Stratégie d'investissement : dette ou apport ?

Avec la remontée significative des taux du crédit, certains investisseurs s'interrogent sur l'opportunité de lever encore de la dette ou d'augmenter significativement leur apport en fonds propres.
Scenario[1] en appui, Miimo explore cette problématique complexe en analysant l'impact de l'apport personnel sur la performance des investissements locatifs.
Quelques règles générales se dégagent, bien que pour l'essentiel chaque situation est spécifique et mérite une évaluation approfondie pour trouver la bonne configuration dette- apport.

Explorez avec nous les tenants et aboutissants de cette décision délicate.

Avantages et inconvénients

A. Du côté de la dette

L'effet de levier du crédit demeure l'atout majeur de la dette, permettant de créer de la valeur avec des fonds empruntés. L'immobilier est l'un des rares supports d'investissement accessible à tous pour lequel la banque accepte de prêter de l'argent que vous faites fructifier pour votre bénéfice.
Vient ensuite la déductibilité des intérêts d'emprunt et des frais annexes (assurance). Elle permet de réduire l'assiette d'imposition, voire d'échapper à l'impôt locatif pendant quelques années.
Enfin, la dette ouvre la possibilité d'acquérir un bien, ce qui ne serait pas possible avec les seuls fonds propres de l'investisseur.
A contrario, la dette présente quelques inconvénients. Parmi ceux-ci, on citera notamment le durcissement actuel des conditions d'accès à l'emprunt ; son coût également. Il est devenu plus préoccupant avec la récente hausse des taux. On citera enfin le siphonage des revenus locatifs pendant toute la durée de remboursement de l'emprunt, notamment si l'investissement locatif est majoritairement financé par de la dette.

B. Du côté de l'apport :

Avec le durcissement des conditions d'accès au crédit, l'apport en fonds propres est devenu une condition sine qua non pour faire un emprunt. La banque est plus encline à vous suivre si vous investissez également votre argent personnel.
Par ailleurs, en réduisant le poids de la dette, l'apport permet d'améliorer la soutenabilité financière de l'investissement locatif, c'est à dire sa capacité à s'autofinancer. Il peut ainsi éviter les situations dans lesquels l'investisseur est contraint à un effort d'épargne permanent parce que les loyers tirés du bien ne permettent pas de couvrir les charges, les impôts et le remboursement du crédit.
Enfin, l'apport permet de réduire le coût global de la dette. Ce qui n'est pas donné à la banque sous forme d'intérêt ou d'assurance reste dans la poche de l'investisseur, le fisc en prenant toutefois une part bien sûr…
En revanche, du côté des inconvénients, l'apport réduit l'effet de levier et immobilise une partie significative de votre capital. Il faudra parfois plusieurs années pour recouvrer les capitaux investis.

[1] Pour simplifier l'étude, le scenario étudié est celui d'un investissement global de 100 000€ pour l'achat et la location d'un appartement meublé. Le loyer est initialement de 700€, et il est indexé sur l'IRL avec une progression de 3% par an. Les charges annuelles correspondent à 1 mois de loyers, 80% étant récupérables. Les charges progressent au rythme de l'inflation de 4%. Les prix immobiliers quant à eux progressent au taux de 1% par an. Pour la fiscalité, on considère que le régime fiscal choisi est celui du LMNP en régime réel. Le crédit se négocie à un taux de 4,5% sur 20 ans, avec une assurance de 0,25% sur le capital emprunté.

Il existe ainsi des avantages de part et d'autre. Déterminer la meilleure configuration dette/apport n'est pas chose aisée, sans calcul. Qui plus est, elle dépend des caractéristiques du projet, du profil de l'investisseur et de ses attentes en matière de rentabilité et de soutenabilité.

Stratégie d'investissement dans le contexte actuel

Ces généralités étant rappelées, regardons plus en détail ce que cela donne dans un contexte où les taux d'intérêt flirtent avec les 4,5% sur 20 ans et où les rendements bruts des produits financiers avoisinent les 4,3% (3% net avec flat-tax déduite). Le dilemme se pose ainsi : faire fructifier son argent à 3% net ou l'investir dans l'immobilier pour éviter le coût de la dette à 4,5% ?

Précaution liminaire importante : La capacité d'un investissement locatif à s'autofinancer est un élément central de la performance d'un investissement, au même titre que la rentabilité. Or à cet égard, plus l'apport en fonds propres est important, meilleure est la soutenabilité financière, ce qui est confortable pour l'investisseur. En revanche bien sûr, l'immobilisation des fonds investis s'allonge et il faudra parfois plusieurs années d'exploitation pour récupérer son capital même dans le cas de cashflows nets positifs.

A. Les deux facteurs structurants de la rentabilité, Cashflows et Coût du capital

Deux éléments structurent la rentabilité d'un investissement.
Les cashflows, premièrement. Plus ils sont importants, meilleure est la rentabilité. On parle ici de cashflows tirés de l'exploitation, charges et fiscalité déduites et avant paiement des annuités de la dette. Il s'agit de la capacité d'autofinancement dégagée par le projet chaque année.

Deuxièmement, le coût du capital. Plus il est faible, plus grande est la rentabilité à cashflows équivalents. Le coût du capital est la moyenne pondérée du coût de la dette et du coût des fonds propres.
Pour plus d'information sur ce sujet, n'hésitez pas vous référer à la formation ou à cet article.

Or, la quantité d'apports en fonds propres à une influence sur ces deux éléments. Illustration et explication dans la suite de l'article.

Le coût des fonds propres
C'est quoi et c'est combien ?
De façon générale, c'est le rendement exigé par des investisseurs pour les fonds qu'ils investissent dans un projet ou une entreprise. Dans notre cas, il est de 3% net. Tout simplement parce que c'est le rendement auquel vous renoncez en investissant vos capitaux personnels dans le projet locatif plutôt que dans un placement. Lorsqu'on calcule la rentabilité du projet locatif, on évalue le gain net par rapport à un autre cas d'investissement (placement financier à 3% net) et on doit donc tenir compte que vos capitaux injectés ne sont pas gratuits.

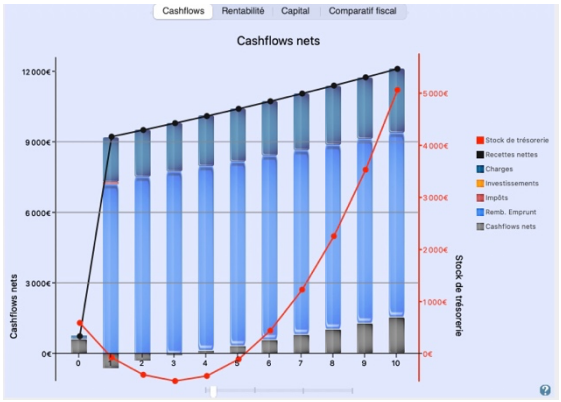
B. Selon le profil fiscal, l'apport peut réduire le coût du capital et doper la rentabilité.

Un des éléments centraux de la rentabilité d'un investissement est le coût moyen du capital. Plus il est faible, meilleure est la rentabilité, toutes choses étant égales par ailleurs (loyers, charges, fiscalité, taxes).
Or pour les profils d'investisseur peu fiscalisés, il peut être intéressant aujourd'hui d'investir son cash afin de minorer le coût du capital.
En effet, avec un taux d'intérêt du crédit à 4,5%, les coûts de la dette supportée par des investisseurs imposés au TMI de 11% et 14% ressortent respectivement à 4,32% et 4,17%, déductibilité des intérêts d'emprunts prise en compte. Ce serait les coûts du capital si l'investissement est entièrement financé par de la dette.
Si ces investisseurs décidaient de financer leur investissement en injectant plus de fonds propres, le coût du capital serait réduit à proportion, le coût des fonds propres étant à 3% net (le rendement auquel ils renonceraient), celui de la dette étant à 4,32% ou 4,17%.

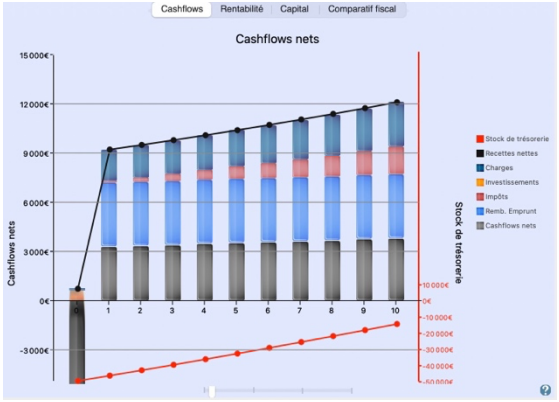
Ainsi, avec 50% d'apport, le coût moyen du capital baisserait à 3,66% contre 4,32% pour un profil TMI à 11% (3,59% pour le profil TMI 14%).
Dans le cas du scenario étudié, on observe ainsi une amélioration de la rentabilité globale sur 10 ans, passant de 38,60 cts/euro investi à 41,70 cts/euros investi pour le profil à TMI 11% (de 40,10 à 42,1 pour le profil à 14%).
Le gain n'est évidemment pas très spectaculaire, mais il est toutefois substantiel, alors que par ailleurs la soutenabilité financière du projet est également meilleure. Cela mérite donc une attention particulière pour trouver le bon ratio dette/apport .
En revanche, pour les profils plus fiscalisés (TMI 30 et +), le gain serait pour le coup mineur voire négatif. Du fait de leur fiscalité, ces profils bénéficient déjà d'un coût de la dette plus faible (3,4% pour TMI 30, 2,86% pour TMI à 41%) équivalent voire inférieur à celui des fonds propres. En termes de gain sur le coût du capital, il n'y a ainsi pas d'avantage à investir des fonds propres pour ces profils.

C. Fiscalité de la dette, un effet bénéfique sur les cashflows et la rentabilité.

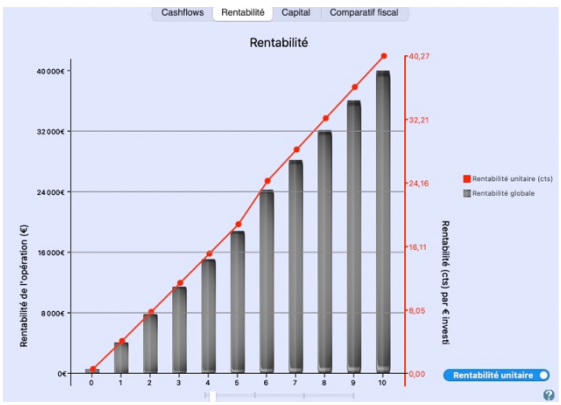
Lorsque l'investisseur choisi un régime fiscal au réel, les intérêts et frais d'assurance de la dette sont déductibles du résultat, réduisent le résultat imposable et la fiscalité. Ils ont un effet bénéfique sur la capacité d'autofinancement dégagée annuellement par un investissement. C'est le phénomène inverse avec les fonds propres. Plus le niveau de fonds propres injectés est important, plus le résultat imposable et la fiscalité progressent. Ce phénomène est d'autant plus important que le profil fiscal de l'investisseur est élevé.
Sans discussion possible, la dette a donc un effet bénéfique sur l'un des éléments structurants de la rentabilité.
En revanche, dans les régimes fiscaux micro Bic ou micro foncier, la configuration dette/apport n'a aucune influence ni sur les cashflows ni sur la rentabilité, la fiscalité étant calculée après abattement forfaitaire sur les loyers.

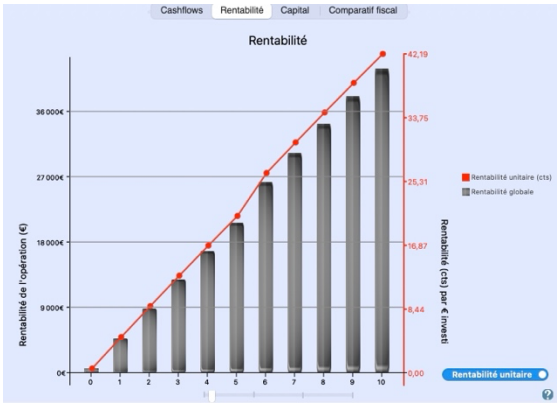


Figures 1: aucun apport



Figures 2: Apport 50%





Les figures 1 et 2 permettent de comparer la performance du projet d'investissement cible dans deux scénario (aucun apport contre 50 % d'apport). Elles permettent d'illustrer dans le cas d'un apport substantiel:

- L'amélioration de la soutenabilité financière : des cashflows nets positifs grâce à la réduction du poids de la dette
- L'augmentation de la fiscalité (plus tôt et plus forte) et la réduction des cashflows disponibles avant paiement des annuités d'emprunts
- La progression de la rentabilité, grâce à un coût du capital réduit qui compense avantageusement l'effet négatif d'une fiscalité plus forte.

D. Des règles générales, mais une étude au cas par cas quasi indispensable.

En conclusion, deux règles générales se dessinent :
D'un côté, les profils très fiscalisés auraient intérêt à privilégier la dette. Cela leur permettrait de cumuler plusieurs avantages : effet de levier du crédit, coût réel de la dette faible, fiscalité réduite ou retardée, peu de capital immobilisé, diversification. Le critère déterminant dans leur choix pourrait toutefois être la soutenabilité du projet locatif. S'il est impératif que le projet puisse s'autofinancer, alors l'injection de fonds propres pourra être nécessaire.
D'un autre côté, pour les profils peu fiscalisés, l'injection de fonds propres devrait être bénéfique avec une meilleure rentabilité et une plus grande soutenabilité financière, voire nécessaire pour accéder au crédit.

Cependant, au-delà de ces règles générales, chaque cas est spécifique et seule une simulation prenant en compte les caractéristiques du projet, le profil de l'investisseur et ses objectifs permettra de définir la meilleure configuration dette/apport.