

Comparaison de la performance de différentes structures de placement immobilier

L'économie de l'emballage

Les vendeurs de fonds immobiliers vantent la négociabilité de leurs produits, les fondations de placement tentent de séduire par des arguments tels que la faible volatilité et le charme d'un placement direct à peu de frais généraux. Une comparaison directe des performances est pratiquement impossible, les risques varient trop fortement.

EN BREF

La collectivisation de l'immobilier engendre des surcoûts que compense souvent un levier – du moins en partie. La réponse à la question de la liquidité des divers véhicules de placement doit être nuancée.

A l'origine de toute forme de collectivisation, il y a des placements directs. Il ne nous faut donc pas comparer des pommes et des poires, mais des pommes isolées et des pommes en emballage – ou des pommes et une compote de pommes. On comprend alors très vite que dans un premier temps, la collectivisation engendre surtout des coûts.

La collectivisation coûte

Voici les faits: les coûts d'administration d'un placement immobilier direct, gestion locative incluse, s'élèvent chaque année à environ 0.3% de la valeur du bien immobilier. L'administration d'une fondation de placement immobilier coûte deux fois plus cher et le Total Expense Ratio (TER) d'un fonds immobiliers se monte à environ 1 pour cent. Là-dessus, le fisc vient encore grappiller

à peu près un demi-pourcent.

Un fonds ne peut pourtant pas dégager plus de rendement que les placements directs y contenus. Mais alors pourquoi les placements collectifs ne sont-ils pas régulièrement battus par les placements directs?

Il se peut qu'une gestion professionnelle parvienne à mieux rentabiliser un bien immobilier direct. Mais la raison majeure, c'est le levier: en règle générale, l'engagement de fonds tiers prend de l'ampleur à mesure que les coûts de la structure montent. C'est notamment le cas lorsque la collectivisation entraîne une double imposition.

Dans les fondations de placement immobilier suisses, on observe même une corrélation négative entre levier et performance. En d'autres termes, ce sont surtout les gestionnaires coûteux ou moins rentables qui font appel à un levier plus important (voir graphique).¹

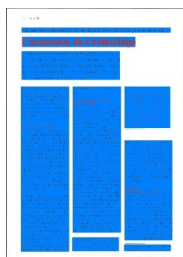
Une mauvaise gouvernance coûte encore plus

A l'inverse, si une caisse de pensions est confrontée à des problèmes de gouvernance tels que des luttes de pouvoir, des pressions politiques ou une séparation insuffisante entre les tâches straté-

giques et opérationnelles, la collectivisation peut avoir un effet libérateur. Les contraintes du placement collectif favorisent des structures plus formelles et une mesure plus objective des performances. Cependant, il faudra bien se dire que la décision de collectiviser est irréversible. Même si on parvient à régler les problèmes de fond par la suite, il ne sera plus possible de retirer les actifs immobiliers du placement collectif.

Quant aux structures beaucoup plus efficaces et aux effets d'échelle des placements collectifs qu'on nous promet sans cesse, les investisseurs n'en profiteront que si le gérant répercute effectivement sa valeur ajoutée sur l'investisseur. Pour que ce soit le cas, il faut une pression concurrentielle – ou la possibilité d'exercer un contrôle direct comme c'est le cas dans les fondations de placement. Heureusement, l'offre de fonds immobiliers est en pleine expansion en Suisse, une situation concurrentielle est donc en train de se mettre en place.

D'après le plus récent sondage réalisé par l'INREV au sujet des intentions de placement, les investisseurs, en particulier les grands investisseurs institutionnels, ont tendance à se détourner des placements collectifs et à investir dans des joint-ventures et des comptes à gestion séparée (gestion de portefeuille externe).² Leur choix n'est pas tant motivé par les coûts, mais par le désir d'avoir un plus grand pouvoir de contrôle. La crise financière a montré que dans une situation de stress, le collectif pouvait être un facteur limitant.



La liquidité: malédiction ou bénédiction?

Aux alentours du tournant du millénaire, de nombreux investisseurs n'avaient qu'un seul désir: introduire à la bourse les actifs immobiliers non transparents, souvent pas classés dans les investissements d'un point de vue organisationnel, afin d'en faire des ingrédients à part entière de l'univers de placement moderne. Mais à mesure que la liquidité augmentait, la volatilité montait aussi et au moment de la crise financière, la corrélation avec les grands indices d'actions

a également suivi. Encore aujourd'hui, on s'évertue à nous répéter qu'avec le temps, la performance des sociétés immobilières s'aligne sur celle des placements directs. Si elles contiennent des immeubles existants, ce serait somme toute assez normal. Mais à quoi sert la liquidité s'il faut s'accrocher à ses investissements pendant des années jusqu'à ce que la qualité de l'immobilier déploie effectivement ses qualités?

Il est vrai que la volatilité de nos fonds suisses est très inférieure à celle des actions immobilières négociées à l'échelle internationale – mais ils sont aussi moins liquides. Le volume moyen de transaction d'un fonds suisse tourne autour du million de francs par jour. Dans les petits fonds, la vente de gros volumes en peu de temps peut donc coûter nettement plus cher qu'en cas de placement direct. Et pourtant, l'idée persiste que les investisseurs qui s'engagent dans des actifs non cotés doivent être et seront récompensés par une prime d'illiquidité, alors qu'on pourrait tout aussi bien argumenter qu'une prime doit récompenser celui qui s'expose à la formation de prix exagérés

sur le marché financier. C'est peut-être pour cela que la solution réside dans un mélange bien dosé: comme les structures de placement n'auront sans doute pas toutes la même dynamique d'illiquidité dans une situation de stress, on peut aussi voir dans une diversification des structures de placement une diversification des risques d'illiquidité et de coûts (voir article Beiner/Sütterlin, page 77).

Diversifier le diversificateur?

Le premier immeuble d'un portefeuille composé de différentes classes d'actifs a probablement le plus grand effet diversificateur pour autant que lui-même ne représente pas un risque agrégé. A ce sujet, l'OPP 2 stipule d'ailleurs que le volume de placement d'un objet immobilier individuel ne peut pas dépasser 5% du capital total investi.

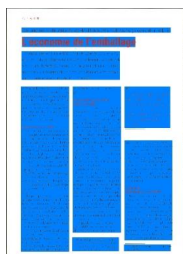
Des engagements immobiliers supplémentaires ne sont pas nécessaires pour diversifier les risques spécifiques inhérents à l'immobilier. La diversification au sein de l'allocation immobilière gagne seulement en importance si les risques de plusieurs objets immobiliers s'accumulent au point de former un risque agrégé, par exemple si on détient plusieurs objets immobiliers dans la région de Bâle exposée aux séismes.

Pour les placements non cotés, la logique passive des marchés liquides qui permet d'obtenir une diversification presque parfaite à un coût très faible ne fonctionne pas. Pratiquement tous les immeubles dans l'indice des placements directs ont des propriétaires différentes – il est donc littéralement impossible d'acheter l'indice. Comme il est de toute

façon impossible de couvrir la totalité du marché, on devra donc se faire à l'idée d'un échantillonnage. Selon l'objectif d'allocation visé, on pourra même se contenter de très peu d'objets, étant donné que les segments importants du marché suisse évoluent uniformément. Même un immeuble locatif individuel de la région de Zurich avec une légère différenciation de ses caractéristiques intrinsèques va globalement suivre l'indice immobilier MSCI plus étroitement qu'un portefeuille de fonds immobiliers volatils cotés portant sur des milliers d'objets. Plus que la diversification parfaite, c'est la motivation et la recherche de performance de la gestion locative et d'autres prestataires qui assure le succès à long terme.

Global ou local?

A défaut de compétences adéquates à l'interne, un mandat de gestion d'un compte séparé peut apporter la solution. Si le volume de placement n'est pas suffisant pour obtenir un échantillon d'une taille minimale, il ne reste que les placements collectifs. Le problème se pose même aux grandes caisses pour les engagements à l'étranger. CBRE a calculé qu'il fallait au moins 100 objets immobiliers pour que la déviation de la performance du portefeuille par rapport à l'indice global descende en dessous de 5 à 10%. En même temps, l'allocation globale apporte aussi une diversification nettement supérieure à celle des actions par exemple: entre les actions suisses et les actions globales, la corrélation est proche de 85%. Par contraste, les placements immobiliers suisses corréleront seulement à 10% avec un indice global. Cela



s'explique en partie par le fait que le Swiss Market Index (SMI) est composé à deux tiers de Nestlé, Novartis et Roche qui exercent le gros de leurs activités à l'échelle globale. Pour en revenir à notre image du début: ces pommes proviennent du monde entier, tandis que le MSCI Property Index Switzerland ne contient que des pommes suisses. **I**

Andreas Loepfe

- ¹ Une analyse approfondie d'autres différences économiques entre les structures de placement a paru dans PPS 11/09 sous le titre «Pas que la volatilité et l'illiquidité?».
- ² Pour les termes techniques, voir le glossaire en page 90.

Benchmarking de structures ou niveaux variables de placement

