

Les portefeuilles immobiliers institutionnels méritent une gestion active

*Conférence animée par Florent BERTHAT, Rédacteur en chef adjoint – L'AGEFI
HEBDO
Mercredi 2 décembre 2009*

Intervenants

- **Philippe DUPIN, Directeur Exécutif, Entreprises et Investisseurs - CREDIT FONCIER**
- **Thierry GAIFFE, Membre du Bureau de l'AF2I, Responsable du groupe de Travail Immobilier de l'AF2I**
- **Christophe KULLMANN, Président du Directoire – FONCIERE DES REGIONS**
- **Guy MARTY, Directeur Général – IEIF**
- **Nicolas SIMON, Directeur Général – CREDIT AGRICOLE ASSET MANAGEMENT REAL ESTATE (CAAM RE)**
- **Georges SITBON, Responsable du Trading Inflation et Dérivés d'Immobilier - CALYON**

A. Introduction

- **Florent BERTHAT, L'AGEFI HEBDO**

A l'heure où la reprise de l'immobilier reste au cœur des débats, il a paru intéressant de se pencher sur la manière dont les investisseurs institutionnels –caisses de retraites, fonds de pension, foncières- gèrent leur portefeuille immobilier et sur leur capacité à gérer de façon active leurs actifs immobiliers au même titre que leurs autres classes d'actifs.

Les axes du débat tourneront autour de la gestion des portefeuilles d'actifs immobilier ; arbitrage entre détention en direct ou via des fonds, diversification géographique, par stratégie, par type de biens, recours aux dérivés.

B. Contexte

- **Thierry GAIFFE, AF2I**

L'AF2I, Association Française des Investisseurs Institutionnels - caisses de retraite, prévoyance, mutuelles de santé, compagnies d'assurances - est composée de 72 membres et gère près de 1200 milliards d'actifs. Les résultats de son Enquête 2009 auprès de ses adhérents montrent qu'en France en moyenne le poids des actifs immobiliers dans les portefeuilles institutionnels est de 3 à 7% alors qu'il se situerait entre 10 et 20% dans le cas d'une allocation stratégique optimale.

A ce constat d'un faible poids de l'immobilier s'ajoute celui d'une utilisation encore faible des produits dérivés d'immobilier. La répartition des actifs immobiliers des investisseurs institutionnels interrogés lors de l'enquête révèle que 65% des actifs sont détenus en direct, 17% en fonds non cotés, 18% en fonds cotés et moins de 1% en produits dérivés, soit près de dix fois moins qu'au Royaume-Uni. L'utilisation de dérivés est marginale avec 400 M€ de dérivés immobiliers en France en 2007.

Quant à la répartition en fonction des types de biens et de segments, les investisseurs institutionnels interrogés se tournent vers l'immobilier de bureaux à 53%, vers les logements à 26%, vers les centres commerciaux à 15%, vers les entrepôts à 2%.

L'enquête met aussi en lumière une forte concentration dans des bureaux en Ile de France et par conséquent une diversification géographique faible qui s'explique principalement par des obstacles d'internationalisation liés aux tickets d'entrée et aux contraintes réglementaires.

Le potentiel de développement de l'immobilier non coté en France est important. Alors que la France occupe la deuxième place européenne pour les OPCVM, elle se situe au 11ème rang pour l'immobilier non coté européen.

Les interrogations futures porteront donc sur les conséquences pour les investisseurs institutionnels des accords Solvency2, des incitations politiques via le plan Bâtiment - Grenelle.

C. La gestion active

Les stratégies d'investissement des foncières ont-elles changé ?

- **Guy MARTY, IEIF**

Alors que dans les années 1980, l'actif immobilier était considéré comme une valeur refuge peu fluctuante et la question d'une gestion active de la part des foncières ne se posait pas réellement, il est aujourd'hui devenu nécessaire, le secteur étant arrivé à maturité, de passer à une gestion active de ces actifs.

A cette fin, la performance des foncières peut se mesurer de deux manières distinctes soit en performance des immeubles soit en performance finale à la sortie. L'approche IPD fait apparaître que le rendement des SIIC surpasse celui des fonds non cotés hors SCPI. L'approche en performance finale peut se faire grâce aux trois indices suivants : l'indice Euronext IEIF SIIC France, l'indice Euronext IEIF REIT Europe et l'indice EDHEC IEIF. Les variations de ces indices sont des outils de mesure permettant de mesurer la performance des actifs immobiliers en fonction de leur catégorie. Le premier indice est composé des sociétés françaises ayant adopté le régime de SIIC (Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées). Le second est composé des sociétés européennes les plus représentatives du régime REIT (Real Estate Investment Trust), sélectionnées sur la base de leur capitalisation boursière et de leur liquidité. Quant à l'indice EDHEC IEIF immobilier d'entreprise France, c'est un indice transactionnel mensuel représentatif du marché de l'immobilier d'entreprise en France. Il mesure la performance des parts effectivement échangées d'un portefeuille agrégé de fonds immobiliers non cotés. Sur 1 an, quel que soit l'indice de référence, on observe des écarts de performance très nets. La gestion active et les outils de mesure de cette gestion se développent donc de manière très nette.

- **Christophe KULLMANN, Foncière des Régions**

La Foncière des Régions a conclu un partenariat avec Groupama et Predica qui sont devenus actionnaires de la Foncière des Régions en troquant des actifs physiques contre la participation dans une foncière. Quelles sont les causes de cette opération ?

Ce partenariat entre la Foncière des Régions et des investisseurs financiers a permis à la Foncière l'acquisition de nouveaux immeubles intramuros. Pour les investisseurs -ici assureurs - le régime fiscal de SIIC de la Foncière des Régions lui permet la réalisation de cession dont les plus-values seront taxées à taux réduit ainsi qu'un investissement dans une société qui émet des actions aux rendements élevés de l'ordre de 7%. Aujourd'hui, le capital de la Foncière des Régions se répartit donc comme suit : 20% d'assureurs, 40% de flottants et 40% d'entrepreneurs.

- **Thierry GAIFFE, AF2I**

Dans ce genre d'opérations, ce sont les directions immobilières ou financières qui sont concernées ?

En fait, tout dépend des institutionnels, pour certains l'opération est traitée au sein de la direction immobilière, pour d'autres avec la direction financière, souvent à la croisée des deux.

- **Nicolas SIMON, CAAM RE**

Les fonds d'investissement restent minoritaires dans les portefeuilles institutionnels. Pourriez-vous énumérer les freins à l'utilisation de ces véhicules immobiliers et dresser une typologie des fonds existants?

CAAM RE, filiale de CAAM Groupe, gère des portefeuilles et est spécialisée dans les immobiliers non cotés avec une clientèle aussi bien de particuliers que d'institutionnels.

Les avantages des fonds immobiliers non cotés par opposition à la détention en direct pour les institutionnels sont les suivants : accès au marché, mutualisation des risques, diversification, baisse des tickets d'entrée, optimisation fiscale, accession à la dette par les fonds, accès à une gestion spécialisée difficile avec la gestion en direct.

Dans la diversification des portefeuilles immobiliers, la France avec seulement 6 milliards d'euros sous gestion est en retard à la différence des Pays-Bas ou des fonds de pension allemands.

Afin d'optimiser le couple rendement/risque des portefeuilles, trois stratégies majeures existent : la gestion «Core» des actifs avec un actif long à revenus réguliers et la recherche du rendement par rapport à la valorisation à terme, la gestion «Value added» qui nécessite une gestion active des loyers, des repositionnements, des restructurations et des financements et enfin la gestion « Opportunistic » qui fait plus appel à une gestion de type Private Equity sans rechercher de revenus intermédiaires.

Les freins résident dans la jeunesse du secteur avec l'agrégation tardive de la part de l'AMF des fonds non cotés institutionnels et une création récente des OPCI ou Organisme de Placement Collectif Immobilier. En 2008, la création de 60 nouveaux véhicules immobiliers de type OPCI institutionnels révèle un succès de ces véhicules qui ont aujourd'hui un volume en France de 6-7 milliards €. Les OPCI répondent donc à un besoin réel des institutionnels.

D. Le recours aux dérivés

- **Georges SITBON, CALYON**

Voyez-vous le recours aux dérivés immobiliers par les investisseurs institutionnels dans une logique d'exposition à des marchés spécifiques ou une logique de couverture du risque de dévalorisation de leurs actifs?

L'actif immobilier répond en fait aux deux logiques.

Tout d'abord, l'immobilier est une des plus grosses classes d'actifs investissables et en même temps la seule qui n'a pas son marché de dérivés bien que la plus cyclique. Comme l'a rappelé G. Marty, lorsque le marché monte, on a recours à la gestion en valeur absolue ou en rendement et lorsqu'il baisse, la gestion relative permet de générer de l'alpha par rapport au marché.

Jusqu'à aujourd'hui, il n'existait pas de produits qui permettaient de couvrir les cycles de marchés mais désormais les produits dérivés le permettent. Ceux-ci sont plébiscités par les entreprises afin de se couvrir du risque. Le produit ici est très simple : on paie la

performance d'un indice contre un taux fixe. Le dérivé sur immobilier est le seul produit de couverture possible à part la vente de l'actif. Du côté de l'investissement, le dérivé peut aussi être utilisé dans une logique d'exposition afin de permettre la diversification du portefeuille par l'utilisation de l'indice. Ses intérêts sont l'immédiateté d'une transaction, la baisse des tickets d'entrée, la taille, la résolution de la liquidité.

- **Nicolas SIMON, CAAM RE**

Quel est l'intérêt d'un dérivé immobilier pour un fonds d'investissement immobilier?

Les fonds immobiliers sont en attente de l'élargissement du marché des dérivés sur indices mais la nouveauté du secteur entraîne des contraintes réglementaires dont un exemple est le fait que les dérivés sur indices ne soient pas encore éligibles dans les OPCV.

Le premier intérêt présenté par les dérivés est le fait de s'exposer sur un marché diversifié en complément d'allocation et le second de jouer sur les cycles pour se protéger contre la baisse par les indices.

- **Guy MARTY, IEIF**

L'apport majeur des dérivés est de chercher des investisseurs hors du secteur de l'immobilier. Ceux-ci vont amener des capitaux sur l'immobilier qui est pour l'instant très enclavé dans le monde de l'investissement et dont le poids est faible dans les portefeuilles institutionnels par exemple.

De plus, s'il n'y a pas de transactions sur le physique, les dérivés apportent aussi une information sur les prix. Ils permettent de raccourcir les cycles immobiliers.

Pour revenir à la gestion active, il faut souligner et ne pas se méprendre sur la notion de benchmark. Il y a dans l'immobilier quatre éléments : détention d'immeubles, entretien, transformation et arbitrage. Les caisses de retraites ou assurances peuvent vouloir détenir des immeubles en fonds de portefeuilles et ensuite les entretenir. Dans ce cas, il est facile pour d'autres de « battre le marché ». L'offre de produits est donc très large allant de produits à gestion sans risque à des gestions plus risquées.

- **Thierry GAIFFE, AF2I**

Les deux classes royales d'actifs sont les actions et les obligations. L'immobilier est une classe d'actif alternative dont la financiarisation reste à ses débuts.

E. Le financement

- **Philippe DUPIN, Crédit Foncier**

On a observé que le resserrement du crédit a pénalisé des investisseurs qui intervenaient sur le marché avec de forts effets de levier. Ce resserrement a-t-il pénalisé les institutionnels même si ceux-ci sont investisseurs majoritairement en fonds propres?

Cette catégorie des investisseurs a été la moins impactée par la crise financière. Cependant, la réduction du nombre d'acteurs a amplifié l'impact de la crise financière sur les opérateurs. Le recours à l'endettement existe pour les institutionnels mais la collecte reste l'élément de base et le recours aux marchés financiers est perturbé en temps de crise. Pour la crise de 2009, les acteurs bancaires et les investisseurs ont réussi une bonne sortie de crise. Les opérations et les contrats des années précédentes ont été maintenus malgré quelques renégociations et restructurations.

En termes de financement bancaire, des évolutions ont eu lieu au niveau des paramètres. Alors qu'auparavant une méthode loan to value – rapport entre endettement et actif-prédominait, la crise a induit une logique de cash flow. De même, la tendance à une approche corporate et haut de bilan quand tout va bien et a contrario une approche prenant les caractéristiques et déséquilibres des actifs quand la situation se complique est fréquemment observée sauf chez les grands opérateurs pour qui l'approche haut de bilan domine.

- **Christophe KULLMANN, Foncière des Régions**

La question de l'endettement des foncières cotées regardée de près par les analystes a-t-elle influencée la stratégie de Foncière des Régions ?

Les analystes avaient considéré que le marché français verrait des baisses de valeur très importantes or ce n'a pas été le cas en France. Le secteur des SIIC a bien résisté et le dialogue entre banques et SIIC a permis de bien gérer la crise.

La situation nouvelle a cependant nécessité des adaptations. En septembre 2007, Foncière des Régions a décidé d'infléchir sa stratégie d'entreprise en arrêtant tout nouvel investissement, en limitant son développement immobilier avec l'ajournement de la restructuration de la tour CB 21 à la Défense par exemple, ou enfin en accélérant son plan d'arbitrage avec un passage à 10% de vente du portefeuille pour 2009 alors que le ratio était autour de 5% les années précédentes.

- **Nicolas SIMON, CAAM RE**

Est-ce que CAAM RE a été pénalisée par la restriction du crédit ?

Beaucoup de fonds value added à fort effet de levier ont été pénalisés par la baisse des valeurs, la valeur des covenants est sortie des limites mais néanmoins on a assisté davantage à des renégociations qu'à une rupture accompagnée de ventes massives.

Chez CAAM RE, comme le niveau d'endettement des véhicules se situe à 15% d'endettement sur les fonds grand public et 50% pour les fonds institutionnels, ils n'ont pas été trop fortement affectés. Les conséquences sur la politique d'acquisition/cession en revanche sont nombreuses notamment dans la typologie des actifs vendus et dans le volume de marché. A titre d'exemple, en 2007, CAAM RE a vendu un portefeuille de 300M€ à un fonds opportuniste leveragé à 80%, en 2008 un portefeuille de 150M€ à quatre banques et en 2009 des ventes à l'unité à des investisseurs privés. En matière de transaction, on constate donc une évolution des actifs vendables avec un repositionnement fort sur des actifs «core» peu risqués et des difficultés sur le marché des produits secondaires où les acteurs opportunistes ont disparu.

- **Thierry GAIFFE, AF2I**

Est-ce que la question du resserrement du crédit est une préoccupation chez les institutionnels français ?

Pour les institutionnels qui ont investi dans des fonds étrangers notamment, le resserrement du crédit est une préoccupation. Pour le marché UK, ce sont entre 100 et 130 milliards qui vont tomber dans les années à venir et que les fonds demandent de «remettre au pot».

- **Philippe DUPIN, Crédit foncier**

Quelle est la politique du Crédit foncier en matière de crédit?

La politique qui consiste à forcer à la cession d'actifs n'a pas été de mise car elle n'est souhaitable pour aucune des parties prenantes. Le système bancaire cherche donc à gérer les contrats afin d'éviter des cessions.

Questions du public

Pourquoi Foncière des Régions n'utilise-t-elle pas les produits dérivés surtout pour se «hedger»?

- **Christophe KULLMANN, Foncière des Régions**

Il ne faut pas totalement oublier la crise financière et rester prudents.

La question des dérivés intéresse principalement des investisseurs qui veulent se positionner sur des marchés inconnus sur lesquels ils ne peuvent intervenir directement. Pour les dérivés, le marché est pour l'instant exploratoire et aura le temps de se développer dans les années à venir. Il faut rappeler que le métier principal d'une foncière est de gérer le cycle immobilier et d'assurer des dividendes réguliers.

- **Philippe DUPIN, Crédit foncier**

Le rôle des banques sera de travailler sur l'endettement actuel aussi bien que sur le financement de nouvelles opérations.

*Compte rendu rédigé par Hedwige CAUDE
Etudiante de la Chaire Immobilier ESSEC-BNP Paribas Real Estate*