



**HAL**  
open science

# La financiarisation du logement social et intermédiaire et ses acteurs

Thibault Le Corre, Renaud Le Goix

► **To cite this version:**

Thibault Le Corre, Renaud Le Goix. La financiarisation du logement social et intermédiaire et ses acteurs. Oxfam France. 2023, pp.22-30. hal-04583979

**HAL Id: hal-04583979**

**<https://hal.science/hal-04583979v1>**

Submitted on 22 May 2024

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0  
International License

# La financiarisation du logement social et intermédiaire et ses acteurs.

Thibault Le Corre, professeur adjoint, Université de Montréal, département de Géographie, H2V 0B3 - Montréal (QC-Canada)

Renaud Le Goix, professeur des universités, Université Paris Cité, UMR 8504 Géographie-cités CNRS, 75013 - Paris (France)

## Introduction

Au moment où le gouvernement français annonce une nouvelle décentralisation de compétences vers les collectivités pour réguler les loyers, attribuer les HLM et régler les locations de meublés touristiques, l'accès à un logement digne et abordable est problématique pour un quart de la population française (Fondation Abbé-Pierre, 2023). Comme écho à cette situation, la baisse de la production de logements sociaux se poursuit bien au-delà des besoins estimés (Union Sociale pour l'Habitat, 2023). Le logement aidé en France, principalement le parc social et intermédiaire, subit les conséquences d'une inflation de long terme du foncier, de l'augmentation du coût de la construction et du renchérissement récent du crédit. Mais face à ces dynamiques, les orientations politiques de la puissance publique sont aussi essentielles pour expliquer la situation critique, avec notamment une diminution des aides publiques pour la production et la ponction sur la trésorerie des bailleurs sociaux. Sur le temps long, c'est un désengagement de l'État accentué par une politique favorable à l'accès à la propriété qui a accompagné une restructuration des modalités financières de production du logement locatif aidé. Ces ajustements ont enclenché le développement de segments dédiés, notamment aux acteurs institutionnels (le Logement Locatif Intermédiaire, LLI), impliquant de nouveaux circuits d'investissement et des mécanismes de transferts de valeur au profit des détenteurs de capitaux.

### **Encadré : les logements aidés en France**

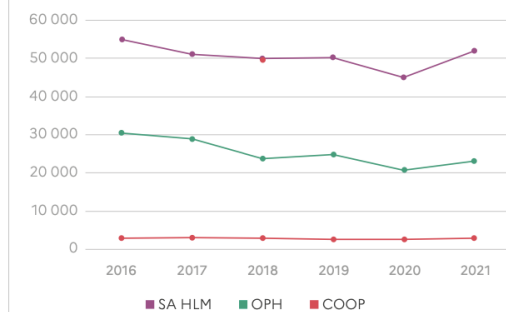
En France, les logements aidés sont désignés par le mode de financement utilisé pour les construire. Ce mode de financement détermine, en contrepartie, les ménages qui peuvent y accéder (selon des plafonds de ressources) et un niveau d'encadrement des loyers. Ces plafonds et niveaux d'encadrement varient en fonction d'un zonage géographique lié à la tension des marchés. On distingue 4 catégories :

- PLAI - Prêt Locatif Aidé d'Intégration : locataires en situation de grande précarité (on parle de logement très social)
- PLUS - Prêt Locatif à Usage Social correspondent aux locations HLM (habitation à loyer modéré).
- PLS, Prêt Locatif Social
- PLI, Prêt Locatif Intermédiaire : locataires ne pouvant prétendre aux locations HLM, mais ne disposant pas de revenus suffisants pour se loger dans le privé.

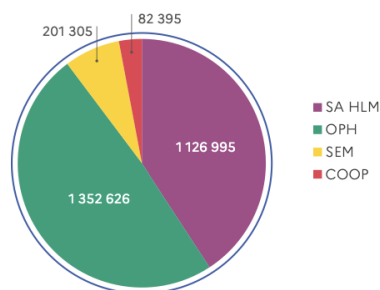
D'après le Ministère de la Transition Ecologique et de la Cohésion des Territoires, 16 % des résidences principales en France sont des logements locatifs sociaux (5,3 millions de logements sociaux), et 1,5 millions sont situés dans les Quartiers de Politique de la Ville (QPV). Les logements locatifs du parc social sont distribués entre plusieurs grands types de bailleurs : les organismes HLM (dont les offices publics de l'habitat), les sociétés anonymes et sociétés anonymes coopératives d'HLM, et de nombreuses sociétés d'économie

mixte agréées pour la construction et la gestion de logements sociaux. L'offre évolue, et la production ralentit pour l'ensemble des bailleurs (Graphique). D'après l'Union sociale de l'habitat, 126 000 logements sociaux financés en 2016, 95 000 en 2021, 96 000 en 2022 Dans le cadre de la politique de la ville et de l'accession à la propriété, 14 700 logements ont été démolis et 13 900 ont été vendus en 2021.

◆ Nombre de logements produits par famille de 2016 à 2021



◆ Nombre de logements possédés par famille mis en service avant 1980



Source : Ministère de la Transition Ecologique et de la Cohésion des Territoires, *Les organismes de logement social, les chiffres clés 2021*. <https://www.ecologie.gouv.fr/sites/default/files/Les-organismes-de-logement-social-chiffres-cles-2021.pdf>

Dans un contexte d'austérité budgétaire de la puissance publique, État, collectivités, et bailleurs cherchent à mobiliser de nouveaux canaux pour le financement du logement. De leurs côtés, un faisceau d'acteurs en possession de capitaux privés, de ménages et d'entreprises, considèrent le logement aidé comme une source d'opportunités peu risquées, alors qu'une partie d'entre eux investit déjà dans des segments variés du secteur résidentiel : résidences séniors, logements étudiants, logements touristiques, logement locatif.

Partir de la financiarisation consiste au cours de ce rapport à identifier des signaux qui supposent une plus forte implication des logiques de profits dans le logement locatif aidé (Rosenman 2019). Le concept s'entend souvent comme l'acquisition de parcs par une gamme d'acteurs, désignés comme des *corporate landlords* : des gestionnaires de portefeuilles et d'actifs, des sociétés immobilières cotées en bourse (REITs ou SIIC<sup>1</sup>), les fonds de pensions et d'investissement, assurances, fonds souverains (August 2022). De manière plus générale, on peut définir la financiarisation comme "la domination croissante des acteurs financiers, des marchés, des pratiques, des modes d'évaluations et des récits, à diverses échelles, qui entraîne une transformation structurelle des économies, des entreprises (y compris les institutions

<sup>1</sup> Société d'Investissement Immobilier Côtée. Statut légal adopté en 2003 semblable au real estate investment trusts (REITs) dans les pays anglophones. Ces sociétés sont souvent considérées comme les plus emblématiques de la financiarisation de l'immobilier.

financières), des États et des ménages” (Aalbers, 2019, p. 1). Les enjeux portent sur les capitaux (redistribution de l'épargne des ménages ou excédents de trésorerie de firmes, emprunts et effets de levier), sur les acteurs (banques, assurances, fonds d'investissements, ménages), sur les instruments et techniques de la finance de marché (intermédiation, titrisation des actifs), ou encore sur les politiques publiques (dérégulation, privatisation du logement social, incitations fiscales à l'investissement).

La financiarisation transforme les logements comme produit financier avec pour principal déterminant les prévisions de rendement basés sur les flux de loyers et les plus-values à la revente. La financiarisation du logement est un processus territorialisé qui prend d'abord lieu et place dans les métropoles (Peck et al., 2009), telles que Paris, Lyon ou Marseille en France, sites les plus favorables à l'accumulation du capital. Elle suppose ensuite des gouvernances adaptées qui facilitent la création de nouvelles opportunités d'investissement, en transformant des biens communs et des circuits de financement solidaires, vers des biens privatisés dont l'objectif est de générer des revenus financiers. Dit autrement, la financiarisation est un processus protéiforme qui se déploie inégalement dans l'espace (Christopher 2015, Fields 2017).

---

Depuis la crise financière globale de 2008, permettant aux investisseurs de percevoir des rendements stables et peu risqués, la financiarisation du logement locatif aidé se développe (Wijburg et al. 2018). En France, on rencontre bien « un faisceau d'indices qui indique un processus émergent de financiarisation des logements sociaux et intermédiaires, contribuant à leur transformation en titres financiers échangés sur les marchés des capitaux », comme le précisent Gimat *et al.* 2022 (p. 1) dans leur rapport qui constitue une source centrale sur la question. Afin d'éclairer la coloration particulière de la financiarisation du logement aidé en France, nous revenons sur les éléments de contexte, dans le cadre d'une crise de l'abordabilité et d'une restructuration des marchés du logement. La trajectoire est tracée en partie par un État en contexte d'austérité, avec la mise en place de régulations, incitations et dispositifs des politiques publiques du logement. Deux mouvements de fonds s'articulent, d'une part une privatisation rampante du logement social liée aux nouvelles sources de financement, d'autre part la création d'un nouveau segment de marché taillé pour les institutionnels : le logement locatif intermédiaire (LLI). L'objectif est de montrer les méthodes d'extraction de valeur, éminemment géographiques, liées aux stratégies d'investissement des acteurs de la financiarisation du logement intermédiaire.

## Contexte : restructuration des marchés, crise de l'abordabilité et réforme de l'État-providence

De manière générale, on constate un recul de l'intervention de la puissance publique dans le financement et la production de logement dans les économies avancées. Un premier volet de réformes porte sur le logement social, résidualisé et recentré sur le logement hyper-social, ce qui a été documenté aux États-Unis (Fields et Uffer, 2016); ou au Royaume-Uni ('right to buy'), mais aussi dans les villes d'Allemagne, des Pays-Bas (Wijburg et al., 2018; Aalbers & Holm 2008), ou en Suède plus récemment (Wimark et al. 2019, Gustafsson, 2021), alors que le secteur locatif est, dans son ensemble, transformé par les logiques d'extraction de rente et de financiarisation (August et Walks 2018, Fields & Uffer 2016). Une telle évolution est à comprendre dans le paysage plus général d'une réforme de l'État-providence, avec des politiques du logement qui favorisent les propriétaires désireux de constituer un patrimoine.

En France, l'abordabilité du logement s'est dégradée depuis le milieu des années 1990, avec une déconnexion croissante entre le coût réel du logement et les revenus de la population (Friggit 2021). Cette

tendance a été générale dans les autres économies avancées (Schwartz & Seabrooke 2009). Une étude sur 17 pays a montré qu'entre 1985 et 2010, les ratios prix/revenus ont augmenté partout – jusqu'à + 28 % en France, + 44 % au Royaume-Uni – sauf en Allemagne et au Japon (Aalbers 2016). Ces évolutions résultent du contexte financier et monétaire, ainsi que des réorientations des politiques du logement poussant à l'accession à la propriété (taux historiquement faibles (2008-2022), allongement du crédit, aides à l'accession tels que les prêts à taux zéro et les crédits d'impôts, défiscalisation de l'investissement locatif des ménages). Ces dynamiques ont facilité l'accumulation patrimoniale des ménages, qui ont participé à former une classe distincte de propriétaires tout en accentuant la baisse d'abordabilité (Le Corre, 2019 ; Le Goix et al. 2021).

## Évolutions des modèles de financement

Traditionnellement, les logements aidés sont désignés par le mode de financement utilisé pour les construire : PLAI, PLUS, PLS, PLI. Ce mode de financement détermine, en contrepartie, les ménages qui peuvent y accéder (selon des plafonds de ressources) et un niveau d'encadrement des loyers. Le logement aidé a constitué un élément essentiel des actifs des compagnies d'assurance mutuelles au XXe siècle, mais un mouvement de retrait s'est opéré dans les années 1990, corrigé aujourd'hui par un retour des investisseurs institutionnels, sous d'autres formes.

Dès la fin du 19<sup>e</sup> siècle, l'investissement privé et institutionnel dans le logement abordable est lié à l'essor de l'habitat ouvrier et populaire de qualité dans la France industrielle. Les fonds de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) sont mobilisés pour le financement d'organismes "d'habitations bon marché" (HBM), et des exonérations fiscales ouvrent le financement aux fondations privées, riches philanthropes et sociétés mutuelles ouvrières. Après 1950, de nombreuses « habitations à loyer modéré » (HLM) ont été financées par des compagnies d'assurance et des banques publiques (Driant, 2010) pour répondre aux besoins de logement de la classe moyenne et ouvrière. Ces acteurs institutionnels investissent dans le logement social avec des fonds propres, des subventions patronales, des prêts privés et surtout grâce à différents prêts bonifiés du groupe bancaire public CDC, redistribuant les dépôts des ménages (Gimat & Halbert, 2018, Gimat et al., 2022), y compris ceux du Livret A, premier produit d'épargne des français.

Une première vague massive de "privatisation" du locatif aidé est intervenue lorsque les investisseurs institutionnels (surtout des assureurs), y compris de futures SIIC, ont vendu entre la fin des années 1990 et les années 2000 de l'ordre de 80 % de leur portefeuille résidentiel social (représentant 15% des transactions enregistrées à Paris entre 2003 et 2005<sup>3</sup>), sous la forme de "ventes à la découpe", pour investir dans l'immobilier commercial, plus rentable. De ces ventes, de l'ordre de 15 % des anciens locataires ont pu faire l'acquisition de leur ancien logement (accession à la propriété), mais une partie des biens ont été acquis par des fonds d'investissements (Whitehall, Lehman Brothers, Cargill, Carlyle ou Westbrook) ou des promoteurs français (Meunier, Promopierre, Constructa, Cogifrance ou encore de Cogedim) pour être rénovés, puis revendus.

Ce mouvement s'accompagne d'un désengagement de l'Etat dans la production de logement pour laisser plus de place aux acteurs de marché. Suite à une "révolution bureaucratique" dans la politique française du logement (Bourdieu et Christin, 1990), les subventions publiques directes ont été remplacées par des aides au logement pour les locataires (aides à la personne plutôt que aides à la pierre). Depuis les années 1990

---

<sup>3</sup> <https://www.lesechos.fr/2005/01/le-boom-de-la-vente-a-la-decoupe-594577>

les gouvernements français ont cherché à développer une offre de logements locatifs abordables dans les zones de tension des marchés aidés par des exonérations fiscales aux propriétaires privés (Vergriete, 2013; Pollard, 2018). Ces modèles de défiscalisation des investissements dans le locatif, bien connus par les noms des ministres les ayant portés (Robien, Pinel, Duflot, Denormandie...) portent soit sur l'achat d'un logement neuf, soit sur la rénovation de logements anciens, et les périmètres ne sont pas toujours stabilisés (Le Brun 2022). . Ces logements constituent une partie de l'offre abordable qui complète le parc social: l'encadrement des loyers (plafonds de loyers en fonction du zonage géographique lié à la tension des marchés) permet aux acteurs publics de communiquer sur les investisseurs particuliers vertueux qui apportent des solutions abordables aux ménages ne pouvant accéder à la propriété.

Ces mesures ont fait naître un modèle de production spécifique, dans lequel des promoteurs se sont spécialisés, mais qui n'est pas parvenu à des résultats tangibles pour résoudre la crise du logement abordable dans les grandes métropoles. Par ailleurs, certains logements produits ont pu être en décalage avec la demande, par exemple ceux produits dans les villes petites et moyennes n'ont pas forcément trouvé leur clientèle (Vergriete, 2013). **Ce modèle de financement du logement locatif, qui consiste à mobiliser directement l'épargne et l'endettement des ménages dans la production du logement locatif abordable a soutenu une coalition de croissance entre promoteurs et groupes bancaires (Halbert 2018), mais a aussi aggravé les inégalités de patrimoine ; les ménages les plus aisés ayant été les premiers bénéficiaires de ces dispositifs (Benites-Gambirazio et Bonneval, 2022).**

Dans les grandes lignes, les réformes du secteur aidé transforment les grands propriétaires bailleurs en gestionnaires d'actifs. La vente des logements sociaux, promue sous la présidence de Nicolas Sarkozy a notamment pour objectifs de soutenir la hausse de la production HLM neuve et la modernisation du parc (Gimat, Marot, Le Bon-Vuylsteke, 2020) en permettant aux organismes d'accroître leurs fonds propres<sup>4</sup>. La loi ELAN (Évolution du logement, de l'aménagement et du numérique, 2018) restructure aussi le secteur des logements sociaux et les modèles de financement. Elle étend la vente aux ménages locataires et aux investisseurs institutionnels (possibilité de vendre en bloc à des personnes morales de droit privé). Elle prévoit en contrepartie l'encadrement des loyers dans 24 villes et le regroupement des bailleurs qui n'atteignent par la taille critique leur permettant une autonomie financière (pour une analyse fine des débats parlementaires, voir Gimat et al., 2022). Les modalités de financement se diversifient : les bailleurs peuvent compléter leurs capitaux propres par une capacité d'endettement plus souple, sous forme de titres participatifs ou de refinancement auprès d'organismes bancaires (auprès de la BPCE, de la Banque Postale). Le Crédit Mutuel Arkéa a ainsi émis des obligations sociales en 2019 pour financer 1174 prêts à des organismes HLM, et trois organismes HLM français « se sont tournés en 2020 vers Aberdeen Standard Investment (...) en mobilisant les fonds d'une caisse de retraite privée britannique (Phoenix Group) » (Gimat et al., 2022, p. 22). Action Logement, organisme cogéré par les employeurs et des salariés, a par exemple levé en 2019 un emprunt obligataire de 1 Md € sur les marchés.

Enfin, depuis 15 ans, le gouvernement français encourage les acteurs institutionnels à investir dans le logement pour produire de nouvelles unités et permettre le logement des jeunes travailleurs de la classe

---

<sup>4</sup> L'objectif, annoncé par A. Yché en 2020 (directeur de la Société Nationale Immobilière (SNI), devenue depuis CDC Habitat) est de libérer sur les marchés les « 200 milliards d'euros de plus-value latente » associés aux 4,5 millions de logements sociaux, en transformant les groupes HLM en gestionnaires de portefeuilles (Yché, 2020).

moyenne sur les marchés les plus tendus<sup>5</sup>. Le Logement Locatif Intermédiaire - LLI a été créé dans cet esprit en 2014, classe d'actif pour l'investissement et produit de logement abordable. Le LLI désigne donc à la fois un produit de logement intermédiaire dédié aux investisseurs institutionnels et un paquet d'exonérations fiscales. Il comporte un taux réduit de TVA (10 % au lieu de 20 %) et une exonération de la taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) pendant vingt ans. Cependant, l'exonération de la taxe foncière, qui représente une perte de revenus pour les municipalités, a été révisée en 2022 sous la forme d'un crédit d'impôt sur les sociétés. Une autre clause importante du LLI permet aux investisseurs de vendre sur le marché de la propriété la moitié des unités à partir de la 11e année et la totalité des unités à partir de la 16e année, sans aucune contrainte quant à la destination du bien.

## Des investisseurs toujours en retrait ?

**Dans les économies avancées avec une tradition de logement social, les fonds de capital-risque, les sociétés immobilières cotées (SIIC) et les gestionnaires d'actifs ont fait leur entrée sur ces marchés, lors de réformes et mises en vente, ou lorsque l'immobilier pouvait être acquis à des prix faibles lors de la crise financière globale de 2007-08.** A New York, des fonds d'investissement ont racheté massivement et à bas coût une partie du loyer régulé. Les profits sont réalisés par l'augmentation des loyers et la diminution des frais associés à la gestion. D'autres ont simplement fait faillite en raison de leur niveau d'endettement élevé (Fields et Uffer, 2016). A Atlanta, Phoenix, Tampa, des *corporate landlords* ont pris possession de quartiers entiers, y compris des logements aidés (Fields et al, 2022). Au Canada, des investisseurs comme Startlight Investments ont acquis 20% du parc locatif depuis le début des années 2000 (August, 2022). A Tokyo, les résidences séniors et étudiantes constituent un placement privilégié pour ces sociétés (Aveline-Dubach, 2020). En Allemagne, l'arrivée de ces acteurs a provoqué une forte hostilité après la constitution d'un parc de 400 000 logements par la société cotée Vonovia. La situation est particulièrement préoccupante à Berlin où des sociétés ont pris possession de parcs immenses de logement sociaux, devenant par là même, les principaux propriétaires de la métropole (Wijburg et al., 2018).

Les stratégies de positionnement des acteurs financiarisés ont des effets directs sur les marchés locaux. Ces acteurs se déploient, d'une part, par des modes d'intégration verticale visant à contrôler l'ensemble de la chaîne de production et à extraire la valeur tout au long de celle-ci, comme Blackstone aux Etats-Unis (Fields 2022). Cela concerne aussi bien les activités de gestion des immeubles, des locataires, des portefeuilles d'actifs par acquisition-vente, d'émissions de titres et de rachats de dettes sur les marchés. Ils s'activent, d'autre part, de manière horizontale avec des stratégies visant l'installation de monopoles et de concentration sur des marchés locaux en passant notamment par le rachat de firmes du même secteur. Ce contrôle vertical et horizontal de la chaîne de valeur permet aux acteurs de contrôler les prix du marché et de sélectionner les locataires, et constitue donc un moteur de la gentrification (Tapp et Peiser 2022).

En France en revanche, la crise financière globale a eu peu d'impact sur les prix, et a privé les investisseurs de bonnes affaires. Après leur retrait des années 1990, et malgré un regain d'intérêt pour le logement qualifié d'actif peu risqué dans un contexte incertain, les acteurs sont freinés par la difficulté de constituer

---

<sup>5</sup> Le LLI permet d'offrir des conditions de logement abordable aux ménages qui ne peuvent se loger dans le secteur privé. Le statut de LLI impose des loyers aux mêmes conditions que les logements détenus par des particuliers sur la base de dispositifs de défiscalisation (ex. Le Pinel). C'est sous cette base qu'est définie l'abordabilité du logement, avec des loyers situés dans une fourchette entre 85 et 90% d'un loyer libre.

un portefeuille important par le biais d'opérations d'acquisition de plusieurs milliers de logements (buy-to-let) ou de construction (build-to-rent) (Guironnet et al. 2023). Les *corporate landlords* interviennent encore sporadiquement, essentiellement sur des marchés de niche. Les résidences étudiantes et séniors (dont les Ehpad) sont par exemple des actifs privilégiés du fait de leurs hauts de rendement et d'une réglementation favorable à l'investissement<sup>6</sup>. D'autres interventions ciblent le co-living dans les grands centres urbains. Le principe est celui d'une rénovation d'immeubles pour aménager une grande colocation avec services, gérée par un employé d'une société immobilière, par ex. Primonial Reim. Les loyers élevés y sont sélectifs. **Enfin, des coopérations entre SIIC et promoteurs émergent, notamment en région parisienne. Il s'agit d'opérations *build-to-rent*, pour lesquelles différentes sociétés immobilières cotées (Gecina) et gestionnaires d'actifs (Primonial Reim) sont partenaires, présageant peut-être un retour plus vaste de ces acteurs sur l'immobilier résidentiel.**

## La financiarisation du principal bailleur français

Un cas emblématique de la financiarisation du logement locatif en France correspond à une forme d'investissement à long terme générant des flux de trésorerie faibles mais stables et prévisibles, avec des résultats orientés vers une mission sociale (Wijburg et al. 2024.). Il s'agit, d'une part, d'investissements intermédiés par des sociétés de gestion de portefeuille et d'actifs, pour le compte d'acteurs de types compagnies d'assurance, mutualistes, fonds de pension et réseaux bancaires. Il s'agit d'autre part, d'investissements réalisés dans du logement dit abordable. Cette vocation sociale répond à une tendance plus globale où les gestionnaires de portefeuilles d'actifs et institutionnels cherchent à améliorer leur image dans leur stratégie. En Allemagne, par exemple, la plus grande société immobilière cotée d'Europe, Vonovia, dit s'engager dans le « logement à des prix équitables pour protéger les locataires et garantir les loyers existants » (Vonovia, 2023, passage repris de Wijburg et al. 2024). Des récits similaires sont appliqués en France, où CDC Habitat et sa filiale Ampere Gestion défendent d'apporter des solutions à la crise du logement.

Ampere Gestion incarne bien le développement d'un modèle de gestion de portefeuilles et d'actifs à vocation sociale dans les activités du principal bailleur français. Cette filiale de la CDC Habitat collecte depuis 2014 des capitaux privés dans le cadre du premier Fonds pour le Logement Intermédiaire (FLI I). Avec 18 investisseurs, des assureurs nationaux, des banques, des entreprises industrielles et des fonds de pension, Ampere a levé 1,045 milliard d'euros pour acheter 10 000 logements en VEFA (Vente en l'état futur d'achèvement). Un second fonds en 2018 (FLI II) de 19 investisseurs a permis de collecter 1,25 milliard d'euros pour acquérir 11 000 unités de logement supplémentaires, dont 2 000 résidences pour personnes âgées et chambres d'étudiants, des niches à haut rendement. Les investisseurs internationaux dans FLI II contribuent à hauteur de 25 % du capital<sup>7</sup>. Le recours à des spécialistes de l'immobilier, comme la CDC Habitat, présente plusieurs avantages pour diminuer les contraintes tout au long de la chaîne de

---

<sup>6</sup> Des entreprises ont évolué vers de la gestion de portefeuilles et d'actifs immobiliers, comme l'ont montré les révélations sur le « scandale Orpea » : pour cette société cotée, l'activité de gestion immobilière prime sur sa mission de soin (Castanet, 2022).

<sup>7</sup> Certains investisseurs n'autorisent pas CDC Habitat à communiquer, ce qui rend impossible d'établir une cartographie exhaustive des investisseurs, soulevant aussi un problème de fond sur la transparence des acteurs du logement aidé.



production (prospection foncière et commercialisation), d'acquérir une taille critique sur des segments quasi-monopolistiques et à faible risque dans les métropoles (Bigorgne & le Corre 2021 ; Gimat et al. 2022).

Avec le LLI Ampere Gestion vise un rendement annuel de 5%, ainsi qu'une plus-value sur la vente d'actifs (Bigorgne et Le Corre 2021). Le modèle d'investissement sur le LLI repose d'abord sur un achat décoté par rapport aux prix du marché grâce aux exonérations fiscales et aux accords passés avec les promoteurs immobiliers pour des achats en bloc. **Plus généralement, le logement intermédiaire est présenté aux investisseurs comme un actif à haut rendement, générant un revenu net de 152 millions d'euros en 2021 pour CDC Habitat, avec une marge en constante augmentation. Ces revenus proviennent principalement des loyers et des plus-values sur les ventes d'actifs, représentant 63% du résultat net de 133 millions d'euros en 2020 (CDC Habitat 2021).**

Ampere Gestion a considérablement étendu ses domaines d'intervention avec des opérations de levée de fonds dans le logement d'urgence pour les migrants (Fonds Hémisphère), la location privée, les chambres d'étudiants et les résidences pour personnes âgées (Fonds Vesta). En dix ans, Ampere Gestion a généré une capacité d'investissement de 13,5 milliards d'euros pour financer environ 40 000 unités (50 % en LLI et 35 % sur le marché libre). Par ailleurs, en mars 2022, Ampere Gestion s'est chargé de vendre pour la CDC Habitat, 85 % des parts du portefeuille "SCI Lamartine" (2,4 milliards d'euros, environ 8 000 unités, 30% de LLI, 70% de logement libre) à CNP Assurances, une autre filiale de la CDC via le groupe La Poste. Tous ces actifs se trouvent en zone de marché tendu, en majorité en région parisienne. Cette transaction hors-norme signe l'intégration de CDC Habitat dans des opérations d'acquisition et de cession de portefeuilles dans sa chaîne de valeur. **Sous l'action de sa filiale Ampere Gestion, le mode opératoire rapproche la gestion des portefeuilles du principal bailleur français à ceux d'une SIIC**

## Financiarisation et inégalités spatiales : l'exemple du développement du LLI par la CDC Habitat

L'expérience du LLI donne à voir les effets géographiquement sélectifs et inégaux de la financiarisation du logement intermédiaire. Contrairement à une redistribution territoriale homogène en fonction des besoins, le développement du LLI s'accompagne de stratégies d'investissement axées sur les particularités locales favorables au retour sur investissement. La géographie des 55 295 unités produites<sup>8</sup> depuis 2014 en LLI est majoritairement métropolitaine, l'éligibilité du financement étant limitée aux "Zones Tendues". Mais au-delà des effets du zonage se dessine une géographie particulière avec une faible production dans les villes du nord-ouest de la France, tandis qu'elle est importante dans le Genevois français ou sur la Côte d'Azur. C'est la région parisienne qui concentre la grande majorité des opérations.

En Ile-de-France, le LLI est bien établi dans les communes de la Petite couronne, en particulier celles présentant un taux élevé de logements sociaux et des prix fonciers moins élevés, par exemple en Seine-Saint-Denis. 80 % des LLI sont vendus sur plan en Vente en l'Etat Futur d'Achèvement (VEFA).

---

<sup>8</sup> Depuis 2014, 55 295 unités ont été produites en LLI, avec une évolution positive et continue dans le temps. Avec 64 % de l'ensemble du stock de LLI, la CDC Habitat et In'Li, du groupe Action Logement, sont les deux principaux opérateurs, alors que les sociétés de logement social, qui agissent pour leur propre compte, représentent environ 30 % de la production de LLI (Rapport IGF).

Une récente étude de l'Institut Paris Région (2022) analyse l'inégale diffusion du LLI, au détriment du logement social dans ce département. En effet, les objectifs de mixité sociale contraignent l'éligibilité au LLI au respect d'un seuil minimal de 25 % d'unités en logement social dans l'opération d'aménagement, ou d'un seuil de logements sociaux dans la commune. Dans ce dernier cas, le LLI peut remplacer le logement social pour les opérations relevant des politiques de rénovation urbaine (PNRU) et dans les communes ayant un taux de logements sociaux supérieur à 35 %, un taux qui a été réduit à 25 % en 2019, sous la pression de CDC Habitat. En conséquence, le taux de LLI sur l'ensemble de la production de logements dépasse les 10 % dans de nombreuses communes de la Seine-Saint-Denis (rapport Institut Paris Région). En revanche, le LLI est rare dans les communes chères de l'ouest parisien : ne respectant par la loi SRU, elles ne sont mécaniquement pas éligibles au LLI (Gimat et al., 2022). **Cette inégale répartition territoriale induit des déséquilibres entre la géographie de l'offre de logements intermédiaires et la géographie de la demande potentielle.** D'après l'institut Paris Région et l'Observatoire Régional de l'Habitat et de l'Hébergement, 32 % de la demande effective réside dans Paris, alors que la Ville de Paris ne représente que 8 % de la production de LLI. En revanche, la demande effective ne représente que 7 % en Seine-Saint-Denis, tandis que l'offre représente 25 % de la production de LLI de la région (Observatoire Régional de l'Habitat et de l'Hébergement, 2019).

Les investissements en LLI dirigés par Ampere Gestion pour le compte des investisseurs institutionnels sont également spatialement sélectifs. La financiarisation de la production urbaine s'accompagne de la mise en place de techniques de *scoring* classant les catégories d'actifs et les risques. La société attribue des scores et classe les municipalités en fonction de plusieurs indicateurs quantitatifs, tels que la dynamique du marché (prix), la production de logements, le stock de logements sociaux et le profil socio-démographique des municipalités, afin de mesurer les besoins et les performances attendues du marché (Ampere Gestion, 2019). Les espaces urbains sont alors divisés de manière hiérarchique en quatre niveaux : marché très prometteur, marché prometteur, marché faiblement prometteur et marché non prometteur. **Ampere Gestion évite des municipalités jugées trop pauvres et périphériques, tout en concentrant son attention sur les zones à fort potentiel en gentrification, offrant d'importantes opportunités foncières et autour de projets de réaménagement plus lucratifs (Bigorgne et Le Corre 2021).**

Pour accéder au LLI, les locataires ne doivent pas dépasser un seuil de revenu, mais celui-ci est bien plus élevé que celui du logement social. En revanche, seuls 17% (soit 281 000) des 1 627 000 habitants ciblés dans la région parisienne (c'est-à-dire les ménages composés d'une personne seule, d'un couple ou d'un enfant) avaient des revenus correspondant à la "cible principale" du LLI en 2020 (Observatoire Régional de l'Habitat et de l'Hébergement, 2019)<sup>9</sup>. **Concrètement, l'accès aux logements intermédiaires à Paris pour une personne seule est ouvert aux ménages ayant des revenus compris entre le 6e et le 8e décile du revenu régional. Pour des revenus plus faibles, les ménages ne peuvent qu'accéder aux LLI de zones périphériques.** Alors que le logement intermédiaire devient une composante permanente du secteur immobilier de certaines métropoles en France, il a finalement été exempt de critiques et son impact socio-spatial peu documenté.

---

<sup>9</sup> Selon cette même étude, 80 % des locataires en place sont des ménages de petite taille (une personne, un couple, un couple avec un enfant).

## Conclusion

La financiarisation du logement aidé est bien documentée dans plusieurs contextes nationaux (voir par exemple Wijburg et al., 2024). Cette finance qui adopte des objectifs « sociaux, environnementaux et de gouvernance », dits ESG, est en plein essor dans les économies avancées. Des critiques sont formulées à l'encontre de ce modèle. Elles portent notamment sur l'impossibilité à concilier profits privés et bénéfices sociaux. Alors que la finance sociale emploie des narratifs « gagnant-gagnant », elle ne contribuera certainement pas à régler les problèmes causés par la hausse des prix immobiliers et la pénurie de logements sociaux, car la viabilité du modèle d'accumulation dépend justement du maintien de prix élevés et d'une raréfaction de logements abordables (Rosenman 2019).

---

**Les données de la recherche<sup>11</sup> dans d'autres pays montrent que l'installation de propriétaires financiarisés dans le parc locatif aidé se fait souvent au détriment des locataires : hausse des loyers, accélération des évictions, économies sur la maintenance des immeubles.** A terme des dynamiques locales de renchérissement des prix et de gentrification peuvent encore être observées. Les acteurs s'adaptent au contexte local pour atteindre un rendement maximal sur leur investissement. **La financiarisation du logement aidé ne contribuerait donc pas à une meilleure abordabilité du logement.**

Dans un contexte d'austérité des finances publiques, la politique du logement aidé en France vise, d'une part, à soutenir la privatisation et la rentabilité du logement social et, d'autre part, à intensifier le retour des investisseurs institutionnels sur des segments intermédiaires. **Les tendances sont à l'ouverture du logement social et intermédiaire à des marchés de capitaux, y compris financiers.** L'exemple du LLI montre qu'il existe des doutes sur son impact positif à long terme sur la pénurie de logements abordables, y compris sur le risque de remplacer les formes traditionnelles et plus inclusives de logement social dans certains quartiers des zones métropolitaines (Gimat et al., 2022 ; Halbert et Gimat, 2018). Une circulation des richesses s'opère par le transfert de loyers : **le loyer payé par des ménages locataires, plutôt jeunes, est redistribué au bénéfice de ménages qui possèdent des produits d'épargne auprès des institutionnels (assurance-vie, complémentaire retraite...), souvent plus vieux, aisés et propriétaires.**

La progression de la financiarisation en France n'est pas le calque de son déploiement dans d'autres contextes. Cela dit, il n'y a pas d'exception française. Plus le logement et son foncier sont transformés en actifs d'investissement, plus les effets de la crise d'abordabilité s'accroissent. Ce constat est partagé par nombre de chercheurs qui s'engagent pour faire reconnaître le logement comme un droit humain avant d'être un moyen d'accumulation. **Cela suppose une régulation ferme des formes de privatisation et de financiarisation en passant par une limitation légale des sociétés d'investissement sur les marchés du logement, une meilleure protection des locataires et une plus grande transparence et informations sur les marchés** (Fields et Vergerio, 2022).

---

<sup>11</sup> Etudier la financiarisation du logement c'est faire face à la difficulté d'accéder à des données quantitatives fiables et complètes. Il n'y a pas, que cela soit à l'échelle internationale, européenne ou française, un cadastre exhaustif et transparent accessible aux chercheurs pour étudier précisément le volume et les lieux concernés par des transactions pour chacun de ces acteurs. De telles informations sont théoriquement disponibles dans les registres fonciers des services des impôts, mais pour des raisons politiques, ne sont que très peu accessibles à la recherche. C'est donc en recourant à des bases de données privées, et souvent payantes, des données secondaires ou de la littérature grise que les recherches sont souvent menées.

## Bibliographie

- Aalbers, M. (2016) *The financialization of housing : a political economy approach*. London ; New York, NY: Routledge Taylor and Francis Group.
- Aalbers, M.B. (2019), Financialization. *International Encyclopedia of Geography*. pp. 1-12.
- Aalbers, M. and Holm, A. (2008) Privatising social housing in Europe: the cases of Amsterdam and Berlin., in: K. Adelhof, J. Glock, J. Lossau and M. Schulz (Eds) *Berlin: Geographisches Institut der Humboldt-Universität zu Berlin.*, pp. 12-23. Berlin: Geographisches Institut der Humboldt-Universität zu Berlin.
- Ampere Gestion (2023a). 1<sup>st</sup> residential fund manager, <https://amperegestion.groupe-cdc-habitat.com/en/about-us/at-a-glance/> [Accessed 02/05/2023].
- Ampere Gestion (2023b). Leader in socially responsible residential housing investment, <https://amperegestion.groupe-cdc-habitat.com/en/> [Accessed 02/05/2023].
- Ampere Gestion (2022), Portefeuille Lamartine. Plus de 200 actifs à travers toute la France, Retrieved from : <https://amperegestion.groupe-cdc-habitat.com/information-financiere/>.
- Ampere Gestion (2021), Ampere Gestion obtient le label Investissement Socialement Responsable pour son second fonds de logement intermédiaire (FLI II), Retrieved from [https://amperegestion.groupe-cdc-habitat.com/wp-content/uploads/sites/2/2021/01/20210120\\_CP-AMPERE-Gestion-Obtention-Label-ISR-FLI-II-VF.pdf](https://amperegestion.groupe-cdc-habitat.com/wp-content/uploads/sites/2/2021/01/20210120_CP-AMPERE-Gestion-Obtention-Label-ISR-FLI-II-VF.pdf)
- Ampere Gestion (2019), Notre politique d'investissement socialement responsable, Retrieved from: <https://amperegestion.groupe-cdc-habitat.com/wp-content/uploads/sites/2/2020/11/Politique-ISR-AMPERE-Gestion-FR.pdf>
- August, M. (2022) La financiarisation du logement locatif multifamilial au Canada., Bureau du défenseur fédéral du logement. ([https://www.homelesshub.ca/sites/default/files/attachments-fr/august-financialization-rental-housing-ofha-fr\\_0.pdf](https://www.homelesshub.ca/sites/default/files/attachments-fr/august-financialization-rental-housing-ofha-fr_0.pdf)).
- August, M., & Walks, A. (2018). Gentrification, suburban decline, and the financialization of multi-family rental housing: The case of Toronto. *GeoForum*, 89, pp. 124-136.
- Aveline-Dubach, N. (2020) The Financialization of real estate in megacities and its variegated trajectories in East Asia, in: A. Sorensen and D. Labbe (Eds) *Handbook of Megacities and Megacity-Regions*, pp. 394-409. Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Benites-Gambirazio, E & Bonneval, L (2022) Housing as asset-based welfare. The case of France. *Housing Studies*
- Bigorne, M. & Le Corre, T. (2021), Une tentative de financiarisation du logement en France. Le Fonds de logement intermédiaire de la CDC., *Métropolitiques.eu*. p. en ligne. (<https://metropolitiques.eu/Une-tentative-de-financiarisation-du-logement-en-France.html>).
- Bourdieu, P. & Christin, R. (1990), La construction du marché. *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, 81-82, pp. 65-85 DOI: 10.3406/arss.1990.2927.
- Castanet, V. (2022) Les fossoyeurs. Paris : Fayard.
- CDC Habitat (2023). Résultats 2022 et perspectives 2023, Conférence de presse, Retrieved from : [https://groupe-cdc-habitat.com/wp-content/uploads/2023/04/20230413\\_dossier-de-presse-resultats-2022-et-perspectives-2023-groupe-cdc-habitat.pdf](https://groupe-cdc-habitat.com/wp-content/uploads/2023/04/20230413_dossier-de-presse-resultats-2022-et-perspectives-2023-groupe-cdc-habitat.pdf)
- CDC Habitat. (2022). Investor Presentation, Retrieved from : [https://groupe-cdc-habitat.com/wp-content/uploads/2022/09/cdc\\_h-pres-2021-v18-06-22.pdf](https://groupe-cdc-habitat.com/wp-content/uploads/2022/09/cdc_h-pres-2021-v18-06-22.pdf)
- CDC Habitat. (2021). Rapport Financier 2020, Retrieved from : [https://groupe-cdc-habitat.com/wp-content/uploads/2021/06/rapport-financier\\_vf\\_2021\\_v6.pdf](https://groupe-cdc-habitat.com/wp-content/uploads/2021/06/rapport-financier_vf_2021_v6.pdf)
- CGEDD, IGF. (2019). La diversification des sources de financement du logement locatif social, Retrieved from: <https://igedd.documentation.developpement-durable.gouv.fr/notice?id=Affaires-0011755>
- Christophers, B. (2015). The limits to financialization. *Dialogues in Human Geography*, 5(2), 183-200.
- Driant, J.-C. (2010) Vertus et vices du développement de l'accès à la propriété, *Métropolitiques*, 25 novembre 2010 (<https://www.metropolitiques.eu/Vertus-et-vices-du-developpement.html>).
- Fondation Abbé Pierre. (2021) 26e rapport sur l'état du mal-logement en France 2021. Paris 358 p. (<https://www.fondation-abbe-pierre.fr/actualites/26e-rapport-sur-letat-du-mal-logement-en-france-2021>).

- Friggit, J. (2021), Prix immobilier - Evolution 1936-2021. CGEDD, Conseil Général de l'Environnement et du Développement Durable (<http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/prix-immobilier-evolution-a-long-terme-a1048.html>).
- Fields, D. (2017). Urban struggles with financialization. *Geography Compass*, 11(11).
- Fields, D. and Vergerion, M. (2022) Corporate landlords and market power: What does the single-family rental boom mean for our housing future?. UC Berkeley.
- Gimat, M., Marot, B. and Le Bon-Vuylsteke, M. (2020) État des connaissances sur la vente de logements sociaux en Europe (Allemagne, France, Pays-Bas et Royaume-Uni), in: Secondary État des connaissances sur la vente de logements sociaux en Europe (Allemagne, France, Pays-Bas et Royaume-Uni). (2020-01-16), 203 p. (<https://shs.hal.science/halshs-02479827>).
- Gimat, M., Guironnet, A. & Halbert, L. (2022), La financiarisation à petits pas du logement social et intermédiaire en France. Signaux faibles, controverses et perspectives. *Working paper, Chaire Villes, logement, immobilier*. p. 73 p. Paris: SciencesPo (<https://shs.hal.science/halshs-03745166v1/>).
- Guironnet, A., Bono, P.-H. and Kireche, N. The French touch to the financialisation of housing. Institutional investment into the Paris city-region (2008–2021), *Housing Studies*, pp. 1-22 (<https://doi.org/10.1080/02673037.2023.2241830>) DOI: 10.1080/02673037.2023.2241830.
- Guironnet, A., Attuye, K. & Halbert, L. (2016), Building cities on financial assets: The financialisation of property markets and its implications for city governments in the Paris city-region. *Urban Studies*, 53, pp. 1442-1464 DOI: 10.1177/0042098015576474.
- Gustafsson, J. (2021) Renovations as an investment strategy: circumscribing the right to housing in Sweden, *Housing Studies*, pp. 1-22.
- Halbert, L. and Gimat, M., 2018. Le logement social contraint à la rentabilité. Métropolitiques. eu.
- Institut Paris Région. (2022). Logement locatif intermédiaire : comment mieux répondre aux besoins des ménages et des territoires franciliens ?, Note rapide 961. Retrieved from : <https://www.institutparisregion.fr/nos-travaux/publications/logement-locatif-intermediaire-comment-mieux-repondre-aux-besoins-des-menages-et-des-territoires-franciliens/>
- Le Corre, T. (2019) *Paris à tous prix. Analyse des inégalités par une géographie de l'investissement sur le marché immobilier résidentiel en Île-de-France.*, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, Thèse de Doctorat (soutenue le 12/09/2019), (<https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-02298354>).
- Le Goix, R. (2023), La propriété, le patrimoine, la dette, approches géographiques. La production immobilière. p. 20 p. Paris: ISTE (Français) / Wiley (Anglais).
- Le Goix, R., Casanavo Enault, L., Bonneval, L., Le Corre, T., Benites, E., Boulay, G., Kutz, W., Aveline, N., Migozzi, J. & Ysebaert, R. (2021), Housing (In)equity and the Spatial Dynamics of Homeownership in France: A Research Agenda. *Tijdschrift voor Economische en Sociale Geografie*, 112, pp. 62-80 DOI: 10.1111/tesg.12460.
- Observatoire Régional de l'Habitat et de l'Hébergement (2019). Territoires stratégiques pour le développement du segment intermédiaire en Île-de-France, Retrieved from : <https://www.drihl.ile-de-france.developpement-durable.gouv.fr/territoires-strategiques-pour-le-developpement-du-a815.html>
- Peck, J., Theodore, N., Brenner, N. (2009). Neoliberal urbanism : Models, moments, mutations. *SAIS Review of International Affairs*, 29(1), 49-66.
- Pollard, J. (2018) *L'État, le promoteur et le maire. La fabrication des politiques du logement*. Paris: Presses de la Fondation nationale des sciences politiques
- Rosenman, E. (2019) Capital and conscience: poverty management and the financialization of good intentions in the San Francisco Bay Area, *Urban Geography*, 40:8, 1124-1147
- Schwartz, H.M. & Seabrooke, L. (2009), *The politics of housing booms and busts*. Basingstoke ; New York: Palgrave Macmillan.
- Vergriete, P. (2013) *Tax incentives to housing production and urban development : state policies to support rental investments, new production chain in housing and reformulation of local public action in France (1985-2012)*: Université Paris-Est, (2013-01-07), (<https://pastel.archives-ouvertes.fr/pastel-00995364>).
- Wijburg, G., Aalbers, M. B. and Heeg, S. (2018) The Financialisation of Rental Housing 2.0: Releasing Housing into the Privatised Mainstream of Capital Accumulation, *Antipode*, 50(4), pp. 1098-1119 (<https://doi.org/10.1111/anti.12382>) DOI: <https://doi.org/10.1111/anti.12382>.
- Wijburg, G., Waldron, R., & Le Corre, T. (2024, In press). Financializing affordable housing? For-profit landlords and the marketization of "socially responsible investment" in rental housing. *Finance and Space*.

- Tapp, R. and Peiser, R. (2022) An antitrust framework for housing, *Environment and Planning A: Economy and Space*, 55(3), pp. 562-582 (<https://doi.org/10.1177/0308518X221135612>).
- Union Sociale pour l'Habitat (2023) Quels besoins en logements sociaux à l'horizon 2040 ? Etude HTC pour l'USH. 26/09/2023 (<https://www.union-habitat.org/centre-de-ressources/economie-financement/quels-besoins-en-logements-sociaux-l-horizon-240>).
- Yché, A. (2020) Yché, André. 2011. Logement, habitat & cohésion sociale: au-delà de la crise, quelle société voulons-nous pour demain? Bordeaux : Mollat.
- Vonovia (2023). Wohnen zu fairen Preisen. Bochum: Vonovia. Retrieved from <https://report.vonovia.de/2021/nachhaltigkeitsbericht/de/wohnen-zu-fairen-preisen/>