d'un terrain à bâtir bénéficiant de tous les équipements, sans doute sera-t-on tenté de lui faire financer, dans les secteurs en cours d'aménagement, non seulement l'acquisition du foncier brut mais aussi son équipement. Ce serait pourtant une erreur encore plus lourde de lui laisser courir un " risque aménageur " plutôt qu'un " risque promoteur ". Le fonds de pension ne doit pas intervenir tant qu'il n'existe pas sur le terrain de construction garantissant le leasing du terrain ou, au moins, une garantie de bon achèvement fournie par une banque.

L'attractivité du montage dépendra aussi du montant et de la date de paiement des droits de mutation. Il serait évidemment très pénalisant de considérer que la vente a eu lieu dès la date de signature du leasing foncier afin de percevoir tout de suite les droits, ce qui nuirait à l'objectif de minimiser l'investissement. La moindre des choses serait d'obtenir une égalité de traitement avec les fonds de pension qui réaliseront des placements boursiers et d'obtenir au moins que les droits éventuels ne soient payés qu'en fin de leasing, au moment du dernier versement, celui qui aboutit au transfert de propriété du terrain.

### ***Garantie juridique maximale***

La garantie du fonds de pension sera totale si le leasing foncier est organisé comme un droit réel attaché à la construction et cédé automatiquement avec celle-ci à chaque mutation. En cas de défaut de paiement d'un acquéreur, le FFP conserve jusqu'à la fin du leasing la propriété intégrale du terrain en garantie, puis la propriété de la construction elle-même si le contrat de leasing est rompu. En effet, on retourne alors dans le droit commun selon lequel la propriété de la construction revient au propriétaire du terrain, sans qu'il soit besoin de passer par un système d'hypothèque.

L'idée avait déjà été émise dans le passé<sup>4</sup> de localiser l'ensemble de ces fonds d'investissement foncier dans une sorte de " caisse centrale de rente du foncier ", qui dépendrait probablement de la Caisse des dépôts et consignations. L'État aura toujours mieux à faire de ses ressources que de les immobiliser à long terme pour se constituer des rentes, même si c'est pour garantir le versement de futures pensions.

Le montage de FFP concurrents entre eux, dotés d'une autonomie de gestion tout en étant soumis aux mêmes règles de fonctionnement, percevant directement des cotisations et versant des rentes viagères, est donc préférable. Dans le cas des terrains subventionnés pour l'implantation de logements sociaux, le recours à une caisse centrale d'État ne se justifie pas mieux, d'autant qu'en pratique ce sont les collectivités locales et non l'État qui financent la part principale du foncier.

Est-il souhaitable d'instaurer des règles prudentielles imposant un pourcentage de leasing foncier à chaque fonds de pension ou vaut-il mieux créer des fonds de pension spécialisés, avec une série de dispositifs spécifiques (règles de gestion, contrepartie fiscale) à la clé ? Par souci de clarté, cette seconde solution semble préférable, quitte à ce que les fonds de pension boursiers placent une partie de leur collecte dans un fonds

de pension foncier, soit de leur propre volonté, soit dans le cadre de règles prudentielles qui leur seraient imposées. Ces deux types de fonds n'ont en effet pas besoin du même genre de gestionnaires ni des mêmes règles de fonctionnement.

### **Vingt milliards de francs**

Quels sont les besoins de portage foncier long auxquels les fonds de pension pourraient utilement répondre ? En imaginant, de manière très grossière, que seule la moitié des logements construits chaque année, ceux qui supportent les charges foncières les plus élevées, aient avantage à s'intéresser au financement par un fonds de pension, et que seulement le tiers d'entre eux y recourent effectivement, on arrive vite à une opportunité de financement de l'ordre d'une douzaine de milliards par an. En y ajoutant les constructions de locaux d'activités qui peuvent y recourir encore plus facilement, on peut raisonnablement envisager d'atteindre en quelques années un flux de placement foncier d'une vingtaine de milliards par an.

Il n'est évidemment pas question que tous les fonds de pension s'orientent vers le foncier, mais cet ordre de grandeur est déjà voisin de celui du volume de collecte prévu chaque année (27 milliards par an selon les assureurs, 5 milliards la première année et 25 milliards au bout de cinq ans selon d'autres estimations)<sup>5</sup>.

Du point de vue des acquéreurs de biens immobiliers, la solution du leasing foncier ne s'analyse pas seulement comme une méthode d'allongement de l'endettement pour en diminuer la charge. C'est aussi une technique qui permet de remplacer une partie de la dette attachée à la personne par un crédit attaché à la chose et automatiquement vendu avec elle. D'où une sécurité accrue, des taux plus bas, une plus grande mobilité des personnes et une meilleure fluidité du marché.

### **Avantage du leasing foncier pour l'acquéreur**

|   | <b>Opération type<br/>à 12 000 F/m<sup>2</sup></b> | <b>Opération type<br/>à 18 000 F/m<sup>2</sup></b> |
|---|--|--|
| Charge foncière   | 2 000 F/m <sup>2</sup>                             | 6 000 F/m <sup>2</sup>                             |
| Construction et promotion   | 10 000 F/m <sup>2</sup>                            | 12 000 F/m <sup>2</sup>                            |
| <b>Financement classique</b>  |  |  |
| 6 % hors inflation sur 15 ans   | 1 235 F/an   | 1 853 F/an   |
| <b>Financement proposé</b>  |  |  |
| (construction à 6 % sur 15 ans)<br>(leasing foncier à 4 % sur 50 ans) |  |  |
| 15 premières années   | 1 123 F/an   | 1 515 F/an   |
| 35 années suivantes   | 93 F/an  | 279 F/an   |
| <b>Gain de solvabilité</b>  | 10 %   | 22 %   |

L'augmentation de la solvabilité des acquéreurs peut être encore plus grande si l'on imagine un système de leasing foncier avec un différé correspondant à la durée habituelle des prêts à la construction. Tout se passerait alors comme si l'acquéreur commençait par emprunter (et/ou utiliser son apport personnel) pour acheter la construction puis, une fois propriétaire de celle-ci, achetait le terrain en leasing, sur les trente-cinq dernières années, avec alors un gain de solvabilité de 17 % et de 33 % (la proportion des charges foncières). Une telle option serait acceptable au cours de la montée en puissance d'un fonds de pension, puisqu'il n'aurait pas besoin de produits immédiats.

article paru dans Etudes Foncières, mars 1997

- 
- [1.](#) Cf. François Charpentier, Retraites et fonds de pension, l'état de la question en France et à l'étranger, Economica, 1997, 463 p.
  - [2.](#) La proposition de loi sur l'épargne retraite déposée par le député UDF Jean-Pierre Thomas est passée en première lecture à l'Assemblée nationale les 21 et 22 novembre, pour finir, à l'issue d'une double navette parlementaire par être adoptée, le 20 février dernier.
  - [3.](#) Seulement 0,5 % si la société n'est pas cotée en bourse.
  - [4.](#) L'aménagement urbain en Île-de-France, comment maîtriser le coût du foncier et son financement, pour la création d'une caisse centrale de rente du foncier, Jean-Michel Barguil, 520 p., Finance Évolution, mai 1994.
  - [5.](#) On aboutirait, en rythme de croisière, à une capitalisation modeste, de moins de 100 milliards de dollars, à comparer 2 908 milliards des fonds de pension américains, où ils représentent 49 % du PIB, 1 752 milliards au Japon (42 % du PIB), 726 en Grande Bretagne (77 % du PIB) et 254 milliards en Allemagne (15 % du PIB).