

MARS 2026

**Les Echos**  
PUBLISHING

# Business & Partners

**Repositionnement  
des actifs immobiliers :**  
vers quels modèles économiques  
et quels financements ?



En partenariat avec :

LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

# Édito

Le besoin de logements est considérable. Le volume de bureaux qui ne sont plus adaptés aux nouveaux usages explose. Le nombre de centres commerciaux qui ne sont plus en phase avec les besoins des populations devient préoccupant. Sans oublier les EHPAD ou les établissements de santé qui deviennent inadaptés.

A chaque fois, il faut le reconnaître, nous sommes collectivement confrontés aux effets d'une absence d'anticipation des changements démographiques, sociaux, économiques et environnementaux.

Que devons-nous faire ? Transformer, en évitant de démolir pour reconstruire, en imaginant les besoins futurs, en privilégiant la création de valeur durable pour que ces projets soient à la fois réalistes et rentables.

Mais nous sommes empêchés : d'abord par la perte de valeur de nombreux actifs qui prive leurs propriétaires de la possibilité d'engager ces transformations ; par les règles d'urbanisme qui ne favorisent pas la réalisation rapide de ces opérations ; par les règles fiscales qui ne tiennent pas assez compte des cycles de vie des actifs ; par des règles prudentielles qui sapent les capacités d'investissement ; enfin, par les postures politiques locales et par un manque de considération du gouvernement pour le secteur immobilier comme composante à part entière du potentiel de rebond économique.

**“ Le mot d'ordre : fluidifier le marché en donnant aux acteurs ce dont ils ont besoin, du temps et des ressources. ”**

de pensée magique, il y aura des pertes. Mais les acteurs de la place (banquiers, fonds, promoteur, investisseurs...) ont travaillé ces dernières années afin qu'émergent des propositions dans les nombreux rapports et travaux réalisés tant au Parlement qu'à la demande des gouvernements. Gageons que l'élection présidentielle sera l'occasion de voir enfin prises des mesures à la hauteur des enjeux auxquels la société doit faire face.

Il ne s'agit pas tant de sauver des rentiers de l'immobilier de leur impéritie que de fournir des logements, des équipements publics, des bureaux adaptés aux besoins de la population et des entreprises, sans lesquels tout espoir de redémarrage de notre croissance serait utopiste. De nouvelles prises de risques seront nécessaires. Mais n'est-ce pas là l'essence d'une saine économie ?

**Laurent David**

DIRECTEUR GÉNÉRAL LES ECHOS PUBLISHING

Le mot d'ordre doit donc consister à fluidifier le marché en utilisant des outils donnant aux acteurs ce dont ils ont besoin : du temps et des ressources. Pas

## 03 Entretien



Zones commerciales : ces nouveaux mécanismes de la création de valeur

## 13 Entretien



Immobilier de bureaux et crise du logement : la solution du repositionnement et des actifs gérés

## 20 Entretien



Financer les transformations immobilières : entre défauts d'anticipation et besoins de flexibilité

## 33 Focus



Le financement du repositionnement des actifs immobiliers : la nécessité d'un régime juridique et fiscal de l'actif immobilier en mutation

Directeur de la publication  
Jean-Jacques Raquin  
Conception, rédaction et  
réalisation Les Echos Publishing  
Photo de une  
LUMEZIA / Getty Images  
Éditeur  
Lacourte Raquin & Associés  
Siège social  
2-4 Rue Paul Cézanne, 75008 Paris  
Date de publication  
mars 2026



Perspectives extérieures de L'Allée Counord, à Bordeaux, programme de régénération urbaine, dont la première tranche a été inaugurée en 2025. A termes, ce sont 87 logements et 6 commerces de proximité qui seront livrés en 2027.

# Zones commerciales : ces nouveaux mécanismes de la création de valeur

*La modification des besoins des consommateurs a provoqué une métamorphose du commerce. Les zones commerciales qui avaient éclos depuis les années 70 se sont retrouvées en décalage. Afin d'organiser leur rentabilité future, leurs propriétaires sont tenus d'engager leur repositionnement. Mais cet exercice est d'autant plus complexe à réaliser qu'il doit intégrer notamment les besoins de la population en termes de logements et les contraintes pesant sur les financements de tels projets. Rencontre avec Christophe Janet, directeur général délégué de Nhood en charge des services de la promotion immobilière, ainsi qu'Émilie Capron, Sophie Duboy, Anne-Laure Gauthier et Chloé Thiéblemont, avocates associées, du cabinet Lacourte Raquin & Associés.*

## Comment cette problématique du repositionnement des zones commerciales a-t-elle émergé en France ?

**Christophe Janet :** Il s'agit de l'histoire du retail et des zones commerciales en France sur les vingt dernières années. C'est une histoire dont nous, Nhood, sommes l'un des principaux acteurs mais qui concerne tout autant nos concurrents et toutes les communes où ces centres commerciaux sont implantés. Nhood fait partie d'un écosystème familial, celui de l'Association Familiale Mulliez (AFM), qui s'est développé notamment avec Auchan et sa filiale immobilière historique, Immochan, devenue

Ceetrus en 2018. Immochan a porté pendant des décennies le développement du commerce, en structurant et en valorisant le patrimoine commercial autour des hypermarchés, ainsi qu'au service d'autres enseignes de la famille comme Leroy Merlin, Kiabi et de nombreuses autres.

Dans le courant des années 2000, comme Casino avec L'Immobilier Groupe Casino et Mercalys ou Carrefour avec Carrefour Property et Carmila, nous nous sommes posé la question de savoir si l'immobilier n'était pas l'arbre qui cachait la forêt, c'est-à-dire le retail. Un grand mouvement de découplage entre l'exploitation commerciale et la propriété des murs en a découlé, avec deux typologies d'actifs : d'une part les galeries commerciales, très rentables, et d'autre part les hypers ou supermarchés dont la rentabilité commençait à être questionnée.

Ceetrus s'est ainsi affirmée comme la foncière d'investissement et de gestion du patrimoine immobilier commercial issu historiquement d'Auchan, tout en diversifiant progressivement ses actifs. Cependant, à la différence de ce qui s'est passé chez d'autres acteurs, les ensembles commerciaux sont restés largement pensés de manière intégrée, ce qui met aujourd'hui le groupe en position de repenser l'avenir de ces sites dans leur globalité.

En 2021, les activités opérationnelles d'accompagnement et de transformation immobilière ont été transférées dans une structure dédiée, Nhood, afin de porter ces projets de repositionnement au service de Ceetrus, des enseignes de l'AFM et d'acteurs externes.

## En quoi la création de Nhood illustre-t-elle les besoins des acteurs du retail face à l'enjeu du repositionnement ?

**Christophe Janet :** Assez rapidement, Ceetrus a voulu se réinventer pour construire une rentabilité reposant sur autre chose que le commerce. Il a été décidé que Ceetrus resterait une foncière, avec quelques gestionnaires de portefeuille, tous les opérationnels basculant dans une nouvelle structure, appelée Nhood, qui travaillerait non seu-

“ Avec les restrictions de l'étalement urbain et le refus de construire dans l'hyper centre-ville des constructions très densifiées, les zones déjà imperméabilisées à proximité des villes deviennent de facto de nouveaux gisements de production de logements. ”



**Christophe Janet**  
DIRECTEUR GÉNÉRAL  
DÉLÉGUÉ DE NHOOD



Avenue Emile Counord, à Bordeaux, sur le côté de laquelle est implanté le projet de régénération urbaine conduit par Ceetrus, Auchan et Nhood., tirant parti de la présence du tramway.

lement pour Ceetrus, mais aussi pour Auchan, les enseignes de l'AFM et même des acteurs externes à la famille, pour prendre en charge la restructuration de leurs actifs. Cette distinction affichait clairement que Nhood aurait la capacité de travailler pour les enseignes, au service de leurs besoins, de façon autonome à l'égard de Ceetrus.

Un double objectif a été donné à Nhood : créer de la valeur autrement qu'avec le seul commerce ; apprendre à tirer parti de la baisse de dimension des magasins, tendance déjà identifiée. Nous avons à l'heure actuelle une quarantaine de projets de régénération urbaine en gestation.

### Ce besoin de repositionnement des zones commerciales est-il lié à une évolution intrinsèque du modèle du commerce ?

**Christophe Janet :** Cela a commencé avec une prise de conscience par les commerçants du changement des mentalités et des pratiques de leurs

clients. L'arrivée du commerce sur internet est l'une des causes importantes. De nombreux modèles de commerce en sont arrivés à la conclusion qu'ils n'avaient plus besoin d'autant de surface de vente. Mais d'autres enjeux se sont enchevêtrés, dont celui, prééminent, du besoin de logements. Notre lecture de tout cela est qu'avec les restrictions de l'étalement urbain et le refus de construire dans l'hyper centre-ville des constructions très densifiées, les zones déjà imperméabilisées à proximité des villes deviennent de facto de nouveaux gisements de production de logements.

Si la valeur est d'autant plus élevée que ces zones se situent près des villes, leur éloignement ne gomme pas pour autant leur intérêt car la pression sur le logement est très élevée. Et la présence de commerces, même en repositionnement mais souvent déjà amortis, est clef pour l'émergence de quartiers nouveaux. L'enjeu est de savoir parfaitement gérer l'espace public autour de ces deux éléments afin de transformer ces zones en quartiers.

### Comment se construit la valeur dans ces opérations ?

**Christophe Janet :** Avant repositionnement, la valeur de l'actif repose sur un commerce, avec un loyer, générant un rendement. Or, ce dernier n'est souvent pas aligné avec la valeur de la charge foncière potentielle que le projet immobilier peut accepter. L'objectif est de réussir à faire converger ces deux éléments.

Néanmoins, des droits commerciaux sont attachés à ces zones. Et il s'agit d'une des clefs permettant de construire la rentabilité de ces projets. Schématiquement, il s'agit pour le propriétaire d'accepter une perte de valeur sur le moment pour être capable de provoquer un rebond et d'en générer dans la durée. En effet, la création de la valeur immobilière doit se faire sans brutaliser le commerce existant qui doit rester ouvert. Dans le bilan de promotion, une perte de valeur doit donc être intégrée soit sous la forme d'un réinvestissement dans

les murs du commerçant, soit par la redistribution d'une partie de la valeur de la marge commerciale.

### Quelle est la typologie des zones concernées ?

**Christophe Janet :** J'en vois trois. Les supermarchés standards, situés historiquement dans ce que l'on appelait les quartiers sensibles de boulevard, qui se sont fait rattraper par l'étalement de la ville. Souvent, ils n'appartiennent qu'à un seul propriétaire. La maîtrise foncière n'est donc pas un problème. Leur potentiel de repositionnement est grand.

La deuxième catégorie réunit toutes les grandes zones commerciales. Il s'agit de la catégorie la plus représentée en France. La complexité découle de la coexistence en leur sein de deux sous-zones : celle de l'hypermarché et de sa galerie, détenue par le même propriétaire ; celle qui s'est construite dans le prolongement, par opportunisme, avec plusieurs autres propriétaires. Quand le remembrement est

### ➔ Top 3 des blocages de la transformation de bureaux en logement

1

Un coût plus élevé que celui de la construction.

2

Les délais d'instruction des projets par l'administration.

3

Le statut des propriétaires d'actifs, généralement des SCPI ne pouvant pas investir plus de 15% de la valeur de leur portefeuille en travaux.



Valérie Létard, alors Ministre auprès du ministre de l'Aménagement du territoire et de la Décentralisation, chargée du Logement, a reçu en juillet 2025, le rapport du groupe de travail sur le modèle économique de la transformation de bureaux en logements.

Source : groupe de travail sur le modèle économique de la transformation de bureaux en logements, piloté par Nadia Bouyer, directrice générale d'Action Logement et Xavier Lépine, président de l'Institut de l'épargne immobilière et foncière.



initié, à l'échelle d'un territoire, avec une logique de modification de PLU (plan local d'urbanisme) notamment, il faut réussir à réunir tous les fonciers. C'est alors que la complexité apparaît car les propriétaires de la seconde zone ne sont pas inscrits dans la même temporalité que le propriétaire de la première. Faute de remembrement, le projet peut ne pas aboutir. Sur ce point, l'AFM se démarque de ses concurrents par la maîtrise foncière élargie qui a été pratiquée historiquement. La zone commerciale Bordeaux-Lac en est un bon exemple.

La dernière catégorie est la plus volatile : il s'agit de zones commerciales devenues de facto des zones d'activité ou le contraire. C'est la plus complexe à repositionner.

#### Face à un actif, quels seront les critères permettant d'identifier les actifs transformables ?

**Christophe Janet :** Le premier est de déterminer avant tout si les autorités publiques concernées sont prêtes à s'engager dans le projet. C'est une condition déterminante. Deux autres critères suivent. La volonté du propriétaire de transformer son actif et d'accepter de perdre de la valeur pour en produire après. Il faut également que la proposition qui est formulée soit en rapport avec l'évolution du territoire et des attentes des habitants. Nous associons pour cela les parties prenantes.

#### Les conditions du financement de ces opérations sont-elles réunies ?

**Chloé Thiéblemont :** La question se pose surtout sur les financements déjà en place dont l'emprunteur est défaillant (soit parce que les ratios financiers ne sont pas respectés, soit parce que compte tenu du marché, l'emprunteur n'a pas pu vendre ou refinancer à l'échéance du prêt) : est-ce que les prêteurs peuvent accepter de maintenir leur financement en considérant un repositionnement de l'actif ?

Bien évidemment, chaque cas doit faire l'objet d'une analyse propre. Mais un certain nombre de questions se poseront : quelle est la viabilité du projet et est-ce que le repositionnement appor-

“

**La situation de certains actifs ouvre des opportunités pour de nouveaux investisseurs qui pourraient les acquérir à un prix intéressant, injecter des fonds propres et solliciter un nouveau financement bancaire.**

”



**Chloé Thiéblemont**

AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

tera une réelle issue à une opération bloquée ? ; les autorisations administratives peuvent-elles être obtenues, si oui en combien de temps et quelle est la volonté politique ? ; quelle conséquence le repositionnement aura-t-il sur la valeur de l'actif (un actif résidentiel ayant une valorisation souvent inférieure à un immeuble de bureau par exemple) ? ; est-ce que l'emprunteur financera les travaux et les frais financiers au moyen de fonds propres ? ; le refus des prêteurs ne risque-t-il pas d'aboutir à l'ouverture d'une procédure collective ou une cession à prix très bas pouvant entraîner une perte de tout ou partie de leur créance ?

Il y a donc un ensemble de questions à se poser. L'une des solutions est une cession suivie d'un re-

positionnement. En effet, la situation de certains actifs ouvre des opportunités pour de nouveaux investisseurs qui pourraient les acquérir à un prix intéressant (avec une perte de l'equity initiale accompagnée le cas échéant d'une cession de la dette bancaire). Ces nouveaux investisseurs pourraient alors injecter des fonds propres et solliciter un nouveau financement bancaire. S'ils acquièrent déjà le foncier ou un bien immobilier existant pour un prix concurrentiel, dans ce cas le retour sur investissement peut être intéressant. Le projet s'analysera alors comme n'importe quel un financement value add classique, avec la nécessité d'obtenir les autorisations administratives, etc.

#### La fiscalité peut-elle être un outil d'incitation efficace ?

**Sophie Duboy :** Les coûts fiscaux sont importants dans le budget de ces opérations. Plusieurs taxes restent exigibles pendant la période des travaux alors que l'immeuble ne génère aucun revenu. Des mesures incitatives pourraient être prises, par exemple pour alléger le poids de la taxe foncière pendant la conduite du projet. Il y a quelque temps, sur des opérations de réhabilitation lourde, il était possible de faire valoir que seule la taxe foncière sur les propriétés non bâties, beaucoup plus limitée que la taxe foncière sur les propriétés bâties, était due pendant les travaux. Ce n'est plus possible en pratique aujourd'hui, sauf à ce que l'opération s'assimile à une démolition reconstruction. Les taxes d'urbanisme peuvent également obérer le budget de l'opération, de même que la TVA, notamment en cas de transformation en logement.

Le levier fiscal en ces domaines n'est finalement pas ou très peu utilisé. La loi de finances pour 2025 a certes prévu une mesure destinée à favoriser la transformation de bureaux en logements, notamment en Ile-de-France, avec la possibilité de bénéficier d'une exonération de taxe sur les bureaux pendant l'opération de transformation, sous réserve de s'engager à effectuer la transformation dans un délai maximum de quatre ans à compter de l'autorisation d'urbanisme, mais cela reste limité. Il serait possible d'aller plus loin si l'on

souhaite encourager certaines opérations de transformation.

Enfin, n'oublions pas que les collectivités locales ont une petite marge de manœuvre dans le domaine fiscal via des exonérations temporaires de taxe foncière par exemple. Il faut néanmoins reconnaître que ces exonérations sont très encadrées.

La loi de finances pour 2025, en soumettant à la taxe d'aménagement les opérations de transformation de bureaux en logement visait à favoriser ces opérations. Même si cela paraît contre-intuitif, cet assujettissement à la taxe d'aménagement incite les communes à accompagner ces opérations en leur donnant les moyens de financer les équipements publics qu'elles impliquent.

“

**Le levier fiscal en ces domaines n'est finalement pas ou très peu utilisé. Il serait possible d'aller plus loin si l'on souhaite encourager certaines opérations de transformation.**

”



**Sophie Duboy**

AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS



### Avec le repositionnement de ces zones commerciales, la désaffectation pour le commerce de centre-ville ne va-t-elle pas être encore renforcée ?

**Christophe Janet :** Avec les supermarchés rattrapés par l'étalement de la ville, il s'agit au contraire d'une occasion de créer à nouveau de la centralité commerciale là où il n'y en avait pas. Par ailleurs, quand nous modernisons le patrimoine commercial existant, nous nous engageons souvent dans des démarches de cœur de ville. Des comités d'enseignes sont ainsi créés en amont, avec le président de l'agglomération concernée, afin de travailler avec eux la structuration du plan de merchandising afin que la complémentarité des zones – entre le centre-ville et la périphérie – soit pensée. Par ailleurs, plus la ville maîtrise ses pas de porte, plus il est possible d'agir de concert en bonne intelligence. Des GIE sont d'ailleurs fréquemment constitués pour racheter les pas de porte. La vertu de notre modèle est de travailler avec l'ensemble des acteurs concernés.

### Comment est née cette proposition ?

**Christophe Janet :** Une première réponse à cet enjeu a été apportée par le lancement de l'appel à manifestation d'intérêt (AMI) du plan de transformation des zones commerciales, grâce à une approche intergouvernementale impulsée alors par Christophe Béchu, ministre de la Transition écologique et de la Cohésion des territoires, Olivia Grégoire, ministre déléguée chargée des Entreprises, du Tourisme et de la Consommation, et Guillaume Kasbarian, ministre délégué chargé du Logement.

Lors du lancement de ce plan en 2023, Antoine Grolin, président de Ceetrus et de Nhood, est également intervenu devant les ministres pour partager le retour d'expérience du groupe sur la transformation des zones commerciales d'entrée de ville, en insistant sur la nécessité d'une approche territoriale, partenariale et inscrite dans le temps long.

On commence donc à cesser d'opposer les zones commerciales, d'activité économique, hyper encadrées, aux autres zones. Tout un processus de

transformation des règles est à engager. Un plan d'expérimentation serait nécessaire autour de quelques grands projets de mixité urbaine, que les règles actuelles des PLU interdisent. Cela repose-rait sur un cadre très strict, posé en amont dans le cadre des orientations d'aménagement et de programmation (OAP) du PLU, mais avec également la création d'un guichet unique pour la gestion en parallèle de toutes les obligations environnementales, les études d'impacts notamment.

### Les évolutions engagées commencent-elles déjà à être transcrites dans le droit ?

“ Le principal point de blocage découle du zonage des PLU. Les zones d'activité excluent le logement. Des progrès permettent de déroger aux règles de destination. Encore faut-il que le maire concerné accepte d'accorder ces dérogations. Sans cela, rien n'est possible. ”



↓  
**Anne-Laure Gauthier**  
AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

**Anne-Laure Gauthier :** Le principal point de blocage découle en effet du zonage des PLU. Les zones d'activité excluent le logement. Les autorisations, au sens large, viennent compliquer la mise en œuvre de ces projets, qu'il s'agisse d'une nouvelle autorisation d'exploitation commerciale (AEC) à obtenir dans certains cas de changement de secteur d'activité ou de réouverture de surfaces ayant cessé d'être exploitées pendant trois ans, ou des autorisations d'urbanisme, auxquelles s'ajoutent les sujets environnementaux.

Des progrès existent. La loi dite « Elan » du 23 novembre 2018 a permis de faire apparaître les grandes opérations d'urbanisme (GOU), calibrées pour des opérations d'ampleur et complexes permettant, notamment, le repositionnement d'importantes zones commerciales. Elle repose sur un contrat de projet partenarial d'aménagement conclu avec l'État et une collectivité territoriale ou un établissement public, qui permet, à l'intérieur de son périmètre, de déroger à certaines règles du PLU.

Dans cette même logique la loi dite « Daubié » du 16 juin 2025 permet de déroger aux règles de destination des PLU pour permettre la transformation de bâtiments autres que d'habitation (bureaux, commerce, hôtel) en logements. La loi de simplification du droit de l'urbanisme et du logement du 26 novembre 2025 va dans le même sens en permettant un certain nombre de dérogations aux règles du PLU dans les zones d'activité économique (aussi bien commerciales, artisanales qu'industrielles d'ailleurs). Là encore, l'objectif est de favoriser le développement de nouveaux logements quand le PLU ne le permet pas en dérogeant aux règles de destination mais également d'emprise au sol, de hauteur par exemple.

Tout cela va dans le bon sens. Mais il faut encore que le maire concerné accepte d'accorder ces dérogations. Sans cela, rien n'est possible.

**Émilie Capron :** Et si la période pré-électorale actuelle n'est pas favorable pour engager de tels projets, elle me semble être la bonne pour les préparer. Nous le voyons grâce aux dossiers sur lesquels nous intervenons : la différence se fait souvent sur le sens du timing et sur la capacité des équipes à

anticiper ce qui va devenir porteur. C'est sur cela que nous travaillons aux côtés de nos clients.

“ Si la période pré-électorale actuelle n'est pas favorable pour engager de tels projets, elle me semble être la bonne pour les préparer. La différence se fait souvent sur le sens du timing et sur la capacité des équipes à anticiper ce qui va devenir porteur. C'est sur cela que nous travaillons aux côtés de nos clients. ”



↓  
**Émilie Capron**  
AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

### A quoi est dû selon vous ce manque de recours à l'incitation fiscale ?

**Christophe Janet :** Il me semble que c'est une position dogmatique avant tout, découlant de la considération portée par le gouvernement aux professionnels de l'immobilier.

**Dès lors, quelle stratégie mettre en œuvre pour débloquer la situation ?**

**Christophe Janet :** Le secteur peut avancer sur deux sujets. D'abord avec des partenariats comme celui que nous venons de conclure avec la Banque des Territoires. Leur objectif est avant tout de développer les territoires avec une considération pour le rendement raisonnable. Leur approche est différente, car elle repose sur des prêts consentis sur des temps longs. Les autres acteurs compatibles avec cette approche sont les structures familiales comme la nôtre. Ensuite, il faut accepter de mettre dans l'opération la partie immobilière qui continue à générer du rendement. C'est ce qui permet d'assurer un rendement minimum à l'ensemble de l'opération. Mais à la fin, accepter de perdre de la valeur dans un premier temps pour en gagner par la suite relève néanmoins de la décision de chaque propriétaire.

“

**Il faut accepter de mettre dans l'opération la partie immobilière qui continue à générer du rendement. C'est ce qui permet d'assurer un rendement minimum à l'ensemble de l'opération : perdre de la valeur dans un premier temps pour en gagner par la suite.**

”



**Christophe Janet**

DIRECTEUR GÉNÉRAL  
DÉLÉGUÉ DE NHOOD



Les appartements de Canvas Paris Ivry, lumineux et entièrement meublés, bénéficient d'un design soigné qui optimise chaque espace, avec cuisine équipée et salle de bain privative

# Immobilier de bureaux et crise du logement : la solution du repositionnement et des actifs gérés

*Et si le repositionnement d'actifs immobiliers de bureaux combiné à la montée en puissance de l'immobilier résidentiel géré contribuait au retour des investisseurs institutionnels sur le marché résidentiel et participait ainsi à résoudre la crise de l'offre de logements en France ? Pour comprendre les mécanismes à l'œuvre et tracer des perspectives réalistes, nous avons croisé les analyses de Thomas Charvet, directeur général de Greystar en France, l'un des plus grands opérateurs européens sur le marché des résidences gérées, ainsi que celles d'Émilie Capron, Sophie Duboy et Anne-Laure Gauthier, avocates associées de Lacourte Raquin & Associés.*

## Quels éléments vous ont conduit à investir sur le marché français ?

**Thomas Charvet :** Trois facteurs ont joué un rôle majeur. Tout d'abord, la production de logements qui est extrêmement faible au regard des besoins de la population. Alors qu'il en faudrait en construire au moins 500 000 chaque année, c'est à peine la moitié qui sort de terre. Ensuite, le marché de l'investissement est à un niveau très bas, le volume des transactions est 35% en dessous de celui de 2021. Enfin, le marché locatif résidentiel connaît une tension encore plus forte. Sur les cinq dernières années, l'offre disponible a baissé de 60%.

D'un point de vue micro-économique, le marché a été influencé par le changement de la structure des ménages. Les gens vivent seuls beaucoup plus longtemps et les divorces sont bien plus fréquents. En 1990, près de 40% des logements étaient occupés par des couples avec des enfants. Ce chiffre est désormais en dessous de 20%.

Enfin, si l'on regarde spécifiquement le marché étudiant, le taux d'équipement - soit le rapport entre le nombre d'étudiants et le nombre de logements disponibles pour eux - est de 12%. Quant au stock de logements étudiants, il est formé de deux blocs : des logements sociaux, via les Crous, avec une grande diversité en termes de qualité ; des résidences étudiantes de première génération, issues de dispositifs fiscaux ciblant des particuliers qui n'ont pas réalisé par la suite les travaux nécessaires pour les maintenir dans un état satisfaisant. Or, la France est le pays en Europe avec le plus grand nombre d'étudiants, soit 3 millions.

## Sur quels actifs vous positionnez-vous principalement ?

**Thomas Charvet :** Avant tout, nous visons deux marchés : le marché étudiant et celui des jeunes professionnels, ayant des besoins de mobilité et d'appartements plutôt petits. Dans les deux cas, nous offrons des résidences nouvelle génération intégrant de nombreux services. Dans chaque résidence, entre 600 et 1 000 mètres-carrés sont

consacrés aux parties communes, dans lesquelles il est possible de faire du sport, de profiter d'espaces de coworking, de club-lounges ou de cuisines partagées, ainsi que de services d'animation

“ Il est bien plus adapté de reconvertir des bureaux en logements gérés qu'en logements classiques du fait de la géométrie des bâtiments. ”



Thomas Charvet  
DIRECTEUR GÉNÉRAL,  
GREYSTAR, FRANCE

Recréer des lieux de vie quand les gens se sentent de plus en plus seuls, cela fait sens. Dans les trois dernières années, nous avons acquis 3 000 logements en France, 2 000 sont déjà opérationnels sous la marque Canvas.

## Quelle place occupe la reconversion de bureaux en logements ?

**Thomas Charvet :** Cela représente de 20 à 25% des actifs de notre pipeline. Nous considérons que le marché de bureaux est entré dans une crise structurelle, qui vient s'ajouter à la crise conjonctu-



**6,247 millions de m²**  
de bureaux immédiatement disponibles  
(+11 % sur un an) en Ile-de-France,  
dont **1,9 million** sont des surfaces neuves  
ou entièrement restructurées.

source : AEW, janvier 2026

relle. Le parc de bureaux s'est énormément développé durant les cinquante dernières années. Pour la seule région Ile-de-France, il est passé de 20 millions à 45 millions de mètres-carrés. La modification de la demande est venue changer la donne, notamment avec le télétravail et le flex office. Le taux de vacance est inédit. Il y a environ 6 millions de mètres-carrés vacants en Ile-de-France et l'on s'attend à ce que le cap des 10 millions soit atteint dans les prochaines années.

Quels types d'immeubles sont susceptibles d'être convertis ?

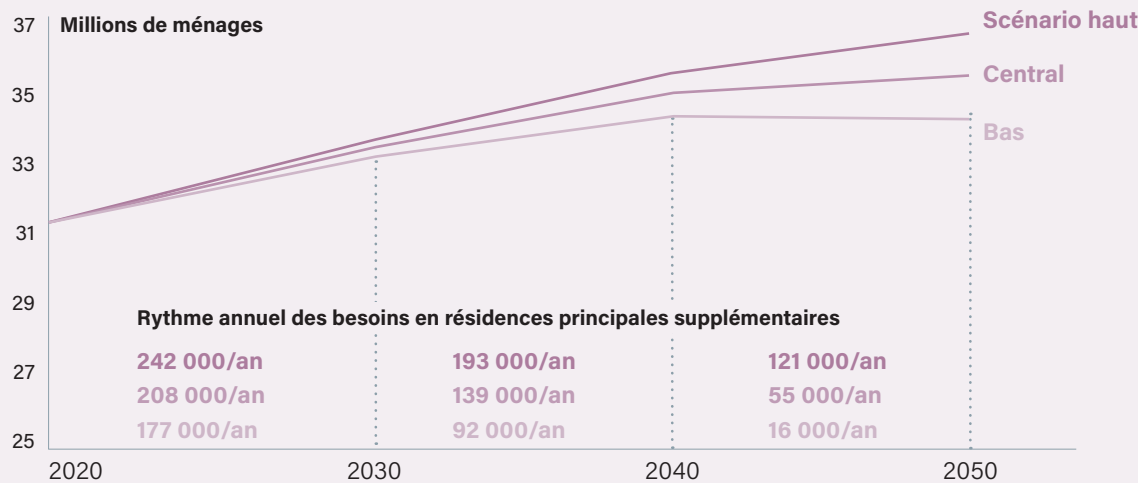
**Thomas Charvet :** Deux catégories d'immeubles de bureaux vacants doivent être distinguées. La

première catégorie concerne les bureaux situés dans des zones encore attractives mais qui sont devenus obsolètes techniquement et qui nécessitent une remise à niveau. La seconde catégorie - celle qui nous intéresse -, concerne des bureaux ayant perdu leur valeur d'usage pour lesquels on peut envisager une reconversion. Mais tous ne peuvent pas faire l'objet d'une reconversion. Encore faut-il que la structure de l'immeuble s'y prête, que le cadre réglementaire le permette et que la volonté politique rende possible le projet de reconversion.

En revanche, il est bien plus adapté de reconvertir des bureaux en logements gérés qu'en logements classiques du fait de la géométrie des bâtiments. Compte tenu de leur constitution sur une base de trame dite profonde, la conversion en logements classiques génère une perte d'au moins 35% des surfaces quand la totalité de l'espace est exploitée pour créer des logements gérés.

La reconversion a ainsi deux vertus : nous pouvons proposer des prix d'achat plus intéressants et, d'un point de vue environnemental, nous utilisons ce qui existe sans avoir besoin de reconstruire.

⬇ Les besoins en résidences principales supplémentaires dépendent de l'évolution des ménages



Source : Besoins en logements à horizon 2030, 2040 et 2050, ministères de l'Aménagement du territoire et de la Transition écologique, Commissariat général au développement durable, Service des données et études statistiques (SDES), juin 2025.

Comment expliquer la frilosité des investisseurs ?

**Thomas Charvet :** Quand un propriétaire d'un immeuble à repositionner accepte de le vendre à prix fortement décoté, le risque de permis de construire est transféré à l'acquéreur. Cela change la manière d'appréhender les risques et donc le profil des investisseurs. Deux catégories d'investisseurs se détachent. D'une part, les investisseurs opportunistes, value-add et les promoteurs, dont l'approche est influencée par le besoin de réaliser des opérations rapidement. D'autre part, des acteurs publics, ou encore la Foncière de transformation immobilière (F.T.I.) du groupe Action Logement, inscrits sur des temps plus longs. Leur action vise clairement à accompagner une politique du logement.

Néanmoins, cela ne concerne que des volumes encore faibles. Selon une étude récente de Cushman & Wakefield, ce sont un peu plus de 500 000 mètres carrés de bureaux qui ont été convertis en 14 000 logements sur les dix dernières années. Le rythme néanmoins s'accélère, puisque depuis 2022, ce sont 12 000 logements qui ont été ainsi créés.

**Sophie Duboy :** Le coût fiscal des projets peut être l'une des explications à la frilosité des investisseurs. Pendant la période de travaux, les actifs immobiliers ne génèrent aucun revenu. Pourtant, la taxe foncière sur les propriétés bâties demeure due, tout comme la taxe sur les bureaux, même si pour cette dernière la loi de finances pour 2025 a introduit une possibilité d'exonération pour les locaux vacants au 1er janvier faisant l'objet d'un engagement de transformation en locaux à usage d'habitation dans un délai maximum de quatre ans à compter de la délivrance de l'autorisation d'urbanisme. Il faut intégrer également les taxes d'urbanisme dans le budget de l'opération.

Les projets de transformation de bureaux en logements exposent également à des contraintes importantes en matière de TVA, avec des problématiques de non-récupération de TVA sur les travaux, voire de régularisation de la TVA déduite antérieurement dans le cadre de l'usage bureau.

“

**Le coût fiscal des projets peut être l'une des explications à la frilosité des investisseurs. Mais sans volonté politique forte, toutes les propositions faites risquent de rester lettre morte.**

”



**Sophie Duboy**  
AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

Alors, certes, d'autres dispositifs existants permettent par exemple de réduire les coûts fiscaux liés à l'acquisition du foncier (engagements de revendre et de construire permettant de bénéficier de droits d'enregistrement réduits), mais il faudrait aller plus loin si l'on souhaite encourager les opérations de transformation.

Des avancées et des propositions n'ont-elles pas été faites récemment en matière fiscale pour favoriser ces projets ?

**Sophie Duboy :** Comme évoqué plus haut, la loi de finances pour 2025 a instauré quelques mesures pour favoriser la transformation de bureaux en logements et d'autres mesures avaient été mises en place



“

**Pour l'urbanisme, quelques réformes récentes sont très favorables à la construction de logements étudiants grâce à la possibilité de déroger à toutes les règles du PLU dans ce cas spécifique.**

”



**Anne-Laure Gauthier**

AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

par le passé pour les cessions de locaux professionnels destinés à être transformés en logements.

Plus récemment, en 2025, Valérie Létard alors qu'elle était ministre du Logement, a nommé deux groupes de travail, l'un sur la question du financement des opérations de transformation, l'autre sur la simplification des normes. Chacun a débouché sur un rapport, contenant des propositions intéressantes en matière fiscale. A titre d'exemple, est évoquée la possibilité de n'assujettir les bureaux à transformer qu'à la taxe foncière non bâtie pendant les travaux, la création de véhicules dédiés aux transformations offrant certains avantages tel qu'un taux réduit de TVA, le maintien de droits acquis en matière de redevance bureaux pendant 20 ans de sorte à encourager des changements

d'usage successifs, etc. Mais sans volonté politique forte, toutes ces propositions risquent de rester lettre morte.

**Anne-Laure Gauthier :** Pour l'urbanisme, quelques réformes récentes vont dans le bon sens.

La loi n° 2025-541 du 16 juin 2025, dite « Daubié » permet au maire d'accorder une dérogation aux règles relatives aux destinations fixées par le PLU pour autoriser le changement de destination d'un bâtiment ayant une destination autre que l'habitation en bâtiment à destination principale d'habitation. Elle élargit le recours au projet urbain partenarial (PUP) afin que les équipements publics rendus nécessaires par les opérations de transformations puissent être financés via une convention entre les collectivités et les opérateurs immobiliers (jusqu'à le recours au PUP était réservé aux seules opérations de constructions neuves).

La loi n° 2025-1129 du 26 novembre 2025 de simplification du droit de l'urbanisme et du logement, introduit une nouvelle possibilité de dérogation, permettant de déroger à toutes les règles du PLU, pour permettre la réalisation d'opérations de logements destinés spécifiquement à l'usage des étudiants

Ces textes sont très favorables à la construction de logements étudiants grâce à la possibilité de déroger à toutes les règles du PLU dans ce cas spécifique.

**Par-delà l'évolution nécessaire, tôt ou tard, des règles d'urbanisme et de fiscalité, quel autre levier pourrait être actionné ?**

**Thomas Charvet :** Ces opérations sont tout de même dépendantes avant tout du bon vouloir des collectivités. Plusieurs des réformes décrites permettent aux municipalités de faire. Pour autant, elles n'y sont pas obligées. Alors qu'elles pourraient être soumises à des objectifs, comme celui de faire baisser le taux de vacance sur leur territoire. Le désalignement d'intérêt entre les collectivités territoriales et les investisseurs est donc le premier frein. Aujourd'hui, accorder une reconversion conduit en effet une municipalité à perdre la fisca-



Chaque espace commun devient un lieu de rencontre : du fitness aux zones de travail en passant par les espaces de détente, tout encourage le lien et le bien-être.

lité liée aux bureaux, ce qui peut représenter jusqu'à 20% de ses recettes. En outre, le développement de logements va entraîner pour les mêmes municipalités l'augmentation des charges, compte tenu des équipements et des services publics qui seront nécessaires. Les PUP sont une partie de la réponse. Pouvoir travailler avec des communes ayant une approche sur le long terme, comprenant qu'il n'y aura pas de retour en arrière, est un avantage significatif.

L'autre point de blocage - et je le comprends - est le fait que les propriétaires ont du mal à accepter la baisse de valeur de leurs immeubles. De ce fait, actuellement, une offre sur deux n'aboutit pas. Enfin, il faut reconnaître que la filière n'est pas encore outillée et que trop d'acteurs assimilent encore une opération de reconversion à un projet de construction neuve, alors qu'elle peut s'avérer plus longue, plus complexe et donc plus coûteuse. Cela s'avère d'autant plus déterminant que le temps est devenu plus cher en raison du relèvement des taux d'intérêt.

**Historiquement, en France, les investisseurs institutionnels ont fui les actifs résidentiels. Une partie de la solution ne consisterait-elle pas à les amener à investir de nouveau dans cette classe d'actifs ?**

**Thomas Charvet :** Ils étaient là jusqu'à la fin des

“

**Il faut remarquer que le résidentiel géré est devenu la classe d'actif la plus recherchée par les institutionnels selon les derniers sondages réalisés dans la profession.**

”



**Thomas Charvet**

DIRECTEUR GÉNÉRAL,  
GREYSTAR, FRANCE

années quatre-vingt. Aujourd'hui, ils ne représentent qu'à peine 3% du parc résidentiel privé. Pour qu'ils reviennent, il faudrait pallier les trois problèmes qui les ont fait quitter cette classe d'actifs. Il y a d'abord la complexité de gestion découlant du nombre très important de locataires, d'un taux de turn-over très élevé, soit l'exact opposé du modèle de l'immobilier de bureau. La hiérarchie des rendements est l'autre point. Car en plus d'être plus simple, la gestion des bureaux était également plus rentable. Enfin, la taille des investissements en bureaux permet de déployer plus rapidement des volumes importants de capitaux que l'acquisition de logements.

Une fois cela dit, il faut remarquer que le résidentiel géré est devenu la classe d'actif la plus recherchée par les institutionnels selon les derniers sondages réalisés dans la profession. En effet, depuis la COVID, la modification des besoins et des usages en matière de bureaux a provoqué une suroffre durable. De plus, des acteurs dont c'est le métier sont venus proposer des solutions aux trois problèmes qui avaient fait fuir les investisseurs. Chez Greystar, nous dédions des fonds très conséquents, au plan européen, pour investir dans cette classe d'actifs. La difficulté provient du fait que 97% des biens sont détenus par des particuliers, ce qui limite le déploiement d'investissements à grande échelle, la structuration du marché reposant majoritairement sur une détention en copropriété par des investisseurs particuliers qui étaient motivés par des dispositifs de défiscalisation.

**Émilie Capron :** Notre analyse est identique à la vôtre. Nous avons plusieurs clients qui sont des fonds opportunistes et qui s'intéressent au logement en France. Déjà présents en Espagne et en Italie, ils s'intéressent à l'Allemagne et attendent pour revenir en France que les règles s'assouplissent. Ils surveillent notamment la réglemen-

“

**Parmi nos clients, des fonds opportunistes s'intéressent au logement en France. Mais l'encadrement des loyers est très pénalisant pour l'attractivité de la France alors même que les besoins de logements sont très significatifs.**

”



**Émilie Capron**

AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

tation en matière de droits de préemption des locataires et les règles d'encadrement des loyers, y compris entre deux locataires. L'encadrement des loyers est très pénalisant pour l'attractivité de la France auprès des investisseurs dans cette classe d'actifs, alors même que les besoins de logements sont très significatifs.

Le quartier Paris - La Défense s'est lancé dans un recensement de tous les immeubles jugés obsolètes, avec pour ambition de mobiliser tous les acteurs concernés et de trouver des solutions à l'échelle du quartier.

NISIAN HUGHES - GETTY IMAGES

# Financer les transformations immobilières : entre défauts d'anticipation et besoins de flexibilité

*Dans la perspective de repositionner des biens immobiliers ayant perdu leur valeur d'utilité, le financement apparaît comme un levier essentiel. Comment favoriser le financement de ces transformations que le changement des besoins rend indispensables ?*

*Rencontre avec Priscilla Le Priellec, directrice du département financements immobiliers structurés et promotion immobilière de La Banque Postale ainsi qu'Émilie Capron, Sophie Duboy, Anne-Laure Gauthier et Chloé Thiéblemont, avocates associées, du cabinet Lacourte Raquin & Associés.*

**De votre point de vue, quels sont les principaux facteurs qui conduisent aujourd'hui à ce besoin de repositionnement ?**

**Priscilla Le Priellec :** Les raisons dépendent des classes d'actif.

Pour le moment, ce sont avant tout les bureaux qui sont concernés, du fait de leur inadéquation aux besoins actuels. Et dans la majorité des cas, lorsque leur localisation reste attractive pour un usage de bureaux, il s'agit de les repositionner sur le même marché, en leur apportant de nouvelles fonctionnalités. Pour certains actifs de bureaux

“  
Le nombre d'opérations préoccupantes ne me paraît pas être un sujet faisant naître un risque à la place, mais un sujet qui trouverait avantage à être traité par la place dans son ensemble, pour une meilleure efficacité.”

”



**Priscilla Le Priellec**

DIRECTRICE DU DÉPARTEMENT FINANCEMENTS IMMOBILIERS STRUCTURÉS ET PROMOTION IMMOBILIÈRE, LA BANQUE POSTALE

des transformations en logements sont néanmoins envisageables, les plus faciles étant en résidences étudiantes/ jeunes actifs. Il n'est pas rare non plus de voir des hôtels transformés en résidences étudiantes par exemple ou en logements.

D'autres types d'actifs, comme certaines zones commerciales désuètes en entrée de ville, en sont encore essentiellement aux études de faisabilité (sauf quelques exceptions) et ne sont donc pas encore arrivés au stade du financement. Nous intervenons aussi sur des projets concernant des locaux d'activité dont le repositionnement va consister, par exemple, à les associer à des surfaces de logistique urbaine. Enfin, concernant les actifs de logistique, je n'ai eu connaissance que d'un seul projet de transformation pour le moment, en data center.

Mais il faut également se préparer à ce que d'autres types d'actifs arrivent sur le marché avec ce besoin de repositionnement, comme des cliniques ou des EHPAD qui pourraient ne plus être fonctionnels, être trop chers à exploiter, ou plus adaptés aux besoins. Leurs opérateurs voudront alors s'en séparer pour réaliser d'autres investissements. De mon point de vue, il sera très difficile de les transformer et il est plus probable que cela requière des destructions pour réaffecter le foncier à des activités que l'on ne peut pas encore déterminer.

**Quelles sont les spécificités du financement de ces opérations de transformation par rapport à des projets immobiliers classiques ?**

**Priscilla Le Priellec :** Les repositionnements sur un même marché, sans changement d'usage ou de destination, sont relativement faciles à engager et à financer à condition que l'emplacement le permette, que toutes les parties prenantes croient en une deuxième vie pour cet actif et que l'on soit convaincu qu'il y aura, demain, un marché pour cet investissement. Je constate même qu'il existe une très forte concurrence, entre banques, avec les fonds de dette, pour financer ces opérations.

La situation est bien différente pour les transfor-



mations impliquant un changement de destination. Comme souvent en immobilier, l'emplacement va guider l'utilisation. Et il est particulièrement important de regarder l'immeuble dans son quartier car il peut s'avérer nécessaire de repenser tout cet environnement et de le faire évoluer lui aussi. Il me semble qu'un nombre croissant d'élus est convaincu par cette approche ce qui, du point de vue du financement, est un point positif important.

**Pourtant, la frilosité des élus à s'engager dans de tels projets est régulièrement pointée du doigt. Quels éléments viennent nourrir votre optimisme ?**

**Priscilla Le Priellec :** Les élus n'ont aucun intérêt à se retrouver avec des friches tertiaires, qui induisent le développement de squats et provoquent de l'insécurité. Je comprends que l'on souligne que de telles transformations entraînent pour les communes une perte de taxe annuelle sur les bureaux et la nécessité de financer des équipements publics supplémentaires. Mais des solutions existent, notamment des incitations fiscales comme celles proposées par le rapport Bouyer-Lépine, à l'établissement duquel j'ai participé.

Certaines initiatives locales reposent sur une vision de long terme. En octobre dernier, j'ai eu l'occasion de voir par exemple les équipes de Paris – La Défense qui entreprennent un travail de recensement auprès des propriétaires de La Défense de tous les immeubles jugés obsolètes, avec pour ambition de fédérer les acteurs concernés et de trouver des solutions au niveau du quartier. Il est possible d'engager une dynamique comparable à des échelles bien plus modestes. *In fine*, face aux besoins de logements et d'équipements, les élus ne pourront pas faire autrement.

Dès lors que la volonté politique nationale sera là, la mécanique fonctionnera. Les finances locales étant tendues, la question des financements publics sera sans doute traitée dans le cadre non pas des élections municipales, mais dans le prolongement des positions prises à l'occasion de l'élection présidentielle.

“

**La fiscalité pourrait être utilisée comme outil d'incitation efficace si l'on souhaite aller plus loin dans l'accompagnement de ces opérations.**

”



**Sophie Duboy**  
AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

**Sophie Duboy :** La loi de finance pour 2025 a instauré une mesure à destination des collectivités locales, en prévoyant l'assujettissement à la taxe d'aménagement, sauf délibération contraire, des opérations de transformation de bureaux en logements. Cette mesure a pour but d'inciter les communes à accompagner les opérations de transformation en leur procurant des ressources complémentaires pour financer les équipements publics (écoles, crèches...) que nécessitent ces opérations.

Du point de vue des investisseurs, les opérations de transformation de bureaux en logements sont fortement pénalisées par certaines taxes (taxe foncière, taxe sur les bureaux) qui restent dues pendant les travaux alors que les immeubles ne



La transformation de bureaux en logements est souvent confrontée aux défis posés par la conformation des bâtiments existants.

gènèrent aucun revenu. La loi de finances pour 2025 a également mis en place une mesure visant à favoriser ces opérations en prévoyant une exonération de taxe sur les bureaux pour les bureaux vacants au 1er janvier faisant l'objet d'un engagement de transformation en locaux à usage d'habitation dans un délai de quatre ans à compter de l'autorisation d'urbanisme.

Ces opérations de transformation de bureaux en logements sont également susceptibles d'entraîner des coûts non négligeables en matière de TVA. La fiscalité pourrait être utilisée comme outil d'incitation efficace si l'on souhaite aller plus loin dans l'accompagnement de ces opérations.

**Quels sont les principaux modèles économiques qui permettraient de rendre ces opérations rentables ?**

**Priscilla Le Priellec :** En matière de transformation avec changement de destination, aucun modèle n'émerge pour le moment. Néanmoins, nous avons une expérience récente avec un actif distressed de notre portefeuille, détenu par un investisseur très volontaire dont l'objectif n'est pas de se défaire du bien en question. Je prends cet exemple car il est, me semble-t-il, assez illustratif de nombreuses situations. Cet actif de bureaux est situé en péri-Défense et a

toujours été intégralement loué depuis sa construction dans les années 90. Sa configuration pouvait d'ailleurs laisser penser qu'il était toujours en phase avec les besoins du marché, y compris depuis la crise de la Covid. Pour autant, sa localisation n'est pas optimale car il est un peu trop loin des transports. A ce jour, il n'est plus loué qu'à 50 % et le dernier locataire partira sous deux ans. La situation est assez compliquée car la surface est très importante et, à ce jour, il ne nous semble pas qu'il y ait un avenir en bureaux à cet endroit. Néanmoins, le volume de l'immeuble et le cadre offert par l'emplacement permettent d'envisager un usage mixte, avec des logements.

Pour autant, afin que le projet soit économiquement viable, il faut obligatoirement pouvoir augmenter les surfaces. Cette équation est corroborée par les travaux de l'Observatoire régional de l'immobilier d'entreprise en Ile-de-France qui établissent que pour un 1 m<sup>2</sup> de bureaux à transformer, il faut au minimum 1,5 m<sup>2</sup> de surface habitable autorisée. Cela s'explique à la fois par le différentiel de prix au m<sup>2</sup> en sortie entre le bureau (si loué bien sûr) et le logement, le coût de la transformation et le besoin d'éviter la démolition-reconstruction pour préserver autant que possible le bilan Carbone de l'opération. Cela implique de procéder, par exemple, par



“

**Quand ces dossiers finissent en liquidation judiciaire et qu'aucun acquéreur n'est trouvé, *in fine* ce sont les collectivités publiques qui récupèrent les biens.**

”



**Émilie Capron**

AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

voie de surélévation pour densifier.

L'équation repose également sur la reconnaissance de la valeur du foncier, alors même que la perte de valeur est colossale pour l'investisseur détenant le bien et que la faisabilité de l'opération nécessite un prix d'acquisition bas. La question est donc de savoir qui supporte la perte, sachant qu'en général ces biens ont été financés par des banques. Or, le prêteur senior qui a financé l'acquisition de l'actif à hauteur d'environ 50 % de loan-to-value a été rémunéré pour apporter les liquidités pour une acquisition, par pour perdre sa créance. La situation est certes un peu différente pour un prêteur agressif qui s'est exposé entre 70 et 80 % de loan-to-value, qui a accepté de prendre le risque de perdre une partie de sa créance. Objectivement, nous

n'avons jamais vu dans les crises précédentes des décotes de 50 % sur les prix de cession alors que nous allons au-devant de décotes allant jusqu'à 90% et parfois même 100% de la valeur des actifs.

**Comment les banques comptent-elles faire face ?**

**Priscilla Le Priellec :** La situation est très compliquée. Les banques sont attendues pour financer la transformation qui est nécessaire compte tenu des évolutions sociales, démographiques, environnementales, ce que je comprends tout à fait. La Banque Postale a d'ailleurs voté en février dernier une enveloppe spécifique de 300 millions d'euros pour ces projets de transformation afin d'accompagner les investisseurs. Mais d'un autre côté, si les pertes sont trop importantes, nos régulateurs et nos dirigeants nous demanderont pourquoi allouer autant de capitaux au secteur de l'immobilier alors que d'autres secteurs demeurent rentables pour nos activités. Il serait donc dangereux de demander aux banques d'accepter de prendre de fortes pertes sur les actifs distressed. Il sera d'ailleurs préférable dans certaines situations pour les banques d'avoir la possibilité de porter la transformation avec des mécanismes de partage de la performance à la sortie, accompagnées par les investisseurs d'origine à travers un autre de leurs fonds par exemple ou d'autres investisseurs avec des équipes opérationnelles.

Soyons donc prudents sur la capacité des banques à financer cette transformation à grande échelle et il est important d'explorer des sources de financement alternatif. La réponse souvent formulée est de dire que les fonds de dette prendront la relève des banques. Aujourd'hui, le mouvement n'est pas réellement engagé. Si les fonds de dette prennent plus de risques que nous, pour un coût bien plus élevé, nous nous retrouvons sur les mêmes opérations et ils ne jouent donc pas un rôle de relais sur des opérations sur des localisations où une transformation d'usage est nécessaire, nécessite un temps de portage significatif impliquant un risque administratif

Certains voient une solution avec la création de structures de défaillance dans lesquelles la Caisse

des dépôts et consignations serait présente pour assurer la plus grande partie de l'equity. Pour d'autres, il faudrait que les banques se mettent à la fois au capital et en position de prêteur. Des acteurs comme SOCFIM sont capables de faire cela par exemple, en accompagnement de fonds d'investissement achetant à bas prix.

**Dans les dossiers que vous voyez, est-ce plutôt l'investisseur en place qui accompagne la transformation ou s'agit-il plutôt de nouveau acquéreurs qui prennent le relais après que l'investisseur et la banque aient accepté de prendre leurs pertes ?**

**Priscilla Le Priellec :** Les deux cas existent, tout dépend de l'investisseur. L'acteur en place accompagnant la transformation se trouvera surtout s'il s'agit d'un investisseur sur le long terme, d'un mandat entre assureurs ou de fonds ou de SCPI bien gérés – c'est-à-dire multi classes d'actifs ou bien diversifiés, ayant anticipé ces problèmes par une diversification adaptée leur permettant de procéder à certaines ventes pour réinvestir dans des actifs posant problèmes. Mais dans tous ces cas, il faudra que le modèle économique soit pertinent.

La vente avec une très forte décote sera plutôt le fait d'acteurs du private equity ayant investi dans des bureaux en première et deuxième couronne à Paris, souvent avec à chaque fois un locataire unique, avec des fonds d'investissement fermés. Ces fonds d'investissement n'ont plus de capital disponible : soit ils ont déjà vendu ce qui pouvait l'être, soit il s'agit d'un fonds dédié à une seule opération très importante. Et si ces fonds sont en plus en fin de période de liquidation, leur intérêt est soit de vendre coûte que coûte, soit de se mettre en liquidation judiciaire. Si l'on peut comprendre leur position, l'impact est majeur pour les banques ayant accepté de financer ces opérations.

**Emilie Capron :** Le risque est également pour les collectivités. Quand ces dossiers finissent en liquidation judiciaire et qu'aucun acquéreur n'est trouvé, *in fine* ce sont elles qui récupèrent les biens. L'ampleur du sujet, pour les acteurs publics, en raison de leurs ressources souvent limitées, est en soi

un levier de mobilisation des élus, au plan national, pour obtenir une réaction à la hauteur des enjeux.

**Faut-il y avoir un risque systémique ?**

**Priscilla Le Priellec :** Tous les acteurs ne sont pas transparents. Pour notre part, notre banque est récente - créée en 2012 - et notre activité s'est inscrite dans un cycle immobilier très favorable. Nous ne sommes donc pas vraiment exposés. D'autres acteurs sont dans des situations plus compliquées, ne communiquent pas et s'apprêtent à perdre beaucoup d'argent.

Mais il faut rester raisonnable quant à l'apprécia-

“

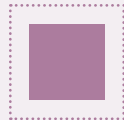
**Peut-être que les banques pourraient se mettre d'accord demain sur des positions de place permettant de recourir à la fiducie qui permet de prendre le contrôle de la société sans passer par la case des procédures collectives.**

”



**Chloé Thiéblemont**

AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS



Pour un **1 m<sup>2</sup> de bureaux à transformer**, il faut au minimum **1,5 m<sup>2</sup> de surface habitable autorisée**.

source : Observatoire régional de l'immobilier d'entreprise en Ile-de-France, 2025

tion du nombre d'opérations préoccupantes. L'effet est mécaniquement dilué sur de très nombreux prêteurs, y compris étrangers, car de nombreuses banques qui ont apporté d'importants financements l'ont fait dans une stratégie d'originate to distribute. Elles ont ainsi distribué leurs créances sur de nombreux acteurs. De ce fait, même des banques ayant apporté des financements à hauteur de 100 ou 200 millions d'euros de dettes sur un actif à un moment donné, n'en ont finalement gardé que 20 ou 30 millions dans leurs livres.

Cela ne me paraît donc pas un sujet faisant naître un risque à la place, mais un sujet qui trouverait avantage à être traité par la place dans son ensemble, pour une meilleure efficacité. C'est ce à quoi nous sommes tout de même nombreux à pousser dans le cadre des travaux conduits par l'Institut du financement des professionnels de l'immobilier (IFPIMM).

**La régulation bancaire, et notamment la réforme CRR3, qui renforce le cadre de Bâle III, est-elle un levier ou un facteur de blocage face aux besoins de financement des transformations ?**

**Priscilla Le Priellec :** Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2025, il s'agit de la norme qui s'impose à nous. Elle impose notamment une augmentation très significative des fonds propres à mettre en regard des financements d'opérations de constructions et travaux. Cela répond à la grande crainte que les régulateurs nourrissent à l'égard de l'immobilier, résidentiel et surtout commercial.

Mécaniquement, cela tue les transformations. Il faut donc avoir une réflexion globale avec les régulateurs, en ayant conscience que d'autres acteurs

- les fonds de dette -, qui sont nos compétiteurs, ne sont pas soumis aux mêmes contraintes. Mais si l'on doit considérer que les transformations leur sont donc de facto réservées, sans doute faudrait-il se poser la question de la protection des investisseurs en cas de problème important, car ce seraient avant tout des investisseurs institutionnels qui seraient concernés soit, *in fine*, des assureurs et des fonds de pension. Il y a fort à parier que dans ce cas, ils se trouveraient alors avec des obligations comparables. Et le problème de financement de ces besoins ne sera pas résolu.

La solution pourrait être de s'inspirer de ce qui a été fait pour les financements des PME ou les financements d'infrastructures en accordant une réduction des fonds propres aux banques acceptant de s'engager sur ces opérations de transformations d'actifs, notamment en logements compte tenu de l'importance de ce besoin en France

**Comment peut-on faire émerger des solutions de long terme et structurantes pour que nous puissions faire face à ces besoins ?**

**Chloé Thiéblemont :** Le financement immobilier des foncières et fonds d'investissement est basé classiquement sur des durées allant de 5 à 7 ans. Des durées bien plus longues sont nécessaires pour les transformations à engager. Des fonds de transformation, avec des partenaires comme la BPI, seraient des outils efficaces. Mais d'autres voies pourraient être envisagées comme, par exemple, des émissions obligataires spécifiques garanties par l'État, permettant d'apporter un soutien pérenne sur 20 à 25 ans, digne du financement de projets. Les Français sont des épargnants et cela créerait un cercle vertueux, du moment qu'un projet global et cohérent est conçu et mis en œuvre.

Par ailleurs, des outils juridiques pourraient être exploités. Dans le monde de l'immobilier, l'hypothèque est bien connue. Mais la fiducie sur les titres est un outil encore peu utilisé. Aujourd'hui, on la trouve dans le cadre d'opérations de restructuring et sur des fonds de dette avec des leviers

très élevés. Pourtant, si l'on prend d'autre types de financement comme le financement corporate, la fiducie est entrée dans les mœurs dès le départ. Or, la fiducie permet de prendre le contrôle de la société sans passer par la case des procédures collectives. Est-ce que demain, le nantissement de titres classique - qui est paralysé par la procédure collective - ne pourrait pas s'effacer au profit de la fiducie ? Nous n'y sommes pas encore. Pour les emprunteurs, la fiducie est encore synonyme d'actifs allant mal ou d'opérations avec des leviers très élevés.

Peut-être que les banques pourraient se mettre d'accord demain sur des positions de place permettant d'y recourir. Rien n'empêche d'ailleurs que les termes du contrat de fiducie soient plus souples que ceux consentis dans le cadre d'une procédure collective. Ainsi, les trigger events pourraient ne pas être les mêmes dans une fiducie restructuring et dans une fiducie sans problème apparent.

**Priscilla Le Priellec :** Ce serait très bien en effet. A ce jour, certaines banques refusent d'en faire car elles ne savent tout simplement pas la traiter dans leurs outils. Mais en effet, une telle approche réclamerait que la fiducie soit acceptée par toutes sortes de banques et de fonds de dette. Or, dans certains fonds, le règlement ne le permet pas pour le moment, ces derniers n'acceptant que les hypothèques. Plusieurs banques allemandes sont très frileuses à l'idée d'y avoir recours dans le cadre de leur outil principal de refinancement, les émissions obligataires Pfandbriefe. Or, sans consensus de place, il ne peut y avoir d'avancée.

**Des solutions existeraient-elle au niveau réglementaire ?**

**Priscilla Le Priellec :** Une des propositions du rapport Bouyer-Lépine consistait à dire que, pour tout actif vacant depuis plus de deux ans à plus de 70%, il faudrait obligatoirement présenter une valorisation de transformation en plus d'une valeur de marché classique sans changement d'usage. Autant dire que l'impact sur les comptes serait très net et que cela pousserait les investisseurs à faire

“  
Le risque de recours, *a fortiori* quand ils sont portés par des associations qui n'hésiteront pas à saisir le Conseil d'État, peut être très dissuasif pour les banques.

”



**Anne-Laure Gauthier**

AVOCATE, ASSOCIÉE,  
LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

sortir les actifs plus rapidement. Le marché serait fluidifié.

Ce serait un moyen pour favoriser la transformation. Ce serait d'autant plus efficace si l'obtention des autorisations administratives nécessaires à la réalisation d'opérations de transformation était facilitée. Cela aiderait à faire disparaître une dichotomie qui existe à l'heure actuelle entre les banques intervenant dès l'acquisition du foncier alors même que l'autorisation administrative n'a pas été obtenue et celles n'acceptant d'intervenir qu'une fois cette phase passée.

**Anne-Laure Gauthier :** Le sujet de l'obtention des autorisations est déterminant. Les récentes réformes devraient faciliter les transformations d'actifs en habitation en prévoyant de nouvelles déro-

gations aux règles des PLU<sup>1</sup>. Toutefois, l'octroi de ces dérogations reste à la discrétion du maire. A cela s'ajoute le risque contentieux, la transformation, notamment de bureaux en logements, suscitant généralement une certaine opposition. Certes, les dernières réformes du contentieux visent à accélérer le traitement des recours formés contre les permis de construire comportant plus de deux logements (le juge doit en principe statuer dans un délai de dix mois et absence d'appel). Néanmoins, ce risque de recours, *a fortiori* quand ils sont portés par des associations qui n'hésiteront pas à saisir le Conseil d'État, peut être très dissuasif pour les banques.

### Des acteurs tirent-ils leur épingle du jeu en adoptant des positionnements innovants ?

**Priscilla Le Priellec :** Jusqu'à présent, je n'ai pas vu d'acteurs ayant fait évoluer leurs actifs vers un changement d'usage par anticipation. Tous interviennent en réaction. En revanche, je vois émerger certains acteurs qui contribuent à faciliter ces évolutions. Outre les actions de la Foncière de Transformation Immobilière (Groupe Action Logement), je pense notamment aux initiatives de promoteurs, avec des fonds d'investissement dédiés à cette thématique. Je pense par exemple au fonds de portage Emetam, créé par le promoteur Emerige. L'idée

première est d'acheter des actifs à restructurer avec démolition/reconstruction ou avec restructuration sans démolition ou avec démolition partielle. Le fonds réalise le portage de la phase administrative, incluant la réalisation des études jusqu'à l'obtention des autorisations administratives. Une fois l'opération sécurisée sur le plan administratif et éventuellement également sur le plan des cessions en bloc et/ou détail, la vente du projet est faite à un promoteur, afin qu'en découle une opération classique de promotion. Ce type de fonds de portage facilite les projets puisque c'est ce temps de portage que les promoteurs ne peuvent plus se permettre de financer seuls aujourd'hui.

Mirabeau propose aussi des fonds de portage, cette fois non pas en levant de l'argent auprès d'institutionnels classiques comme l'a fait Emerige, mais avec le concours de family offices ou de fortunes privées conséquentes. Enfin, d'autres comme Harvestate vont jusqu'au bout de l'opération (portage, redéveloppement et cession), avec le concours d'institutionnels. Certains de ces acteurs peuvent d'ailleurs s'associer avec des investisseurs qui apportent leurs actifs.

**Emilie Capron :** Des compléments de prix pour le vendeur peuvent aussi être prévus par le biais de clauses de retour à meilleur fortune.

<sup>1</sup> (article L.152-6 du code de l'urbanisme permettant de déroger aux règles de densité et de stationnement pour autoriser la transformation à usage principal d'habitation d'un immeuble existant par reconstruction, rénovation ou réhabilitation dans la limite d'une majoration de 30 % du gabarit de l'immeuble existant ; nouvel article L. 152-6-5 issu de la loi « Daubié » du 16 juin 2025 permettant de déroger aux règles de destination pour transformer d'un bâtiment ayant une destination autre que d'habitation en bâtiment à destination principale d'habitation, nouvel article L.152-68 issu de la loi de simplification du droit de l'urbanisme du 26 novembre 2025 permettant de déroger à toutes les règles du PLU pour permettre la réalisation d'opérations de logements destinés spécifiquement à l'usage des étudiants).

# Financement du repositionnement des actifs immobiliers : un nécessaire régime juridique et fiscal de l'actif immobilier en mutation

*La France s'engage dans une politique de transformation des bureaux vacants et de réversibilité des bâtiments, nécessitant l'octroi de moyens financiers et notamment la possibilité pour les investisseurs concernés d'accéder à la dette. Ses objectifs : faire face à la crise du logement, à l'impératif écologique et disposer d'un parc immobilier pleinement opérationnel face aux enjeux économiques et sociaux.*



**Émilie Capron, Anne-Laure Gauthier,  
Sophie Duboy et Chloé Thiéblemont**

AVOCATES ASSOCIÉES, LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS

**S**i les prêteurs vont analyser les aspects économiques de chaque dossier (coût de la mutation, valeur de l'actif immobilier en mutation, liquidité de cet actif immobilier, etc.), ils ne pourront octroyer de financement que s'il existe un cadre juridique stable pour ces opérations.

Des premières adaptations ont été apportées récemment au cadre juridique et fiscal de la transformation d'actifs immobiliers en logements. La question se pose néanmoins d'aller plus loin pour tendre vers un véritable régime juridique spécifique de l'« actif en transformation », pour toutes les catégories d'actifs immobiliers à convertir, permettant de relever le défi de l'actif en mutation et de son financement

## Un déséquilibre sectoriel indubitable

La situation actuelle du marché immobilier français révèle un paradoxe : d'un côté environ 9 millions de m<sup>2</sup> de bureaux vacants, dont 2 millions en situation de vacance structurelle ; de l'autre, une crise du logement caractérisée par une contraction durable de l'offre, une chute des mises en chantier et une tension accrue sur le parc social, tant en ce qui concerne le logement des ménages que les logements étudiants.

Ce double phénomène traduit un déséquilibre profond dans l'allocation du capital immobilier. Celui-ci s'explique, d'une part, par un rendement intrinsèque supérieur des immeubles de bureaux par rapport aux logements et, d'autre part, par la plus grande facilité à déployer rapidement un volume important d'investissement en bureaux réduisant les coûts fixes de leur gestion par rapport aux logements. Ces avantages ont eu pour conséquence de rendre les actifs de bureaux plus attractifs ces dernières années, au détriment des actifs résidentiels.

## Un besoin structurel de mutation des actifs immobiliers

Au-delà de la problématique du logement, se pose de manière plus large la question de la mutation des actifs immobiliers devenus inadaptés à leur usage. Celle-ci constitue d'abord un impératif écologique, qui nous invite à économiser les ressources en remployant l'existant. Elle constitue ensuite un impératif de compétitivité pour la France, qui nécessite de disposer d'un parc immobilier pleinement adapté pour répondre à ses enjeux économiques (actifs logistiques, data centers, zones commerciales, zones d'activités) et sociaux (cliniques, EHPAD).

La transformation d'actifs immobiliers avec changement de destination est le mécanisme de réallocation sectoriel apparemment simple pour répondre à ces enjeux actuels. Il doit faire face à plusieurs défis notamment d'un point de vue économique (la transformation est-elle financièrement viable ?) et d'un point de vue technique (l'actif immobilier permet-il structurellement cette transformation ?). Mais cette mutation ne peut être réalisée que si les investisseurs peuvent la financer. Or, outre les aspects économiques et techniques évoqués ci-dessus, le financement de ces opérations ne pourra prospérer que si elles disposent d'un régime juridique adapté. Cela néces-

site de s'interroger sur la modernité de notre droit et sur son adaptation à cette situation.

## La nécessité d'une mutation normative

Traditionnellement, le droit distingue l'actif tertiaire de l'actif résidentiel, l'actif construit de l'actif en construction. Or, la transformation révèle une catégorie intermédiaire : l'actif en mutation, non seulement d'un point de vue technique (ce changement d'usage nécessitant des travaux) mais également d'un point de vue juridique et fiscal. Pourtant l'encadrement juridique actuel demeure fragmentaire.

Dans ce contexte, la question se pose de l'opportunité de mettre en place des instruments juridiques et fiscaux spécifiques à cette catégorie d'actifs, susceptibles de sécuriser les opérations contractuelles.

On pourrait y voir les prémices d'un droit patrimonial de la transition immobilière.



**Le financement de ces opérations ne pourra prospérer que si elles disposent d'un régime juridique adapté.**

**Cela nécessite de s'interroger sur la modernité de notre droit et sur son adaptation à cette situation.**



Le droit positif est-il en voie de consacrer un régime autonome applicable à l'actif immobilier en transformation ?

## Une adaptation progressive du cadre juridique engagée

Un des principaux freins identifié aux transformations d'actifs réside dans les contraintes du plan local d'urbanisme (PLU). En effet, le règlement du PLU peut interdire, pour des raisons de sécurité ou de salubrité ou en co-



“

## Plusieurs dispositifs ont progressivement été introduits dans le Code de l'urbanisme et dans le Code de la construction et de l'habitation (CCH) pour favoriser une certaine réversibilité

”

hérence avec le projet d'aménagement et de développement durables, les constructions ayant certaines destinations ou sous-destinations (C. urb., art. R. 151-30). Ainsi, il n'est pas rare qu'à l'intérieur des zones urbaines, des secteurs plus précis soient mis en place, prévoyant l'implantation préférentielle ou exclusive, selon les cas, de bureaux, d'activités commerciales et/ou industrielles. La transformation d'actifs immobiliers impliquant un changement de destination nécessite donc souvent au préalable une évolution du zonage et/ou du règlement du PLU, laquelle peut s'avérer longue selon la procédure choisie (modification – de droit commun ou simplifiée – voire révision).

### L'assouplissement du droit de l'urbanisme

Face aux impératifs spécifiques de la crise du logement, le législateur s'est emparé de cette question pour de faciliter la transformation d'actifs immobiliers vers l'habitation. La loi du 16 juin 2025 (dite « loi Daubié ») a ainsi introduit **un nouveau cas de dérogation permettant d'autoriser le changement de destination vers l'habitation**, même en contrariété avec le règlement du PLU (art. L. 152-6-5 C. urb.).

Cependant, de manière plus générale, la question de la rigidité des règles de destination en matière d'urbanisme commence à être posée au regard de la nécessité d'assurer, tant d'un point de vue de la transition écologique que du point de vue de la compétitivité du parc immobilier français, une certaine **réversibilité des actifs immobiliers**. Avant même que la question se pose lors de la construction du Village Olympique, plusieurs dispositifs ont progressivement été introduits dans le Code de l'urbanisme et dans le Code de la construction et de l'habitation (CCH) pour favoriser une certaine réversibilité :

→ le « **permis d'innover** », créé pour une durée de sept ans par l'article 88 II de la loi n°2016-925 du 7 juillet 2016 relative à la liberté de la création, à l'architecture et au patrimoine (depuis porté à douze ans par la loi n°2018-1021 du 23 novembre 2018 (dite « loi Elan ») permet de déroger à l'ensemble des règles applicables, à condition de démontrer « que sont atteints des résultats satisfaisant aux objectifs poursuivis par les règles auxquelles il est dérogé ». Il n'est toutefois applicable que dans le périmètre d'une opération d'intérêt national (OIN), d'une grande opération d'urbanisme (GOU), ou d'une opération de revitalisation de territoire (ORT) ;

→ le « **permis de construire à double état** » mis en place pour les infrastructures liées à l'organisation des Jeux olympiques et paralympiques de 2024, par lequel l'administration autorise, dans un seul permis de construire, un état provisoire nécessaire à la réalisation et au bon déroulement des Jeux et un état définitif de la construction. Concrètement, les porteurs de projet devaient faire apparaître dans leur dossier les deux destinations, les deux plans y compris les travaux qui conduiront à la transformation de l'état initial provisoire vers l'état définitif. Une fois le permis délivré, son bénéficiaire dispose de trois ans à compter de la date de cérémonie de clôture des Jeux olympiques et paralympiques pour réaliser le projet définitif ;

→ la loi Climat et Résilience du 22 août 2021 impose au maître d'ouvrage, préalablement à la construction (CCH, art. L. 122-1-1) ou à la démolition d'un bâtiment soumise au diagnostic PEMD (produits, équipements, matériaux et déchets) (CCH, art. L. 126-35-1), la réalisation d'une « **étude évaluant le potentiel de changement de destination et d'évolution du bâtiment, y compris par sa surélévation** ». L'objectif était d'éviter les démolitions et d'améliorer la conception des bâtiments en vue de leur mutabilité. Toutefois, ces deux textes restent toujours en attente des décrets d'application. Il serait utile de « réactiver » ces dispositifs.

**La loi Daubié va plus loin et permet à l'autorité compétente en matière de PLU de délimiter des secteurs dans lesquels le permis de construire peut autoriser**

**plusieurs destinations successives** (C. urb., art. nouv. L. 431-5).

Ce **permis de construire « multide destinations »**, valable pour 20 ans, autorise la construction initiale ainsi que ses états futurs pour ses destinations ultérieures. Le changement de destination est garanti même si le document d'urbanisme applicable évolue et modifie la liste des destinations autorisées. Un décret en Conseil d'État doit cependant encore définir les conditions d'application de ce nouveau régime.

### Les prémices d'une adaptation du régime fiscal

L'environnement fiscal est un enjeu majeur de l'actif en mutation et pèse sur le financement de ces opérations. De fait, plusieurs taxes restent exigibles pendant la période des travaux alors même que l'immeuble ne génère aucun revenu, ce qui peut peser sur le financement de l'opération. Ainsi, la taxe foncière sur les propriétés bâties (TFPB) et la taxe annuelle sur les bureaux, locaux commerciaux et les locaux de stockage en Ile-de-France et Provence-Côte d'Azur, restent en principe exigibles durant la phase des travaux de transformation.

Par ailleurs, le changement d'utilisation, notamment en cas transformation en logement, peut entraîner des conséquences non négligeables en matière de récupération de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et n'est pas neutre en matière de fiscalité locale, dès lors qu'il entraîne une modification de la valeur locative cadastrale servant notamment au calcul de la taxe foncière.

La loi de finances pour 2025 a instauré quelques mesures destinées à favoriser les transformations en locaux à usage d'habitation et ce, afin de tenter de faire face à la crise actuelle de la production de logements :

→ elle ainsi a mis en place une exonération de **taxe annuelle sur les bureaux** pour les locaux vacants au 1<sup>er</sup> janvier de l'année d'imposition faisant l'objet d'un engagement de transformation en locaux à usage d'habitation dans un délai maximum de quatre ans à comp-

ter de la délivrance de l'autorisation d'urbanisme ;

→ elle a modifié les règles relatives à la **taxe d'aménagement**, jusqu'alors non applicable à ces opérations de transformation, pour permettre aux collectivités locales d'y assujettir les opérations de transformation de bureaux en logements<sup>1</sup>. Cet assujettissement peut entraîner un coût supplémentaire pour l'investisseur, mais il permet d'inciter les communes à accompagner ces opérations de transformation et à financer les équipements complémentaires qu'elles appellent.

D'autres mesures avaient été prises dans le passé pour inciter à la transformation de locaux professionnels en logements. La loi de finances pour 2024 a prorogé le régime de l'article 210 F du CGI (imposition au taux réduit d'IS de 19% des plus-values réalisées par les sociétés soumises à l'IS à l'occasion de la cession d'un local à usage de bureaux, à usage commercial ou industriel destiné à être transformé en immeuble à usage d'habitation, sous réserve que l'acquéreur s'engage à réaliser la transformation dans un délai de quatre ans) pour les cessions réalisées jusqu'au 31 décembre 2026 et a porté le délai de réalisation de l'opération de quatre à six ans pour les opérations créant une emprise au sol supérieure ou égale à 20.000 m<sup>2</sup>. En outre, pour les cessions réalisées à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2024, le régime peut s'appliquer à des opérations mixtes dès lors que l'acquéreur s'engage à réaliser des locaux à usage mixte dont la surface habitable représente au moins 75 % de la surface totale des constructions. Dans ce cas, le taux réduit d'IS est appliqué au prorata des surfaces.

Ces aménagements de la loi fiscale, qui restent assez limités, n'ont été pensés que pour répondre aux impératifs de la crise du logement et ne visent donc que l'hypothèse de la transformation vers l'habitation.

### La nécessité d'aller plus loin et créer de nouveaux moyens juridiques et fiscaux

L'encadrement juridique actuel, même s'il tend à s'adapter à cette situation, demeure fragmentaire.

<sup>1</sup> CGI, art. nouv. 1635 quater B, al. 3



Sur l'initiative de l'ancienne Ministre du logement, Valérie Letard, deux groupes de travail ont remis des rapports<sup>2</sup> formulant des propositions pour lever les freins réglementaires aux transformations de bureaux en logements et créer un modèle incitatif avec un régime juridique et fiscal adapté.

Ces groupes de travail ont soumis des propositions intéressantes et innovantes, même si elles restent à ce jour orientées – conformément à la commande qui leur a été passée – vers la transformation en logements. Certaines d'entre elles nous paraissent cependant pouvoir être élargies de manière générale aux actifs immobiliers à transformer.

#### Vers une fiscalité plus adaptée ?

Les deux groupes de travail susvisés ont proposé des mesures d'incitation fiscale complémentaires afin d'améliorer la viabilité financière de ces opérations. Parmi les pistes considérées, est envisagé l'allègement des taxes dues pendant la phase de travaux (notamment réduction de la taxe foncière en basculant sur la seule TFPNB – beaucoup moins élevée que la TFPB – pendant les travaux de transformation). Les groupes de travail ont également avancé la possibilité de mettre en place un régime dérogatoire justifié par des objectifs de sobriété carbone et d'utilité sociale avec par exemple un taux réduit de TVA de 5,5 % sur l'ensemble des travaux de transformation de locaux en logements ou encore des mesures spécifiques en matière de taxe pour création de bureaux (TCB)<sup>3</sup>.

#### La création de véhicules dédiés à la transformation

La transformation des bureaux vacants en logements soulève une difficulté centrale : les opérateurs traditionnels (SIIC, assureurs, SCPI, promoteurs) ne sont pas structurellement calibrés pour absorber le risque transitoire et la dévalorisation temporaire inhérents à ce type d'opération. Le rapport Bouyer Lépine sur le modèle économique et

“

**La question se pose néanmoins d'aller plus loin pour tendre vers un véritable régime juridique spécifique de l'« actif en transformation », pour toutes les catégories d'actifs immobiliers à convertir, permettant de relever le défi de l'actif en mutation et de son financement.**

”

le financement de la transformation immobilière (juillet 2025) identifie ainsi la création de véhicules dédiés comme un levier stratégique permettant de sécuriser l'investissement et de mutualiser le risque. Ces « Foncières de Transformation » auraient pour objet l'acquisition d'actifs tertiaires obsolètes, la transformation en logement et leur détention ou leur cession post transformation. Ces fonds d'investissement dédiés pourraient bénéficier d'un régime juridique et fiscal qui serait incitatif pour les investisseurs, voire permettrait un partenariat public/privé, afin de sécuriser des opérations qui aujourd'hui ne peuvent pas être financées.

#### La vente d'immeubles à transformer

Une autre possibilité envisagée par les groupes de travail est l'instauration d'un régime de la vente d'immeuble à transformer, qui permettrait d'offrir un cadre normatif, sécurisant le transfert de propriété, encadrant les opérations de transformation et la répartition des risques, à l'instar du régime existant sur les ventes d'immeubles à rénover (VIR) ou les ventes en l'état futur d'achèvement (VEFA).

#### D'autres possibilités ?

D'autres possibilités pourraient également être envisagées. Ainsi l'utilisation de la fiducie pourrait être généralisée à ces opérations de mutation, offrant un environnement plus sécurisé pour les prêteurs, avec des mécanismes de prise de contrôle de l'actif immobilier spécifiques à ces opérations. La dimension éminemment politique du sujet pourrait également inciter l'Etat à intervenir, en consentant notamment une garantie sur certaines opérations, ce qui permettraient aux prêteurs du secteur privé d'augmenter leur possibilité de financement de ces opérations.

#### Vers la consécration d'un droit de la transition immobilière ?

C'est la problématique de toujours de l'immobilier que d'être à la fois solidement ancré et d'être flexible pour s'adapter à l'évolution des usages.

Rome a ainsi empilé les étages de construction, chaque période d'occupation – antique, médiévale, renaissance ou moderne – bâtissant sur les précédentes. Dans toutes les grandes villes du monde, les bâtiments anciens ont servi de socle aux constructions nouvelles. Le moyen-âge construi-

sait ainsi ses maisons dans les anciennes arènes romaines. Les humains n'ont ainsi cessé dans l'histoire de faire évoluer leurs constructions, réutilisant l'existant pour l'adapter à leurs besoins du moment.

Or, le droit contemporain a beaucoup rigidifié l'évolution des usages des actifs immobiliers, et ce, pour répondre à des impératifs aussi louables que la volonté de préserver les traces de notre passé, la qualité des paysages, l'équilibre de la ville ou la sécurité.

Néanmoins, la crise actuelle du logement et les impératifs écologiques auxquels nous sommes confrontés – qui nous invitent à réutiliser ce qui existe plutôt qu'à démolir pour reconstruire – et les exigences de la compétitivité de notre pays – qui impliquent de disposer d'immeubles adaptés à nos besoins économiques et sociaux, nous invitent peut-être à réajuster l'équilibre entre ces impératifs et réfléchir à réintroduire dans notre droit davantage de flexibilité dans l'évolution de l'usage de nos immeubles.

C'est tout l'enjeu de penser un droit et une fiscalité de l'immeuble en transformation.

<sup>2</sup> R. Cubin, L. Girometti, P. Vereecke, Rapport Sisyphe, visant à simplifier le cadre réglementaire de la production d'habitation par le reconditionnement d'immobilier d'entreprise, Juillet 2025 ; N. Bouyer et X. Lépine, Transformation de bureaux en logements, Groupe de travail modèle économique et financement, Juillet 2025. Ces rapports sont disponibles sur le site du ministère de la Transition écologique : <https://www.ecologie.gouv.fr/presse/transformation-bureaux-logements-deux-rapports-remis-ministre-du-logement>.

<sup>3</sup> La TCB est la taxe pour création de bureaux, locaux commerciaux et locaux de stockage situés en Île-de-France prévue par l'article L. 520-1 du Code de l'urbanisme.

Business & Partners - Une publication Les Echos Publishing / Lacourte Raquin & Associés - Mars 2026

**LesEchos**  
PUBLISHING

LACOURTE RAQUIN & ASSOCIÉS