

# Retour des investisseurs institutionnels vers l'habitation via des fonds d'investissement

Après avoir abandonné l'investissement résidentiel, les investisseurs institutionnels reviennent dans cette classe d'actifs. Cette classe présente, entre autres, l'atout non négligeable de diversifier les risques. L'intervention de fonds d'investissement dédiés au résidentiel permet aux investisseurs institutionnels de répondre également à leur préoccupation de promouvoir des investissements socialement responsables.

Depuis 25 ans, les investisseurs institutionnels se sont désengagés de la classe d'actifs résidentiels pour investir principalement en immobilier d'entreprise, commercial et immobilier géré (résidences étudiantes, EHPAD, santé et hôtellerie). La financiarisation de l'immobilier au début des années 1990 en France a conduit les investisseurs à passer d'une logique de détention patrimoniale des actifs immobiliers pendant 20 ou 25 ans à des approches plus financières de moyen terme. La prise en compte de la rentabilité globale, résultant des flux locatifs nets et de l'évaluation du capital par l'appréciation régulière des valeurs vénales issues des expertises, a ainsi réduit l'horizon d'investissement de 10 à 5 ans. Cette approche financière du secteur immobilier a mis en place une gestion d'actifs autrement appelée *asset management*, à l'image de celle des autres compartiments financiers. Ainsi, les rendements nets des actifs immobiliers ont été captés et optimisés. Enfin, le recours massif à l'effet de levier pour optimiser les rendements des fonds propres investis a transformé l'immobilier en pur sous-jacent dans le cadre d'une approche de gestion d'actifs financière. La généralisation de la méthode d'évaluation du *discounted cash-flow* a été le symbole de cette évolution financière dans la sphère immobilière.

Les coûts de gestion locative plus élevés de l'habitation, les lois protectrices des locataires de 1982 et 1989, la moindre récupération des charges locatives sur les locataires, le plus grand nombre de locataires à gérer et les plus-values immobilières induites par la hausse des marchés de l'habitation à la fin des années 1990 ont convaincu les investisseurs institutionnels de la pertinence d'une politique d'arbitrage de ces actifs. Les faibles rendements locatifs nets, autour de +/- 2 % inhérents

au compartiment du logement ont concouru à une politique de désinvestissement dans cette classe d'actifs depuis cette époque, mettant un terme à une approche patrimoniale à long terme. Une nouvelle approche de la liquidité, marquée par une rotation plus rapide des actifs a été adoptée par les institutionnels. L'adaptation de la fiscalité, comme le statut sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC) ou la réduction des droits d'enregistrement, même s'ils restent encore parmi les plus élevés d'Europe, ont favorisé ce mouvement.

Dans la période récente, ce sont finalement les particuliers qui vont devenir les investisseurs les plus actifs en résidentiel, en réalisant des acquisitions en direct, ou au travers de véhicules comme les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) fiscales. Nul doute que les avantages fiscaux liés à ce type de montage ont dopé les investissements.

## La crise financière de 2007, facteur de retour des investissements institutionnels

La crise financière de 2007-2008 a modifié la façon d'investir. Celle qui a engendré la plus forte récession économique depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, a été régulée mais pas réglée par une politique de taux bas des banques centrales mondiales. Les investisseurs se sont alors tournés vers des classes d'actifs produisant des rendements plus élevés. L'immobilier et les infrastructures avec des primes de risque nettement plus élevées ont alors retrouvé la faveur des investisseurs. Ainsi, depuis 6 ans, une forte demande d'actifs physiques induisant une forte compression des

taux de rendement à l'acquisition du compartiment tertiaire, du commerce et de celui de l'immobilier géré est observée.

Au fil du temps, les rendements globaux priment<sup>1</sup> en revenus et capital, c'est-à-dire : les meilleurs actifs pour un marché donné entre le logement, le bureau et le commerce, et les primes de risque ont convergé à tel point que les investisseurs institutionnels se sont intéressés de nouveau au logement. Par ailleurs, la financiarisation des années 1990 a ancré fortement dans les appréciations des investisseurs le concept de cash-flow et la nécessaire pérennité des flux futurs nets. Dans ce contexte, le taux d'occupation financier (TOF) de l'habitation, souvent supérieur à 97 %, donc très résilient, est devenu attractif, puisqu'à la différence du bureau ou du commerce, les immeubles résidentiels ne se vident jamais totalement sur le long terme. D'autant que le besoin de logements n'a pas été l'objet d'une disruption par la nouvelle économie et constitue une demande pérenne et forte des ménages, notamment dans les grands centres urbains où la rente foncière est élevée. La démographie française restant dynamique et la métropolisation induisent et induiront dans le futur une demande locative soutenue. De plus, la protection contre l'inflation, spécifique au compartiment immobilier, notamment résidentiel, est un autre facteur qui a également alimenté l'intérêt des investisseurs institutionnels.

Par ailleurs, les taux d'impayés estimés à moins de 5 % des locataires sont faibles, tout comme le taux de recours en justice qui était de moins de 2 % en nombre en 2014 d'après les statistiques du ministère de la Justice. Les perspectives de plus-values à la revente considérées comme stables et la sécurité induite du taux de rendement interne ou taux de rentabilité interne (TRI) sécurise ces investissements. La hausse continue des marchés de l'habitation en France depuis 1997 avec l'intermède de 2009-2010, rapidement effacé, a ainsi contribué à la création d'un climat positif pour le compartiment résidentiel.

Dans une bonne allocation d'actifs, l'investisseur recherche en permanence une bonne diversification de son risque. L'immobilier résidentiel vient dans ce contexte alimenter positivement cette diversification des risques. La volatilité de cette classe d'actifs est très faible. Par ailleurs, la granularité, qui permet en complément d'une analyse financière et extra-financière poussée, de gérer efficacement le risque imprévisible et irréductible des actifs y est élevée, voire la plus élevée de l'immobilier.

L'attractivité des fonds résidentiels est renforcée par la prise en compte de la démarche de l'investissement socialement responsable (ISR), véritable lame de fonds dans le secteur. L'investissement socialement responsable (ISR) a pour ambition d'ajouter

une lecture extra-financière reposant sur les critères environnementaux, sociétaux et de gouvernance (ESG) à la seule approche opportunités-risques dans la sélection des véhicules d'investissements financier ou immobilier.

### Le fonds d'investissement, un outil au service de la politique ESG des institutionnels

Depuis quelques années, les fonds résidentiels se généralisent, tant en France qu'en Europe. En 2016, les investisseurs ont investi 290 milliards d'euros en immobilier tertiaire en Europe alors que le marché résidentiel n'a représenté que 40 milliards d'euros investis (14 %). En Europe, au moins quatre fonds à la capitalisation ou aux ambitions significatives sont en cours de déploiement. L'univers d'investissement concerne le résidentiel locatif en direction des logements anciens ou neufs. Plusieurs fonds, notamment ceux pan-européens dédiés au secteur résidentiel et de l'hébergement, peuvent être cités. Ainsi, la société de gestion Catella Residential Investment Management (CRIM) proposent des véhicules d'investissement depuis 2007 dans huit pays d'Europe et en particulier en Allemagne, au Danemark, aux Pays Bas, en Espagne, au Royaume Uni et en France. Les encours « résidentiels » sous gestion de CRIM s'élèvent à environ 3 milliards d'euros. Ces fonds d'investissement sont des véhicules régulés par les autorités des marchés financiers allemands et sont destinés à une clientèle institutionnelle internationale. La société de gestion Aberdeen déploie, quant à elle, le fonds Aberdeen Standard Pan European Residential Property Fund qui est un fonds

### Éléments d'appréciation d'un placement :

- Le taux d'occupation financier déterminé par la division du montant total des loyers et indemnités d'occupation facturés ainsi que des indemnités compensatrices de loyers par le montant total des loyers facturables dans l'hypothèse où l'intégralité du patrimoine de la SCPI serait louée.
- Le taux de rendement interne ou taux de rentabilité interne est un indicateur de rentabilité financière utilisé par les investisseurs. Cet indicateur ne se limite pas aux investissements immobiliers, il permet de comparer théoriquement n'importe quel investissement. Il appréhende le rendement des flux et des capitaux d'investissement.
- La rentabilité des capitaux propres (RCP), traduit en anglais par *Return on Equity* (ROE), est une notion économique qui mesure en pourcentage le rapport entre le résultat net et les capitaux propres investis par les associés ou actionnaires d'un fonds immobilier.

<sup>1</sup> Auparavant, ils désignaient la moyenne des dix transactions les plus élevées sur un compartiment de marché immobilier

luxembourgeois ouvert à durée perpétuelle de type SICAV-RAIF, dont la taille cible du fonds est 1,5 milliards d'euros. La stratégie du fonds est d'investir dans des ensembles immobiliers d'habitation et d'immeubles gérés existants dans des emplacements primes en Europe de l'Ouest avec 50 % de la valeur des actifs en Allemagne et 15 % maximum dans chaque autre pays. À son premier *closing* fin mars 2018, le fonds avait déjà collecté 405 millions d'euros auprès de fonds de pensions, de compagnies d'assurance, *Family Office* et *asset managers* principalement hollandais (70 %) et suisses (16 %). Le fonds a investi en Autriche, au Danemark, en Finlande, en France et au Royaume Uni. L'ISR/ESG est intégré dans l'analyse du risque du fonds par une équipe dédiée. La société de gestion Patrizia elle aussi déploie son fonds Living Cities Residential Fund. Cette société est leader en Europe en matière de gestion d'actifs résidentiels avec un encours supérieur à 9 milliards d'euros. Ce fonds ouvert est une SICAV-SIF luxembourgeoise dont le premier *closing* va intervenir à la fin du 1<sup>er</sup> semestre 2019 autour d'au moins 250 millions d'euros. Les actifs acquis seront pour 70 % des immeubles anciens loués et pour 30 % des constructions neuves. L'originalité du fonds est de déterminer sa stratégie d'acquisition par une cotation des villes européennes. La répartition par pays est d'environ 35 % pour l'Allemagne/Autriche, 15 % pour le Benelux, 15 % pour les pays nordiques, 15 % pour le Royaume Uni et l'Irlande, 10 % pour la France et 10 % pour l'Europe du Sud. Enfin, Primonial lance un fonds pan européen sous forme d'une SICAV REIL luxembourgeoise, d'une taille-cible d'actifs de 500 millions d'euros et d'une durée de vie de 8 ans sur cette même thématique mais dans une stratégie mixte Core+/value added puisque les logements acquis en France, en Belgique, en Allemagne et en Hollande seront destinés à être cédés à l'unité à moyen terme. Le taux de rentabilité interne (TRI) prévisionnel est de 10 %. L'actif résidentiel ne représente actuellement que 7 % des encours de Primonial qui ambitionne de les porter dans 3 ans à 25 %. Cela confirme le retour en grâce du logement dans les allocations d'actifs. Après une étude macro-économique très pointue fondant cette conviction d'investissement, un premier portefeuille de 71 immeubles à Bruxelles est en cours de finalisation. Pour ces quatre fonds pan-européens, la cible majeure est l'Allemagne qui, avec seulement 52 % de propriétaires, est le pays qui compte le plus de locataires et donc la meilleure profondeur de marché locatif résidentiel pour déployer ce type de stratégie.

Le taux de rentabilité interne qui permet de mesurer la rentabilité globale d'un investissement de ces fonds se situe dans une fourchette de 5 à 7 %. Le rendement des fonds propres (cash on cash), qui mesure chaque année le dividende touché par l'investisseur rapporté au fonds propres investis dans le fonds, est compris dans une fourchette de

3 % à 4,5 %. L'effet de levier<sup>2</sup> qui mesure la quote-part d'emprunt pour financer l'investissement est au maximum de 40 %.

En France, les fonds résidentiels se multiplient aussi depuis quelques années avec des stratégies variées. La Caisse des dépôts et consignation a lancé un fonds de logements intermédiaires (FLI 1) dont le dernier *closing* est intervenu en juillet 2015. Ce fonds a une taille cible d'actifs de 1,7 milliard d'euros avec un ratio d'endettement (LTV) de 40 % soit 1 milliard d'euros de fonds propres levés. FLI1 comptera 9 665 logements intermédiaires. Il ambitionne de délivrer un TRI après effet de levier légèrement inférieur à 7 % avec une distribution moyenne (cash on cash) autour de 3,5 %. Cette stratégie s'appuie sur une cession à l'unité des logements à partir de la 10<sup>e</sup> et jusqu'à la 20<sup>e</sup> année. Compte tenu du succès de ce fonds auprès de la plupart des investisseurs institutionnels français, FLI2, toujours exclusivement réservé aux mêmes investisseurs, est en cours de lancement sur la même thèse d'investissement : proposer une offre de logement intermédiaire qui fait défaut dans le parcours résidentiel locatif entre le logement social et le logement libre. Une poche de résidences services (étudiant et senior) de 20 % est ajoutée par rapport à la composition de FLI1. La taille cible des actifs sera de 2 milliards d'euros et composée de 11 000 logements environ. Le fonds est d'une durée de vie de 20 ans. Une notation Investissement Socialement Responsable (ISR) sera attribuée à chaque programme acquis par le fonds et sera un critère de choix des investissements. FLI2 ambitionne de délivrer une performance (TRI et cash on cash) similaire au premier opus. Le fonds Resydis d'AEW, d'une durée de 20 ans, a terminé une levée de fonds propres de 365 milliards d'euros avec un LTV de 40 % qui induit donc une capacité d'investissement de 600 milliards d'euros. La stratégie du fonds est de constituer un portefeuille stable en résidentiel classique avec une poche de diversification en résidentiel géré. Le résidentiel classique à hauteur de 75 % des actifs s'articule autour d'immeubles existants pour 25 % de vente en l'état futur d'achèvement (VEFA), d'immeubles dans le cadre du Grand Paris pour 25 % et de VEFA en logement intermédiaire pour 25 %. L'immobilier de diversification sera constitué de résidences services senior (25 %). Le TRI cible avec effet de levier est compris entre 4 et 6 % avec un rendement cash on cash de 4 à 5 %. Sur une thématique résidentielle spécifique et après la réussite du fonds Certivia 1 (150 milliards d'euros levés), La Française lance Certivia 2, une SICAV d'une durée de 25 ans, toujours sur la thématique du viager occupé mutualisé en direction des investisseurs institutionnels afin de combiner performance financière et impact sociétal. Le viager devient une opportunité pour des

2 Il s'agit de l'utilisation du levier de l'endettement pour augmenter la capacité d'investissement dans l'immobilier.

seniors à la recherche d'un accroissement de leur pouvoir d'achat et favorisant leur maintien à domicile. La stratégie d'investissement vise à acquérir 1 000 lots (84 % en appartement) dans 200 communes (57 % en Île-de-France, 24 % en PACA et 19 % en grandes agglomérations) pour 300 millions d'euros d'engagement permettant une exposition nette maximale de 150 millions d'euros. Le TRI cible visé est de 6 % avec un dividende positif dès la première année.

L'habitation dans l'allocation d'actifs revient en grâce auprès des investisseurs. Il s'agit d'une stratégie de diversification rendue possible par la compression des taux de rendement immobiliers des autres classes d'actifs immobiliers dans un contexte de taux à long terme très bas avec une inflation faible. Si ces taux restent bas, l'attraction pour les fonds résidentiels qui sont actuellement déployés en Europe et en France

devrait se confirmer. En effet, l'effet de levier avec des taux bas dope le rendement cash on cash de ces investissements mais également le TRI après dette. D'autant que ces fonds sont une réponse à la forte préoccupation des investisseurs institutionnels cherchant à favoriser des investissements socialement responsables afin de promouvoir leur responsabilité en matière d'environnement, sociale et de gouvernance (ESG) montrant une démarche éco-responsable dans leur activité.

**Claude Galpin**  
MRICS - Rev by Tegova  
Président de Vif Expertise et de Vif Conseil